
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

59ème RAPPORT ANNUEL

1er AVRIL 1988–31 MARS 1989

BÂLE, 12 JUIN 1989

Banque des Règlements Internationaux

59ème Rapport annuel

1er avril 1988 – 31 mars 1989

Bâle, 12 juin 1989

Table des matières

	Page
Introduction	1
I. Un léger mieux	3
II. Evolution générale de la situation économique en 1988	10
Faits saillants	10
Les pays industriels	11
Les trois principales économies	15
Autres grands pays industriels	18
Les pays industriels de plus petite dimension	22
Examen de la reprise actuelle dans une perspective historique	23
Les données statistiques globales	24
Inflation et chômage	27
Evolution de l'épargne à court et à long terme	34
Investissement, taux d'intérêt réels et productivité	38
Les pays en développement	40
Evolution des cours des produits de base et autres influences extérieures	41
Production nationale, inflation et politiques internes	43
Pays d'Asie	43
Pays d'Afrique	44
Pays d'Amérique latine	46
III. Echanges et paiements internationaux	50
Faits saillants	50
Commerce mondial	51
Evolution extérieure dans les trois principaux pays industriels	55
Déséquilibres internationaux et processus d'ajustement dans les trois plus grands pays industriels	59
Potentiel de réduction des déséquilibres extérieurs des trois grands pays industriels ..	64
Evolution des paiements courants dans les autres pays industriels	68
Evolution de la position extérieure des pays en développement	73
Mouvements internationaux de capitaux et financement des déséquilibres des paiements courants des pays industriels	78
Financement extérieur des pays en développement	83
IV. Evolution sur les marchés nationaux des capitaux	86
Faits saillants	86
Evolution sur les marchés des actions et les marchés dérivés	87
Evolution de la réglementation à la suite du krach	94
Le marché des obligations à «haut rendement»	95
Endettement et financement des entreprises non financières	96
Réglementation de la structure financière des banques	104
La crise des caisses d'épargne et de crédit aux Etats-Unis	109
Evolution sur les marchés des titres de Londres depuis le «Big Bang»	114
Le marché unique européen des services financiers	116

	Page
V. Marchés internationaux des capitaux	120
Faits saillants	120
L'intermédiation financière internationale en période de mutation	121
Le secteur bancaire international	127
<i>Evolution des agrégats globaux</i>	127
<i>Origines et emplois intrazone des fonds bancaires internationaux</i>	129
<i>Activité avec les pays hors zone</i>	130
<i>Evolution dans les divers centres</i>	132
<i>Composition par monnaie de l'activité bancaire internationale et croissance</i> <i>du marché de l'Ecu</i>	134
<i>Structure par nationalité des prêts bancaires internationaux</i>	135
<i>Marché des prêts consortiaux</i>	137
Le marché international des titres	138
<i>Le marché des euro-effets</i>	138
<i>Le marché obligataire international</i>	141
La situation de l'endettement international	149
VI. Evolutions et politiques monétaires	158
Faits saillants	158
Politique monétaire des principaux pays industriels	159
<i>Politique monétaire et considérations d'ordre interne et externe</i>	159
<i>Le cadre d'objectifs monétaires</i>	163
<i>Autres indicateurs des conditions monétaires</i>	167
Politique monétaire dans les pays industriels de petite et moyenne dimension	174
<i>Pays participant au mécanisme de change du SME (MCE)</i>	174
<i>Politique monétaire dans les autres pays industriels</i>	177
Modifications dans la mise en œuvre de la politique monétaire et le mécanisme de transmission	180
<i>Interventions des banques centrales sur le marché monétaire</i>	180
<i>Incertitudes concernant le mécanisme de transmission de la politique monétaire</i>	185
Risques inhérents à la situation actuelle	187
VII. Le système monétaire international	189
Faits saillants	189
Marchés des changes	190
<i>Evolution sur le marché du dollar EU</i>	190
<i>Evolution des autres monnaies</i>	193
<i>Evolution des taux de change effectifs</i>	196
<i>Perspectives à plus long terme</i>	196
<i>Evolution au sein du SME</i>	202
<i>Dix ans de SME</i>	205
<i>Le rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne</i> <i>(«Rapport Delors»)</i>	209
Production et marché de l'or	211
Liquidités internationales	216

	Page
VIII. Activités de la Banque	223
Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales	223
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	225
Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)	226
Agent du Système de compensation et de règlement de l'Ecu privé	227
Assistance financière aux banques centrales	227
Opérations du Département Bancaire	228
Passif (composition des ressources)	229
Actif (utilisation des ressources)	232
Bénéfice net et répartition	234
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction	235
 Conclusion	 237

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1989	247
Conseil d'administration	252
Direction	253

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Evolution générale de la situation économique en 1988	
Croissance de la production mondiale	11
Croissance de l'investissement productif du secteur privé	14
Variation du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande	15
Soldes budgétaires des administrations publiques	18
Taux d'épargne des ménages*	21
Variation du PIB en volume dans les autres pays industriels	22
La reprise des années quatre-vingt: sélection d'indicateurs*	25
Taux de chômage*	29
Salaires nominaux*	30
Prix à la consommation	31
Inflation et chômage, 1961-89*	33
Mesures de l'utilisation des capacités dans l'industrie de transformation*	35
Epargne et investissement: comparaison sur longue période	36
Structure de l'épargne nationale par catégorie d'agents économiques*	37
Croissance du PIB dans les pays en développement	41
Evolution des cours des produits de base	42
Facteurs externes influençant l'évolution de la production	43
Inflation dans les pays en développement	47
Investissement et croissance de la production	48
 Echanges et paiements internationaux	
Indicateurs du commerce mondial*	51
Indicateurs de la croissance en volume du commerce mondial*	52
Balances des paiements courants des trois principaux pays industriels selon diverses mesures	56
Balances commerciales hors pétrole des trois principaux pays industriels	56
Coûts de production et marges bénéficiaires des fournisseurs étrangers des marchés des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1984-88*	61
Balances commerciales bilatérales de certains pays	62
Coûts de production et marges bénéficiaires des exportateurs des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1984-88*	63
Croissance de la demande interne globale et solde extérieur réel*	64
Evolution des échanges commerciaux en volume aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne	65
Evolution des taux de change effectifs, des coûts relatifs et de la formation brute de capital fixe des entreprises aux Etats-Unis*	67
Balances des paiements courants et soldes financiers intérieurs	68
Balances globales des paiements courants	70
Indicateurs du commerce extérieur de certains groupes de pays en développement ...	75
Economies nouvellement industrialisées d'Asie: balances des paiements courants	76
Balance des paiements courants et endettement extérieur de quatorze pays lourdement endettés	77
Etats-Unis: opérations en capital	79

	Page
Japon: opérations en capital	80
Allemagne: opérations en capital	81
Pays en développement: financement extérieur des déséquilibres des paiements courants de certains groupes de pays (estimations)	84

Evolution sur les marchés nationaux des capitaux

Indices des marchés boursiers	88
Cours en Bourse*	89
Variabilité des indices boursiers*	90
Corrélations entre les variations journalières (en %) des indices des cours des actions, 1984-89	91
Evolution récente des taux d'intérêt et de l'inflation*	92
Indicateurs de la Bourse de Tokyo et prix de l'immobilier au Japon*	93
Ratios endettement brut/actif total (valeurs comptables)	97
Ratios endettement brut/actif total (aux cours du marché)	98
Fiscalité et endettement, 1985	99
Indicateurs des structures financières, 1985	100
Revenu net des organismes d'épargne aux Etats-Unis*	112

Marchés internationaux des capitaux

Activité sur les marchés internationaux des capitaux*	122
Prêts nets sur les marchés internationaux (estimations)	123
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	128
Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations)	129
Activité des banques déclarantes de la BRI avec les pays extérieurs à la zone	131
Evolution dans les divers centres bancaires	133
Répartition par monnaie des positions extérieures des banques déclarantes	134
Structure du marché bancaire de l'Ecu	135
Différentes catégories d'avoirs et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques	137
Principales caractéristiques du marché des euro-effets	139
Principales caractéristiques de l'activité sur le marché obligataire international	141
Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars*	142
Volume des émissions euro-obligataires en dollars et taux de change effectif du dollar EU*	143
Structure par monnaie du marché obligataire international	145
Volume des émissions d'obligations liées aux actions*	146
Pays d'origine des émetteurs d'obligations internationales	148
Evolution de l'endettement extérieur et du service de la dette des principaux pays débiteurs*	150
Dette extérieure de certains pays en développement	152
Variations cumulées des positions extérieures de certains pays en développement, 1978-87	157

Evolutions et politiques monétaires

Taux d'intérêt officiels et taux du marché*	162
Agrégats de monnaie et du crédit: objectifs et taux d'expansion	164
Contributions de certaines contreparties aux variations de la masse monétaire au sens large	168
Taux d'intérêt à long et court terme et inflation*	171
Taux d'intérêt dans certains pays*	175
Taux d'intérêt à long terme et taux de change antérieurs*	179
Facteurs influant sur la monnaie de banque centrale	181

Le système monétaire international

Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au dollar EU*	191
Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au deutsche mark*	194
Taux de change effectifs nominaux et réels de certaines monnaies*	197
Taux de change effectifs réels des principales monnaies, 1979-89*	198
Positions des monnaies du SME au sein de la bande de fluctuation*	203
Taux de change bilatéraux nominaux et réels des monnaies du SME par rapport au deutsche mark*	206
Prix à la consommation dans les pays membres du SME*	207
Origine et utilisation de l'or (estimations)	211
Production d'or dans le monde	212
Cours de l'or dans certaines monnaies*	215
Variations des réserves globales	217
Variations des réserves officielles autres que l'or dans divers pays	219
Balance des paiements courants des Etats-Unis et variations (estimations) des réserves en devises (à l'exclusion des effets des variations de change)	222

Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1989	227
Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices	229
Evolution des ressources au cours des cinq derniers exercices	229
Fonds empruntés d'après leur origine	230
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	231
Evolution des placements et des autres actifs	233
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir	233

59ème Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 12 juin 1989*

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-neuvième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1988 et clos le 31 mars 1989.

Après transfert de 828.177 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 10.500.000 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 94.885.615 francs or, contre 95.937.052 francs or au titre du précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 25.885.615 francs or au paiement d'un dividende de 175 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 24.463.364 francs or au Fonds de réserve générale, 4.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 40.536.636 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1988-89 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1989.

I. Un léger mieux

En 1988, la croissance s'est nettement accélérée dans la plupart des pays industrialisés, mais, dans son sillage, certains des problèmes qui avaient conduit dans le passé à des politiques d'alternance de coups de frein et d'accélérateur semblent avoir ressurgi. En outre, le processus d'ajustement, c'est-à-dire la réduction graduelle des grands déséquilibres extérieurs entre les principaux pays industriels, qui était en bonne voie au début de 1988, s'est interrompu et même en partie inversé.

Dans la plupart des pays, les banques centrales ont réagi à la recrudescence des dangers inflationnistes en relevant les taux d'intérêt à court terme, et elles attendent à présent de voir si ces mesures produisent l'effet de freinage de la demande escompté. La poussée générale de la demande globale, qui a été particulièrement vive dans certains pays mais qui s'est également diffusée à d'autres économies, a entraîné presque partout l'apparition de signes de surchauffe. Il n'est pas surprenant que l'expansion de la demande se soit heurtée à des goulets d'étranglement bien avant que l'excédent de main-d'œuvre disponible dans de nombreux pays européens ait été absorbé dans des proportions importantes. Le point de vue largement répandu selon lequel une bonne partie du chômage revêt un caractère «classique» plutôt que «keynésien» et s'avère donc insensible à toute action sur la demande semble se confirmer. Les pressions inflationnistes sont apparues d'abord sur les marchés du travail, puis sur ceux des produits finis. Dans le même temps, la situation du marché du travail dans les pays concernés montre malheureusement combien il est difficile aux responsables des politiques économiques d'appliquer avec vigueur la thérapie résultant de leur propre diagnostic. On sait que les efforts entrepris pour supprimer les rigidités au niveau de l'offre ne portent pas leurs fruits rapidement. Une analyse en termes de coûts et de bénéfices n'incite guère les gouvernements à des initiatives hardies, car ils ne sont pas certains d'en recueillir les avantages à plus long terme. Ainsi, ils peuvent être partagés entre la crainte de n'avoir peut-être pas réussi à contenir l'inflation même en ayant procédé très tôt à un resserrement notable de la politique monétaire et celle de voir de nouvelles actions dans ce sens compromettre l'essor de l'investissement privé, qui a enfin placé les économies sur la voie d'une croissance plus soutenue et plus équilibrée.

Au centre de ce dilemme des politiques internes se trouve la question de savoir quel taux de croissance les plus anciens pays industrialisés peuvent espérer réaliser sans encourir de dangers inflationnistes. La plupart des gouvernements et des banques centrales situent ce chiffre aux environs de 2½%. Selon l'importance des capacités non utilisées au début de 1988 dans

les diverses économies (mais en grande partie employées à présent), la croissance a été trop élevée, l'an dernier, dans un certain nombre de pays pour ne pas créer des problèmes. Cette constatation, bien sûr, ne peut être faite qu'a posteriori; personne ou presque n'était en mesure d'anticiper l'essor de la demande avant qu'il ne se produise. Le processus de croissance n'est pas suffisamment transparent en termes statistiques pour qu'on puisse déterminer avec certitude la nature des forces qui le sous-tendent et la manière dont elles seront stimulées ou freinées par différentes mesures de politique économique ou par une orientation donnée. Peut-être aurait-on pu prévoir l'effet stimulant exercé pendant deux à six mois par l'assouplissement marqué de la politique monétaire après le krach boursier. Cependant, cet assouplissement était destiné à atténuer les répercussions néfastes généralement attendues de la crise boursière. Certes, on ne redoutait guère de voir se reproduire les événements de 1929-30, mais il paraissait plus sage de ne pas trop tabler sur une incidence modérée, voire bénéfique. En somme, il serait vain d'épiloguer à présent sur la nature de l'action qu'il aurait fallu entreprendre en se fondant sur une évolution qui n'était pas encore identifiable.

Même maintenant, comme le montre le chapitre suivant, on ne s'explique pas totalement la soudaine accélération de la croissance. Il n'en est que plus difficile également de prévoir avec plus ou moins de certitude si cette tendance durera encore quelque temps ou si l'expansion de la demande sera freinée par les politiques plus restrictives déjà mises en place ou par des facteurs conjoncturels. Il est pour l'instant impossible d'évaluer la vigueur des pressions inflationnistes qui ont été libérées. On pourrait fort bien soutenir que les résultats inespérés enregistrés auparavant sur le front des prix, grâce à la baisse des prix pétroliers, au faible niveau des cours des matières premières et, dans certains pays, à l'appréciation de la monnaie, avaient créé l'illusion d'une victoire plus complète sur l'inflation que celle qu'on avait en fait obtenue; lorsque ces tendances se sont inversées, le taux d'inflation sous-jacent est réapparu – ce qui ne saurait justifier de grandes inquiétudes. En outre, dans un certain nombre de pays, les mesures fiscales et les relèvements des prix réglementés ont faussé les indicateurs de l'inflation. Malheureusement, la dynamique de l'évolution des prix est telle que même une augmentation en apparence inoffensive du niveau général des prix peut facilement, lorsqu'elle a franchi un seuil très bas, déclencher une spirale prix/coût/prix et influencer les anticipations inflationnistes. Or, à partir du moment où ce processus est mis en route, il faut des efforts démesurés pour l'enrayer. C'est là actuellement l'un des problèmes de politique économique les plus complexes, qui est examiné à la fin du présent Rapport.

Les marchés des capitaux ont été généralement calmes en 1988 après l'agitation de 1987, ce qui est remarquable compte tenu du resserrement des politiques monétaires mentionné précédemment. Sur tous les marchés boursiers, les cours ont commencé à se redresser à partir des niveaux où ils étaient tombés à la fin de 1987. A Tokyo, de nouveaux records de hausse ont été battus à maintes reprises après novembre 1988. Sur quelques places

boursières, les cours des actions ont pratiquement atteint ou légèrement dépassé leurs maximums antérieurs. Dans d'autres cas, notamment aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne, les pertes subies ont été recouvrées à concurrence de 65 à 80%.

S'agissant de l'évolution enregistrée en 1988 sur les marchés des capitaux, l'aspect qui retient le plus souvent l'attention concerne cependant les marchés d'obligations, où, jusqu'à une date récente, les cours ont été remarquablement stables ou n'ont que légèrement fléchi, malgré la forte hausse des taux à court terme. On y a généralement vu l'indication d'une plus grande confiance des marchés dans la capacité des autorités monétaires de faire face aux pressions inflationnistes de toutes sortes. Dans une économie fermée, ce serait en effet la seule explication possible au fait que les variations des taux d'intérêt à court terme ne se transmettent pas au compartiment à long terme du marché. Pour certains pays au moins, on peut toutefois se demander si la pente actuelle de la courbe de rendements traduit vraiment une confiance dans les politiques de lutte contre l'inflation. Dans un système de liberté des mouvements de capitaux, les cours sur les marchés obligataires, à la différence des taux d'intérêt à court terme qui sont déterminés par la politique monétaire, sont fonction tout autant des décisions des investisseurs internationaux en matière de placements financiers que des facteurs propres à l'économie interne. Le degré de stabilité relativement élevé des taux de change nominaux qui a prévalu dans l'ensemble depuis le début de 1988 a engendré des mouvements de capitaux considérables vers les marchés obligataires des pays où les taux d'intérêt nominaux étaient attrayants. Même si, dans ces pays, les taux réels ne sont pas forcément plus hauts que dans ceux qui sont parvenus à mieux maîtriser l'inflation, ces marchés n'en demeurent pas moins intéressants pour des investisseurs qui croient pouvoir bénéficier de taux d'intérêt nominaux élevés et se retirer du marché à temps si la parité de pouvoir d'achat vient à s'imposer de nouveau et à exercer une pression à la baisse sur la monnaie des pays où l'inflation est plus forte et le déficit extérieur important. Avec les taux d'intérêt à court terme élevés et croissants que ces pays utilisent pour contenir l'inflation et, dans le meilleur des cas, la réduire, les taux de change nominaux peuvent rester stables, malgré des écarts d'inflation substantiels, tant que les mouvements de capitaux se poursuivent.

L'explication de l'aplatissement ou même de l'inversion des courbes de rendements par l'attrait exercé sur les investisseurs étrangers par des taux d'intérêt nominaux élevés sur les marchés obligataires paraît souffrir d'un manque de symétrie: ne devrait-on pas observer l'effet inverse sur la courbe de rendements dans les pays exportateurs de capitaux? En fait, l'évolution de cette courbe y a été en partie différente, mais on a également constaté un aplatissement. Il convient toutefois de ne pas perdre de vue que l'un des principaux pays importateurs de capitaux est actuellement les Etats-Unis, qui donnent en quelque sorte le ton en matière de taux d'intérêt sur l'ensemble des marchés obligataires. L'interconnexion des taux d'intérêt à l'échelle internationale, qui s'est renforcée au cours de ces deux dernières années marquées par une stabilité accrue des taux de change nominaux, est

un phénomène extrêmement complexe, et les mouvements de capitaux effectifs ne sont que l'un des éléments qui contribuent à la créer. Les effets de signaux peuvent également constituer des liens et même aller en sens inverse des flux de capitaux effectifs. Il faudrait se garder de tirer trop de conclusions rassurantes quant à la manière dont les taux d'intérêt à long terme ont réagi jusqu'à présent au resserrement de la politique monétaire.

L'accroissement de la stabilité des taux de change nominaux a certainement été dû pour beaucoup à l'engagement sans cesse réaffirmé des principaux pays industriels à l'égard du principe de coordination des politiques et, en particulier, des interventions concertées sur les marchés des changes. Mais il semblerait que ces marchés soient eux-mêmes un peu moins nerveux également qu'en 1987 et au cours des années précédentes, ce qui ne veut pas dire que leur évolution l'an dernier n'a posé aucun problème. Ce que l'on pouvait interpréter, au début de 1988, comme une réaction à la dépréciation excessive du dollar à la fin de 1987 a fait place à une succession de périodes de hausse de la monnaie américaine. Dans l'ensemble, le dollar s'est apprécié vis-à-vis des monnaies des pays excédentaires, telles que le yen et, plus particulièrement, certaines monnaies du SME ainsi que le franc suisse, tandis que celles d'un certain nombre de pays déficitaires se sont raffermies dans son sillage. On a déjà mentionné le rôle joué à cet égard par le niveau élevé des taux d'intérêt nominaux à court terme et par les flux de capitaux. Alors que, dans des conditions de libre circulation des capitaux, ces mêmes forces du marché qui déterminent les taux d'intérêt à long terme peuvent également avoir une influence prépondérante sur les taux de change, la régulation au niveau national des taux à court terme est un facteur exogène qui peut tirer le marché des changes dans le sens inverse de celui qui serait conforme aux données fondamentales de l'économie. Les pays excédentaires ont été tentés dans une certaine mesure d'utiliser le même instrument pour prévenir une dépréciation de leur monnaie. La détérioration observée sur le front des prix leur fournissait un argument supplémentaire. Certains redoutaient déjà que l'action entreprise au départ pour contenir les tensions inflationnistes ne se transforme purement et simplement en guerre de taux d'intérêt visant uniquement à contrecarrer des fluctuations de taux de change indésirables. Toutefois, tant dans les pays excédentaires que dans les pays déficitaires, les autorités sont parfaitement conscientes de ce danger et de ses implications. Elles ont préféré jusqu'à présent s'accommoder de la structure des taux de change nominaux telle qu'elle s'est établie.

Cela peut paraître surprenant, compte tenu du rôle qui avait été assigné aux variations des taux de change pour corriger les importants déséquilibres des paiements courants entre les principaux pays industriels. Les progrès dans ce sens avaient été longs à se dessiner mais, en termes réels tout au moins, ils s'étaient intensifiés vers la fin de 1987. Après le deuxième trimestre de 1988, alors que l'appréciation du dollar se poursuivait, cette amélioration s'est interrompue, essentiellement en Allemagne, mais aussi au Japon et aux Etats-Unis. Depuis l'accord du Louvre de février 1987, la question de savoir si le dollar était tombé à un niveau suffisamment

bas a constamment suscité de vives controverses. Les partisans d'une période de stabilité des taux de change voulaient donner aux économies concernées le temps nécessaire pour s'adapter à la nouvelle structure des taux de change. Ils soulignaient également que le taux de change n'était que l'un des facteurs déterminant les échanges commerciaux et que les déséquilibres épargne/investissement étaient à la base du problème. Les arguments invoqués en faveur d'une certaine stabilité des taux de change ont été manifestement confortés par la vive expansion des exportations américaines, donnant ainsi la preuve du redressement de la compétitivité internationale de l'industrie des Etats-Unis. On faisait remarquer qu'une nouvelle amélioration de cette capacité de concurrence pourrait certes accroître les marges bénéficiaires mais qu'elle ne ferait guère progresser davantage les exportations, car les limites des capacités de production seraient rapidement atteintes. Seul un ralentissement de la demande interne pourrait permettre de nouvelles réductions du déficit des paiements courants des Etats-Unis. Tout le monde n'était pas convaincu par ces arguments. Certains observateurs des milieux universitaires faisaient valoir que seule une nouvelle dépréciation du dollar pourrait ramener ce déficit à un niveau soutenable, non pas seulement à court terme, comme les marchés semblaient le montrer, mais aussi dans une perspective à moyen et à long terme.

Aucun partisan de l'un ou l'autre camp n'osait toutefois envisager que le dollar pût à présent reprendre tranquillement son ascension sans risquer de provoquer de sérieuses répercussions sur le processus d'ajustement. Cette hausse n'était pas seulement imputable aux forces du marché, auxquelles les autorités étaient incapables de s'opposer; même si l'opinion des opérateurs a certainement joué un rôle, elle s'explique également dans une large mesure par les relèvements des taux d'intérêt à court terme mis en œuvre par les autorités pour enrayer les pressions inflationnistes. Dans le même temps, les autorités américaines sont parfois intervenues sur le marché des changes pour freiner la montée de leur monnaie et se sont ainsi constitué d'importantes réserves en devises, ce qui n'a cependant pas empêché, comme on l'a mentionné précédemment, une certaine appréciation globale du dollar et un gain encore plus marqué vis-à-vis des monnaies des principaux pays excédentaires.

Dans un conflit classique entre objectifs externes et internes, ce sont presque toujours les seconds qui l'emportent. L'appréciation d'une monnaie, même si elle n'est pas souhaitée du point de vue de l'ajustement, contribue à contenir les pressions inflationnistes, ce qui rend le «conflit d'intérêts» encore plus aigu. Le problème n'est pas résolu pour autant si la politique monétaire utilise des instruments différents, tels que les taux d'intérêt et les interventions sur le marché des changes, dans des directions également différentes. En fait, c'est cette politique elle-même qui supporte une charge excessive si elle tente de servir deux causes à la fois. On soutient depuis longtemps que la question des conflits d'objectifs ne peut trouver sa solution que si la politique budgétaire partage pleinement la responsabilité de la gestion macro-économique. Un dosage approprié des politiques accroît la marge de manœuvre. Toutefois, les décisions d'ordre budgétaire

sont tellement liées à l'élaboration des politiques internes que peu de gouvernements s'avèrent capables de choisir un dosage satisfaisant. Les Etats-Unis ne sont certainement pas les seuls dans ce cas, mais on a si souvent souligné, et de manière si convaincante, la nécessité d'utiliser tous les instruments disponibles pour réduire le déficit fédéral des Etats-Unis qu'on ne peut que déplorer le manque de nouveaux résultats notables dans ce domaine. Comme la politique monétaire donne la priorité absolue à la lutte contre l'inflation et que la politique budgétaire se trouve prise entre les contraintes qu'elle s'impose et les luttes partisans, on n'a manifestement pas accordé une très grande attention aux Etats-Unis au déficit des paiements courants.

Ce qui a été dit au sujet des Etats-Unis pourrait s'appliquer, toutes choses étant égales par ailleurs, aux principaux pays excédentaires. Ceux-ci se trouvent dans la même situation, en ce sens que leurs excédents n'enregistrent, dans le meilleur des cas, que de faibles contractions. Ils se différencient de manière très nette en ce qui concerne la vigueur de leur demande interne, mais ce que le Japon peut montrer à cet égard comme contribution à une meilleure harmonie internationale, l'Allemagne peut en faire la démonstration grâce à l'ouverture et à la facilité d'accès de ses marchés. Dans ce domaine, le Japon a encore beaucoup à faire; certes, ses importations en volume se sont accrues assez rapidement, mais à partir d'un faible niveau. L'Allemagne peut faire valoir que les déséquilibres ne constituent plus un problème à trois pôles, puisque les déficits du Royaume-Uni et de certains autres pays européens sont devenus d'importantes contreparties de ses excédents, tandis que son surplus commercial avec les Etats-Unis a considérablement diminué.

Comme l'effort d'ajustement ne figure plus parmi les objectifs prioritaires des politiques économiques, il convient de s'interroger sur le bien-fondé des craintes exprimées antérieurement au sujet du caractère supportable des déséquilibres des paiements courants, du moins en ce qui concerne l'urgence des mesures préventives à prendre. Cette question est examinée à la fin du présent Rapport. Il est probable que, si l'on doit y consacrer une plus grande attention, il conviendra de définir plus clairement dans quelles limites les déséquilibres sont supportables. En raison de l'asymétrie entre les pressions enregistrées à cet égard par les pays excédentaires et déficitaires, ce point sera peut-être atteint plus rapidement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni qu'au Japon ou en Allemagne; on peut simplement espérer que cela se produira avant que le protectionnisme n'ait encore gagné du terrain, non pas uniquement en tant que force politique, mais également en tant que doctrine voulant peu à peu faire reconnaître sa respectabilité. La conclusion qui devrait ressortir clairement de ce qui précède, et qui constitue le fil conducteur de ce Rapport, est l'interdépendance étroite entre les problèmes que posent la politique monétaire, les flux de capitaux internationaux, les taux de change et les déséquilibres des paiements courants. Ils doivent être examinés simultanément, c'est-à-dire sans les dissocier et non pas sur un plan national, mais dans le cadre d'une approche coordonnée à l'échelle internationale.

Une autre question reçoit également toute l'attention nécessaire dans le présent Rapport; il s'agit des développements survenus dans les pays non industrialisés et économies nouvellement industrialisées, ceux, en particulier, qui sont aux prises avec des problèmes d'endettement. Sur ce plan, certains progrès avaient déjà été enregistrés dans le cas des pays les plus défavorisés, endettés surtout vis-à-vis de créanciers officiels. A présent, le plan Brady a ouvert la voie à de nouvelles idées pour tenter de résoudre les difficultés des pays à revenu moyen lourdement endettés, où d'énormes fonds bancaires sont en jeu. Pour l'heure, les divers éléments nécessaires à la mise en œuvre de ces propositions ne sont pas encore en place. De nombreuses questions extrêmement complexes et controversées restent à résoudre. Le Chapitre V comporte une analyse détaillée des développements intervenus au moment où le présent Rapport est mis sous presse.

Le Rapport a conservé la même structure; l'analyse porte d'abord sur l'aspect réel de l'économie, pour considérer ensuite les marchés des capitaux puis la politique économique, chacun de ces trois domaines étant traité dans deux chapitres, l'un consacré plutôt à la situation nationale et l'autre à l'évolution internationale. La Conclusion s'attache moins à résumer les évolutions qu'à examiner dans une perspective à plus long terme les options et contraintes de la politique économique.

II. Evolution générale de la situation économique en 1988

Faits saillants

La croissance de l'économie mondiale s'est accélérée l'an passé, pour s'établir à un peu plus de 4%. Ce résultat est dû en grande partie à des évolutions similaires dans les pays industriels, évolutions qui, à dire vrai, étaient déjà en cours au second semestre de 1987. Fait particulièrement surprenant – et encourageant: l'essor général de l'investissement des entreprises. La déception provoquée par l'absence apparente de réaction positive à la baisse des prix pétroliers de 1986 et les craintes au sujet des répercussions de la crise boursière de 1987 ont donc fait place à un sentiment optimiste au fur et à mesure qu'on a constaté l'ampleur et la nature de la reprise.

L'orientation généralement à moyen terme des politiques macro-économiques des pays industriels, les efforts de restructuration entrepris par ces derniers et le renforcement de la coordination des politiques à l'échelle internationale semblent porter leurs fruits. Au cours du premier semestre, en particulier, l'inflation a été contenue et la correction des volumes d'exportations s'est accélérée à l'échelle internationale. Le chômage a commencé à reculer dans un plus grand nombre de pays, tout en se maintenant à un niveau élevé dans beaucoup de pays européens.

Au second semestre, malgré une légère décélération du rythme de la croissance, l'inflation a lentement redémarré et, en mars 1989, elle atteignait en moyenne 4½%, contre un peu moins de 4% en décembre 1987. Le processus d'ajustement international s'est également ralenti, tandis que le chômage a continué de fléchir, même aux Etats-Unis, où il a été ramené à 5% en mars de cette année. Durant le même mois, la hausse des prix américains s'est accrue à 5%.

Il est vrai que la reprise actuelle s'accompagne d'une inflation bien moindre que lors de la phase d'expansion enregistrée au lendemain du premier choc pétrolier. Par ailleurs, l'on ne s'attend pas non plus à présent à un nouveau choc extérieur de grande ampleur. Cela étant, depuis 1982, l'inflation n'est pas revenue à ses niveaux de la fin des années cinquante et du début des années soixante, même si le taux observé durant ces trois dernières années est le plus faible depuis vingt ans. Actuellement, toutefois, des craintes de surchauffe de l'économie se manifestent à nouveau, spécialement en Amérique du Nord et au Royaume-Uni.

Cette évolution souligne aussi l'importance que revêt la réduction du déficit structurel du budget du gouvernement fédéral des Etats-Unis. Aucun nouveau progrès n'a été réalisé l'an dernier à cet égard et aucune amélioration n'est attendue pour l'exercice en cours. La reprise du processus d'ajustement international serait également facilitée par une action rapide

dans ce domaine. Dans la plupart des pays européens, des efforts accrus s'imposent, à l'évidence, sur le plan budgétaire si l'on veut réduire durablement le chômage.

Les pays en développement ont tiré profit de l'accélération de la croissance dans le monde industriel, l'an dernier. En moyenne, leur taux d'expansion est passé de 4% à un peu plus de 4½%. La progression a été particulièrement sensible dans les deux plus grands pays, la Chine et l'Inde. Les pays non producteurs de pétrole ont bénéficié, eux aussi, d'une certaine baisse des prix pétroliers et, dans de nombreux cas, du raffermissement des cours des matières premières non pétrolières. Tous les pays en développement n'ont toutefois pas participé à l'amélioration de la croissance. L'inflation s'est intensifiée surtout en Amérique latine, contribuant à un ralentissement marqué de la croissance, tandis que les résultats en matière de prix se sont également détériorés dans plusieurs pays d'Asie et d'Afrique.

Croissance de la production mondiale ¹									
Groupes de pays et régions	PIB de 1986		1977-82 moyenne	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	en milliards de dollars EU	en % du total							
Sept principaux pays	9.275	64,5	2,0	3,0	5,2	3,4	2,8	3,4	4,2
Autres pays industriels ²	1.543	10,7	1,7	1,4	3,6	3,1	2,5	3,0	3,3
Pays en développement	2.360	16,4	4,3	3,3	4,2	4,0	4,3	4,0	4,5
Principaux producteurs de pétrole ³	727	5,1	2,5	0,6	0,2	0,3	0,0	1,0	1,5
Autres pays en dévelop- pement	1.633	11,3	4,9	4,5	6,0	5,7	6,3	5,4	5,8
Afrique et Moyen-Orient	185	1,3	4,5	2,4	1,6	4,0	3,6	-0,3	2,2
Asie	962	6,7	6,2	8,0	7,8	6,7	6,9	7,7	9,2
dont: ENI ⁴	224	1,6	7,1	8,9	9,1	3,6	10,6	11,8	9,2
Amérique latine	486	3,3	4,0	-1,2	4,1	4,5	6,3	2,8	0,5
Europe de l'Est ⁵	1.214	8,4	3,0	3,4	3,2	3,2	3,8	2,2	3,8
Monde	14.392	100,0	2,4	3,0	4,7	3,4	3,0	3,4	4,1

¹ Pour les pays industriels, les moyennes des groupes sont calculées sur la base des pondérations du PIB et des 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 et des taux de change de 1986; comprend tous les pays dont le PIB de 1986 atteint au moins \$EU 0,1 milliard. ² Comprend les pays du tableau de la page 22, l'Islande et le Luxembourg. ³ Pays de l'OPEP, Mexique et Trinité-et-Tobago. ⁴ Economies nouvellement industrialisées: Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. ⁵ Produit matériel net converti à des taux de change non commerciaux.

Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales; OCDE, Comptes Nationaux; ONU, Annuaire; Banque mondiale, Atlas et Tableaux de la dette mondiale; données nationales.

Les pays industriels

Accélération
de la croissance
l'an dernier...

La production s'est accrue de plus de 4% l'an dernier dans les pays industriels, soit de près d'un point par rapport à 1987; de plus, ce résultat a été obtenu alors que le mouvement de reprise économique durait déjà depuis cinq ans. Compte non tenu des Etats-Unis, dont l'expansion particulièrement rapide de l'activité en 1984 avait fortement relevé la moyenne des pays industriels cette année-là, le rythme de croissance moyen de 4½% l'an dernier des autres pays industriels a été le plus élevé depuis 1976. Il faut,

en effet, remonter à la période d'avant le premier choc pétrolier pour trouver des taux plus favorables – qui se sont d'ailleurs avérés insoutenables par la suite.

Autre caractéristique des meilleurs résultats obtenus l'an dernier sur le plan de la croissance: ils ont été enregistrés par une multiplicité inhabituelle de pays. A des degrés divers, six des sept grands pays et de nombreux pays de plus petite dimension ont connu une accélération de l'activité. Ce qui est également remarquable, et encourageant, c'est l'ampleur de la contribution qu'a généralement apportée la formation brute de capital fixe des entreprises à l'essor de la demande, même dans des cas où la croissance globale s'est ralentie (voir page 13). A plus long terme, ce dynamisme des investissements devrait, en outre, stimuler le potentiel d'offre et, partant, améliorer les perspectives de croissance durable.

Il convient également d'examiner le raffermissement de l'activité à ce stade de la reprise dans le contexte de l'inflation. A fin décembre 1988, la hausse des prix à la consommation ne s'est que modérément accélérée par rapport à 1987, même si, avec 3³/₄%, elle dépasse d'un point entier le niveau de 1986; cette année-là, toutefois, la forte baisse des prix pétroliers avait considérablement tempéré l'inflation. En termes de déflateurs du PIB, qui reflètent de façon plus précise les tensions inflationnistes, la hausse des prix dans les pays industriels est demeurée pratiquement inchangée, en moyenne, sur l'ensemble de l'année écoulée. De plus, elle s'est inscrite légèrement en dessous du niveau de 1986, grâce en partie aux gains de productivité. Pour le Japon, l'Allemagne, la France et l'Italie, la comparaison avec 1986 est même plus favorable.

De prime abord, ces faits semblent être de bon augure pour l'avenir. Certes, les prix pétroliers ont légèrement baissé pendant la plus grande partie de l'année. Cela dit, après cinq ou six années d'expansion, le taux moyen d'inflation restait toujours inférieur à son niveau de 1983, première année de la reprise. Dans les pays autres que les Etats-Unis, il représentait moins d'un tiers de celui de 1976, dernière année en date où la croissance avait atteint le rythme de l'an passé. Dans l'ensemble des pays industriels, chacune des trois dernières années a été marquée par une inflation moyenne inférieure à ce qui a été observé depuis le milieu des années soixante.

S'il est utile de replacer l'évolution de l'an dernier dans la perspective qui vient d'être décrite, il convient également de noter – comme indiqué à la page 31 – que les tensions inflationnistes se sont bel et bien accentuées durant l'année écoulée et les premiers mois de 1989. Les taux d'utilisation des capacités de production ont atteint des niveaux élevés; comme le chômage a reculé, rapidement dans certains pays et à des niveaux très bas dans d'autres, le risque d'un redémarrage des pressions inflationnistes d'origine interne est devenu patent. C'est pourquoi la politique monétaire a été rapidement ajustée dans nombre de pays, en vue de prévenir toute recrudescence des anticipations inflationnistes.

Il convient de signaler, par ailleurs, une pause inquiétante dans le processus d'ajustement international parmi les trois plus grands pays au second semestre de l'an dernier et, apparemment, au premier trimestre de 1989

... sous
l'impulsion des
dépenses
d'investissement

En dépit du
faible niveau
d'inflation ...

... intensification,
au fil des mois,
des pressions
sur les prix

Arrêt du pro-
cessus d'ajuste-
ment en cours
d'année

Vigueur
inattendue de
l'activité...

(voir graphique page 64). Ainsi, si l'on fait abstraction de l'évolution assez irrégulière de la constitution de stocks, on constate aux Etats-Unis une progression de 3,3%, en rythme annuel, de la demande interne finale au second semestre, qui contraste avec une augmentation de 1,9% pendant la première partie de l'année. Le solde extérieur en volume, en hausse de 1½% du PNB pour les six premiers mois, n'a plus progressé par la suite. Au Japon, la croissance de la demande interne s'est ralentie au second semestre, tout en gardant une allure assez soutenue. La progression des exportations s'est toutefois accélérée pendant cette période. En Allemagne, l'expansion de la demande interne finale s'est modérée, à 1,3% l'an, de juillet à décembre, tandis que le solde extérieur en volume s'est orienté dans un sens plus positif que négatif, l'ajustement réalisé au premier semestre se trouvant ainsi en grande partie inversé. Le Royaume-Uni, enfin, a vu son solde extérieur devenir rapidement déficitaire au cours de l'année dernière.

En dépit de ces réserves, on se doit de reconnaître que les résultats économiques de l'an dernier sont, dans l'ensemble, nettement meilleurs que ne l'avaient prévu la quasi-totalité des observateurs, tant publics que privés. En fait, bien que la reprise de l'activité ait démarré en 1987 – même si elle n'a été reconnue que tardivement – l'accélération de la production est intervenue à un moment où l'on s'y attendait le moins. On redoutait généralement que l'effondrement des cours des actions en octobre 1987 ne débouchât sur une contraction brutale des dépenses du secteur privé, malgré l'intervention rapide des banques centrales. Parallèlement, on avait commencé à perdre quelque peu l'espoir de voir la forte baisse des prix pétroliers en 1986 exercer des effets qualitativement opposés à ceux qu'avaient entraînés les relèvements de 1973–74 et 1979–80.

L'ampleur de la sous-évaluation de l'activité l'an dernier peut être mesurée en comparant la croissance effective dans les sept principaux pays entre le premier semestre de 1986 et le premier semestre de 1988 aux prévisions antérieures. L'examen d'un vaste éventail de prévisions officielles et semi-officielles révèle une sous-estimation de quelque 2¾% du PIB en volume, tandis que le niveau des prix a été anticipé de manière raisonnablement précise. En d'autres termes, l'expansion plus rapide que prévu de la production n'a pas entraîné d'accélération inattendue de l'inflation. De plus, bien que le plein effet du plan de mesures de relance budgétaires japonais ne fût pas connu au milieu de 1987, les réajustements imprévus des politiques économiques ne semblent avoir joué qu'un rôle mineur. De même, les variations des stocks et du solde extérieur en volume n'ont exercé qu'une faible influence, la sous-estimation d'environ 3% de la demande finale étant proche de celle du PIB. En revanche, dans la demande finale globale, la formation brute de capital fixe des entreprises représente, à elle seule, près de la moitié de l'écart, son expansion dépassant le chiffre prévu de plus de 10 points (et de plus de 15 points dans certains pays, tels le Japon et le Canada).

On trouvera à la page 38 une analyse de l'essor exceptionnellement prononcé et généralisé de la formation brute de capital fixe des entreprises. On se contentera ici d'indiquer une cause essentielle du résultat global

Croissance de l'investissement productif du secteur privé						
Pays	1967-73 moyenne	1973-79 moyenne	1979-85 moyenne	1986	1987	1988
	variation en %					
Etats-Unis	4,4	3,5	2,6	- 4,5	2,8	9,5
Japon	13,2	1,0	7,0	5,9	7,9	15,9
Allemagne	6,5	1,9	1,0	4,4	4,4	7,2
France	7,3 ¹	-0,5	-0,3	3,3	4,4	8,0
Royaume-Uni	6,1	3,7	4,0	0,3	14,4	17,2
Italie ²	3,5 ¹	-0,2	1,5	2,8	9,8	6,6
Canada	3,9	6,8	2,9	3,2	8,8	17,8
Afrique du Sud	7,9	-0,3	3,7	-15,9	3,1	16,3
Australie ³	4,2	1,9	2,6	4,5	0,8	15,8
Autriche ⁴	7,2	1,2	0,0	3,6	1,8	4,9
Belgique	3,9	0,6	2,6	5,6	10,7	13,7
Danemark	3,5 ²	1,0 ²	3,5	17,6	-8,9	-5,8
Espagne ⁴	7,6	-1,1	-1,0	10,0	14,6	14,0
Finlande	7,0	-2,5	5,3	2,9	5,3	6,8
Grèce ⁴	12,4	-0,2	-3,0	- 5,7	-3,2	10,0
Irlande ⁴	10,4	5,6	-3,0	0,7	-1,1	0,2
Norvège	5,9	8,6	3,8	14,6	-3,2	-5,6
Nouvelle-Zélande ^{3,4}	3,1	-2,1	4,7	4,4	-6,3	4,5
Pays-Bas	4,1	1,7	0,5	12,5	2,0	6,8
Portugal ⁴	7,0	-0,4	-2,4	9,5	19,5	13,5
Suède	4,3	-0,7	3,5	0,5	5,4	4,7
Suisse ⁴	5,9	-2,9	3,9	8,5	7,6	5,8
Pays de la CE ⁵	6,0	1,0	1,2	4,3	7,4	9,2
Total ⁵	6,6	2,1	3,0	1,0	5,4	10,7

¹ 1970-73. ² Investissement productif total. ³ Exercices budgétaires se terminant au deuxième trimestre dans le cas de l'Australie, au premier trimestre dans celui de la Nouvelle-Zélande.
⁴ Investissement total. ⁵ Calcul effectué sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1986.

favorable de 1988. Une explication fondée sur cette composante de la dépense permet de comprendre le retard de la réponse à la baisse des prix pétroliers en 1986 et l'absence apparente de tout effet récessif de la crise boursière. En outre, bien que la stagnation prolongée des investissements dans de nombreux pays se soit traduite par des capacités excédentaires plus réduites que ne le donnaient à penser les extrapolations tendanciennes des taux de croissance potentielle, la coordination des politiques à l'échelle internationale a également pu jouer un rôle. Dans la mesure où, précédemment, les distorsions importantes des taux de change ont pu conduire les entrepreneurs à différer des projets d'investissement, la réaffirmation claire de l'engagement des autorités en faveur de taux plus réalistes a pu exercer l'effet inverse sur la confiance des milieux d'affaires, surtout après le rétablissement, par les politiques internes, de niveaux de rentabilité plus sains. Certes, les marchés financiers ont été sévèrement secoués en octobre 1987; mais la persistance d'une inflation modérée et la poursuite des efforts de coordination ont peut-être contribué à ramener les turbulences

... la nature du processus d'investissement étant peut-être à l'origine de cette surprise

Variation du PNB/PIB en volume ¹ et des composantes de la demande								
Pays	1977-82 moyenne	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988 T 4 ^{3, 4}
	variation en %							
Etats-Unis								
Consommation privée	1,7	4,7	4,8	4,7	4,3	2,7	2,8	3,7
Consommation publique	1,7	1,1	4,4	7,9	4,0	2,6	0,3	0,4
Formation brute de capital fixe	-0,8	8,2	16,8	5,3	0,0	2,0	6,1	4,6
Variation des stocks ⁵	-0,4	0,6	2,1	-1,5	0,2	0,5	0,2	-1,0
Exportations nettes ⁵	0,4	-1,5	-2,0	-0,6	-0,9	0,2	0,7	0,5
PNB	1,4	3,6	6,8	3,4	2,8	3,4	3,9	2,8
Japon								
Consommation privée	3,7	3,3	2,7	2,7	3,1	4,2	5,0	4,3
Consommation publique	3,8	3,0	2,8	1,7	6,2	-0,7	2,1	2,8
Formation brute de capital fixe	3,5	-0,2	4,8	5,7	6,0	10,1	13,5	10,6
Variation des stocks ⁵	0,0	-0,4	0,4	0,4	-0,1	-0,4	0,2	-0,2
Exportations nettes ⁵	0,7	1,5	1,3	1,1	-1,4	-0,6	-1,9	-1,3
PNB	4,3	3,3	5,1	4,9	2,5	4,4	5,8	4,7
Allemagne								
Consommation privée	1,3	1,7	1,5	1,4	3,4	3,6	2,5	1,1
Consommation publique	2,1	0,2	2,5	2,1	2,5	1,5	1,8	1,3
Formation brute de capital fixe	0,8	3,2	0,8	0,1	3,2	2,5	5,8	3,8
Variation des stocks ⁵	-0,3	0,5	0,5	-0,4	0,3	0,1	0,4	1,1
Exportations nettes ⁵	0,5	-0,3	1,3	1,2	-1,1	-1,2	0,1	-0,1
PNB	1,5	1,9	3,3	1,9	2,3	1,8	3,4	2,6
Pour mémoire:								
Demande interne								
Etats-Unis	1,0	5,1	8,7	3,8	3,7	3,0	3,0	2,2
Japon	3,6	1,8	3,8	3,9	4,1	5,1	7,8	6,1
Allemagne	1,1	2,3	2,0	0,8	3,6	3,1	3,5	2,9

Voir notes du tableau de la page 19.

financières au rang d'événements par trop à court terme pour pouvoir affecter de façon significative les projets de dépenses en capital en cours.

Les trois principales économies

Avec un accroissement de près de 4% du PNB l'an dernier, les *Etats-Unis* ont connu leur sixième année consécutive de croissance dans le présent cycle conjoncturel. Malgré les effets de la sécheresse, qui se sont traduits, selon les estimations, par une réduction de la production agricole d'un montant équivalent à 0,4% du PNB, ce résultat constitue déjà une accélération par rapport à l'année précédente. D'un quatrième trimestre à l'autre, la croissance est revenue à 2³/₄%, mais ce ralentissement s'explique largement par des mouvements erratiques des stocks liés à la sécheresse. En termes de demande interne finale en volume (donc hors variation des stocks), la croissance s'est inscrite à 3¹/₄% entre les quatrièmes trimestres de 1987 et 1988, soit une légère accélération par rapport au chiffre enregistré une

Vigueur persis-
tante de la
demande interne
finale aux
Etats-Unis ...

année auparavant. La consommation privée s'est développée de 3³/₄% durant la même période, la légère remontée du taux d'épargne ayant tourné court.

Il n'est donc pas surprenant que, comme le montre le graphique de la page 64 du Chapitre III, l'amélioration du solde extérieur réel, observée avec satisfaction depuis le milieu de 1986, ait marqué le pas au second semestre de 1988. Le rythme d'accroissement des exportations en volume s'est ralenti au second semestre, en partie seulement à cause de la sécheresse, et la progression des importations s'est accélérée.

Avec la persistance de la vigueur de la demande au cours des premiers mois de 1989 et l'apparition de signes de tensions inflationnistes, une question se pose de façon de plus en plus pressante: le recours à la politique monétaire permettra-t-il d'obtenir le degré de modération requis? Il est vrai que le déficit budgétaire de l'Etat fédéral a légèrement fléchi en pourcentage du PNB durant l'exercice financier 1988; sur la base de l'année civile, le ratio du déficit des administrations publiques a même régressé dans de plus fortes proportions (voir page 18).

Il n'en demeure pas moins qu'une grande partie, sinon la totalité, des progrès enregistrés sont probablement liés au dynamisme de l'activité, de sorte que la réduction du déficit structurel ne s'est pas poursuivie. La nouvelle Administration estime, en outre, qu'aucune amélioration supplémentaire ne sera possible durant l'exercice en cours. En l'absence d'autres mesures, on s'attend officiellement que le solde d'exécution du déficit fédéral dépasse de quelque \$24 milliards l'objectif fixé initialement dans la loi Gramm-Rudman pour l'exercice 1989. Ce fait souligne l'une des faiblesses des procédures Gramm-Rudman, à savoir que les objectifs concernent uniquement les déficits prévus et non les résultats effectifs. Le dépassement pour l'exercice en cours tient pour une bonne part aux mesures prises par la nouvelle Administration pour s'attaquer aux problèmes des caisses d'épargne et de crédit. Cependant, aucune disposition de la législation Gramm-Rudman n'impose de modifier, à titre de compensation, les autres postes du budget en cours d'exercice en vue de réaliser l'objectif initial.

Selon l'Office du Budget du Congrès, les hypothèses économiques qui sous-tendent les projections de l'Administration conduisent à une évaluation par trop optimiste de l'ampleur des compressions budgétaires auxquelles il faudra procéder à l'avenir. En conséquence, si la question la plus urgente au début de 1989 était de savoir si un accord pourrait être réalisé entre l'Administration et le Congrès sur le budget de 1990 ou s'il conviendrait d'autoriser le recours aux procédures de réduction automatique des dépenses, il en est une autre qu'on est également amené à se poser: de nouvelles compressions budgétaires sont-elles nécessaires? Le Président est peu enclin à remettre en cause les réformes fiscales de l'Administration précédente par un alourdissement de l'impôt sur le revenu. Les réductions supplémentaires des dépenses qui s'imposent de ce fait continueront de poser un grave problème politique, à moins que le gouvernement n'en vienne à considérer, par exemple, que la situation politique internationale autorise à présent des compressions de dépenses militaires sans que la sécurité soit

... conduisant à un ralentissement du processus d'ajustement ...

... et à des tensions inflationnistes

Modicité des progrès réalisés dans l'ajustement structurel du budget fédéral aux Etats-Unis ...

... d'où la nécessité croissante d'une action plus convaincante

mise en péril. En l'absence de mesures complémentaires, on risque d'assister à une progression des taux d'intérêt – et, partant, à un alourdissement du coût du service de la dette – et/ou à un ralentissement cyclique de l'activité du secteur privé débouchant automatiquement sur une nouvelle aggravation du déficit et, par conséquent, sur une détérioration du ratio endettement public/PNB.

Vif essor de la
demande interne
au Japon...

Le taux de croissance de l'économie du Japon s'est fortement accru l'an dernier, pour s'établir à 5³/₄%. Certes, cette progression est certainement due en partie aux mesures budgétaires de relance adoptées en 1987, mais l'économie semble également avoir bénéficié d'un changement spontané de comportement du secteur privé, axé sur l'essor de l'investissement des entreprises. Les plus-values fiscales ont été telles que l'excédent budgétaire a encore augmenté, en dépit des mesures de relance prises l'année précédente (voir page 18). L'augmentation de la demande interne a été très vigoureuse, surtout au premier semestre de 1988, avec une expansion de plus de 8¹/₂% en rythme annuel par rapport au semestre précédent. Un certain ralentissement des dépenses au dernier trimestre peut se révéler en partie temporaire, en raison de l'engourdissement qui semble avoir touché le pays à l'occasion de la maladie et du décès de l'Empereur.

... ayant conduit
à un nouvel
ajustement exté-
rieur au début
de l'année

Le dynamisme de la demande interne au Japon est, sans nul doute, partiellement responsable de l'accélération de l'ajustement du solde extérieur en volume au premier semestre. Cependant, comme on l'examine plus en détail dans le chapitre suivant, les variations des termes de l'échange ont servi à compenser en grande partie l'effet potentiel de cette évolution sur le solde nominal de la balance des paiements courants, et, plus récemment, des préoccupations se sont fait jour au sujet d'une éventuelle interruption du processus d'ajustement. On s'est également inquiété dans une certaine mesure de la montée des tensions inflationnistes, même si les prix à la consommation sont restés stables en moyenne en 1988. L'inflation pourrait toutefois s'accélérer légèrement cette année, du fait de l'instauration de la TVA dans le cadre du programme de réforme fiscale.

Aucun progrès
en matière
d'ajustement
en Allemagne...

En Allemagne, l'arrêt du processus d'ajustement international ressortait des chiffres sur le volume d'exportations nettes dès le premier semestre, en dépit d'une expansion plus rapide de la demande interne et des importations. Après avoir diminué d'environ 1% du PNB en 1986 et en 1987, le solde extérieur en volume n'a reculé que très faiblement l'an dernier. La fermeté de la demande internationale de biens d'équipement a certainement été un facteur du gonflement des exportations allemandes. Les dépenses de consommation des ménages ont été stimulées au début de l'année par une réduction supplémentaire des impôts, mais l'investissement, tant public que privé, a constitué l'élément le plus dynamique de la demande (voir tableau page 15). Du fait de cette dernière évolution, la demande intérieure globale s'est accrue de 3¹/₂%, soit, comme dans d'autres pays, à un rythme plus rapide que prévu. Grâce à un hiver clément qui a stimulé la production au cours des premiers mois de l'année, l'activité a également augmenté de 3¹/₂% sur l'ensemble de 1988 et le chômage s'est inscrit en légère baisse, mouvement qui s'est accentué au début de 1989. Sur cette toile de fond,

Soldes budgétaires des administrations publiques ¹							
Pays	1973	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ²
	en % du PNB/PIB						
Etats-Unis	0,6	- 3,8	- 2,8	- 3,3	- 3,4	- 2,3	- 1,8
Japon ³	0,5	- 3,7	- 2,1	- 0,8	- 0,9	0,6	1,3
	-2,7	- 6,8	- 5,8	- 4,2	- 4,2	- 1,4	0,3
Allemagne	1,2	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,3	- 1,8	- 2,0
France	0,9	- 3,1	- 2,8	- 2,8	- 2,9	- 2,3	- 2,0
Royaume-Uni	-2,6	- 3,3	- 3,9	- 2,7	- 2,3	- 1,5	0,5
Italie	-7,0	-10,7	-11,5	-12,5	-11,4	-10,5	-10,2
Canada	0,9	- 6,9	- 6,5	- 7,0	- 5,4	- 4,6	- 3,1
Afrique du Sud ⁸	-1,1	- 4,7	- 4,3	- 3,5	- 4,9	- 6,0	- 5,4
Australie	1,8	- 4,0	- 3,1	- 2,8	- 2,2	- 0,8	0,9
Autriche	1,3	- 4,0	- 2,6	- 2,5	- 3,7	- 4,1	- 2,7
Belgique	-5,5	-11,9	- 9,7	- 9,1	- 9,2	- 7,4	- 7,1
Danemark	5,3	- 7,2	- 4,1	- 2,1	3,4	2,1	0,6
Espagne	1,1	- 4,8	- 5,5	- 7,0	- 6,1	- 3,6	- 3,2
Finlande	5,8	- 1,7	0,4	0,1	0,8	- 0,8	1,0
Grèce	n.d.	- 8,1	- 9,9	-13,5	-10,6	-10,2	-13,9
Irlande ⁴	-3,8	-12,9	-12,3	-13,0	-13,0	-10,1	- 3,3
Israël ^{5, 6}	n.d.	- 3,4	-10,4	- 2,9	2,5	- 1,2	n.d.
Norvège	5,8	4,2	7,5	10,4	5,7	4,2	3,1
Nouvelle-Zélande ^{5, 8}	-2,5	- 7,1	- 9,4	- 7,5	- 4,3	- 3,8	0,8
Pays-Bas ⁷	1,9	- 6,6	- 5,7	- 4,3	- 4,9	- 4,6	- 4,3
Portugal	1,4	- 8,5	-10,9	-11,1	- 8,5	- 7,5	- 7,2
Suède	4,1	- 5,0	- 2,6	- 3,8	- 0,7	4,0	3,1
Suisse ⁷	-1,1	- 0,9	- 0,3	- 0,1	1,1	0,7	0,7
Turquie	-1,8	- 2,6	- 5,3	- 2,8	- 3,6	- 4,0	- 3,4

¹ Y compris le secteur de la sécurité sociale, mais à l'exclusion des opérations en capital de nature financière. ² Chiffres en partie estimés. ³ Les chiffres en italique incluent les industries nationalisées (sur la base des opérations financières). ⁴ Besoin de financement du Trésor. ⁵ Exercices financiers. ⁶ Budget interne de l'Etat. ⁷ A l'exclusion du secteur de la sécurité sociale. ⁸ Administration centrale seulement.

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

l'inflation a redémarré doucement l'an dernier et a atteint 3% en avril 1989, par suite de hausses d'impôts indirects.

Au second semestre de 1988, l'expansion de la demande, et plus spécialement de la consommation des particuliers, s'est ralentie. Les stocks ont été renforcés, et, cette année, comme on vient de le noter, un certain nombre de mesures de consolidation budgétaire seront appliquées avant la mise en place, en 1990, des réductions d'impôts au titre de la dernière phase de la réforme fiscale.

Autres grands pays industriels

L'économie *française* a tiré profit, l'an dernier, du dynamisme généralisé des dépenses d'investissement et de la nette accélération de la croissance des exportations induite par le raffermissement de la conjoncture dans la plupart des pays. La production globale s'est accrue de 3½%, taux le plus élevé depuis 1978. Le chômage a reculé au début de l'année; bien qu'il demeure

... malgré la légère accélération de la croissance de la demande interne

Accroissement des dépenses d'investissement et du rythme d'expansion des exportations en France

Variation du PNB/PIB en volume ¹ et des composantes de la demande (suite)								
Pays	1977-82 moyenne ²	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988 T 4 ^{3,4}
	variation en %							
France								
Consommation privée	2,7	0,9	1,1	2,3	3,7	2,7	2,7	2,4
Consommation publique	3,5	2,1	1,1	2,3	1,7	3,0	2,3	2,1
Formation brute de capital fixe	0,9	-3,6	-2,6	2,8	3,3	3,7	7,0	5,8
Variation des stocks ⁵	-0,1	-0,9	0,0	-0,2	1,0	0,1	0,1	1,2
Exportations nettes ⁵	0,1	1,4	1,0	-0,6	-1,8	-1,1	-0,3	-1,2
Demande interne	2,3	-0,7	0,4	2,2	4,2	3,0	3,6	4,2
PIB	2,4	0,7	1,3	1,7	2,3	1,9	3,4	3,0
Royaume-Uni ⁶								
Consommation privée	2,1	4,5	1,8	3,7	5,7	5,4	6,5	5,8
Consommation publique	1,4	2,0	0,8	0,1	2,0	1,1	0,5	0,2
Formation brute de capital fixe	-0,7	5,0	8,6	3,8	1,7	8,3	11,8	8,5
Variation des stocks ⁵	-0,3	0,8	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3	1,9
Exportations nettes ⁵	-0,3	-1,0	-0,8	0,9	-0,7	-0,5	-3,9	-4,4
Demande interne	1,2	4,8	2,6	2,7	4,2	5,1	6,5	7,2
PIB	0,9	3,9	1,8	3,7	3,5	4,5	2,6	2,8
Italie								
Consommation privée	2,7	0,7	2,4	3,0	3,5	4,3	3,8	4,3
Consommation publique	2,4	2,9	2,6	3,5	3,1	3,4	3,0	3,5
Formation brute de capital fixe	2,0	-0,1	5,3	2,5	1,4	6,7	4,9	3,4
Variation des stocks ⁵	-0,1	-0,6	0,9	0,2	0,2	0,2	0,5	n.d.
Exportations nettes ⁵	-0,1	0,8	-0,8	-0,3	-0,4	-1,7	-0,6	-0,2
Demande interne	2,4	0,2	4,0	3,1	3,2	4,6	4,3	4,8
PIB	2,2	1,1	3,2	2,9	2,9	3,0	3,9	4,5
Canada								
Consommation privée	1,6	3,4	4,6	5,4	4,3	4,7	4,3	4,0
Consommation publique	2,0	1,4	1,2	2,7	1,2	1,6	2,8	2,7
Formation brute de capital fixe	3,1	-0,7	2,1	8,2	5,0	9,6	12,5	9,4
Variation des stocks ⁵	-0,8	1,9	1,8	-0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,7
Exportations nettes ⁵	0,5	-0,3	0,9	-0,3	-0,7	-0,6	-1,1	-1,4
Demande interne	1,4	4,1	5,3	5,1	3,9	4,7	5,5	4,3
PIB	2,0	3,2	6,3	4,6	3,2	4,0	4,5	3,4
Sept principaux pays ⁷								
Consommation privée	2,2	3,6	3,6	3,8	4,0	3,4	3,6	3,7
Consommation publique	2,2	1,5	3,2	5,3	3,6	2,0	1,2	1,2
Formation brute de capital fixe	1,0	3,2	8,6	4,7	2,4	5,5	9,1	6,9
Variation des stocks ⁵	-0,3	0,3	1,3	-0,8	0,2	0,2	0,2	-0,2
Exportations nettes ⁵	0,3	-0,4	-0,6	0,0	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5
Demande interne	1,7	3,4	5,8	3,4	3,8	3,8	4,5	3,8
PIB	2,0	3,0	5,2	3,4	2,8	3,4	4,2	3,4

¹ PNB pour les pays (Etats-Unis, Japon et Allemagne) qui incluent les paiements à l'étranger et les revenus d'origine externe des facteurs dans les postes importations et exportations. ² Pour l'Italie, moyenne 1977-82 sur la base des comptes nationaux aux prix de 1970. ³ Chiffres provisoires. ⁴ Du quatrième trimestre de 1987 au quatrième trimestre de 1988. ⁵ Variation en % du PNB/PIB de l'année précédente. ⁶ Les chiffres sont calculés sur la base des dépenses. Le chiffre moyen du PIB s'est accru de 4½% en 1988. ⁷ Pondérations des dépenses et taux de change de l'année précédente.

élevé et n'ait pas continué à fléchir, le nombre de sans-emploi a diminué en 1988 pour la première fois depuis quinze ans et le rythme de baisse n'a jamais été aussi prononcé depuis 1969. Dans le même temps, l'inflation ne s'est que légèrement accélérée en cours d'année. En effet, sur l'ensemble de 1988, la hausse des prix à la consommation a été plus faible que l'année précédente; en mars 1989, cependant, le taux sur douze mois est remonté à 3,4%. On a également assisté à une certaine aggravation du déficit de la balance des paiements courants, avec un doublement du solde entre les quatrièmes trimestres de 1987 et de 1988.

Cette détérioration est toutefois minime comparée à celle qui est intervenue au *Royaume-Uni* où, après s'être vigoureusement développée en 1986 et 1987, la demande interne a continué de s'accélérer l'an dernier, pour atteindre 6½%, ce qui constitue le taux de croissance le plus élevé depuis 1973. L'accélération est également expliquée par les dépenses d'investissement du secteur privé, qu'il s'agisse des logements ou des investissements productifs. Cependant, la vigueur généralisée de la demande globale a été fortement stimulée par le comportement inattendu et sans précédent des ménages. Depuis un certain temps déjà, la consommation privée s'inscrivait en forte hausse, tandis que le taux d'épargne était brutalement tombé en dessous du maximum du début de la décennie (voir graphique ci-contre). L'an dernier, ce mouvement de baisse s'est pourtant poursuivi, le taux d'épargne s'infléchissant jusqu'à 2,9% au troisième trimestre. En contrepartie, le volume des prêts à la consommation est demeuré élevé, dans le contexte de la déréglementation des marchés du crédit et d'une vive progression du patrimoine des ménages, sous la forme en particulier d'une augmentation des prix des logements. Cette hausse a, en effet, servi à garantir – souvent de façon implicite – une grande partie des prêts à la consommation.

Le cas du *Royaume-Uni* est également intéressant à d'autres égards. Tout d'abord, comme on pouvait s'y attendre, la vigueur de la demande a donné naissance à des signes manifestes de surchauffe. Une partie seulement de ces pressions s'est répercutée, jusqu'à présent, sur les prix; le reste a revêtu la forme d'une forte détérioration de la balance des opérations courantes. Le chômage a continué de fléchir rapidement. Une des conséquences majeures du gonflement de la dépense privée est d'avoir contribué à l'apparition d'excédents des finances publiques. C'est ainsi que le besoin de financement du secteur public (qui incluait des ventes d'actifs pour un montant d'environ £7 milliards) a fait place à une capacité de remboursement de plus de £14 milliards, soit 3% du PIB durant l'exercice 1988–89. Cet état florissant des finances du secteur public soulève une question intéressante: les importations peuvent-elles continuer, et pour combien de temps, à servir de soupape de sécurité à l'excédent de la demande interne? Le gouvernement a prévu un solde positif du secteur public de même ampleur pour le présent exercice, au cours duquel, cependant, le relèvement brutal des taux d'intérêt opéré en 1988 devrait, en principe, provoquer l'indispensable modération de la demande.

La croissance s'est également accélérée en *Italie* l'an dernier, même si le contraste avec le *Royaume-Uni* dans le domaine des finances publiques

Accélération
exceptionnelle-
ment rapide
de la demande
interne au
Royaume-Uni ...

... conduisant
à la surchauffe ...

... et à une forte
détérioration
de la balance
des paiements

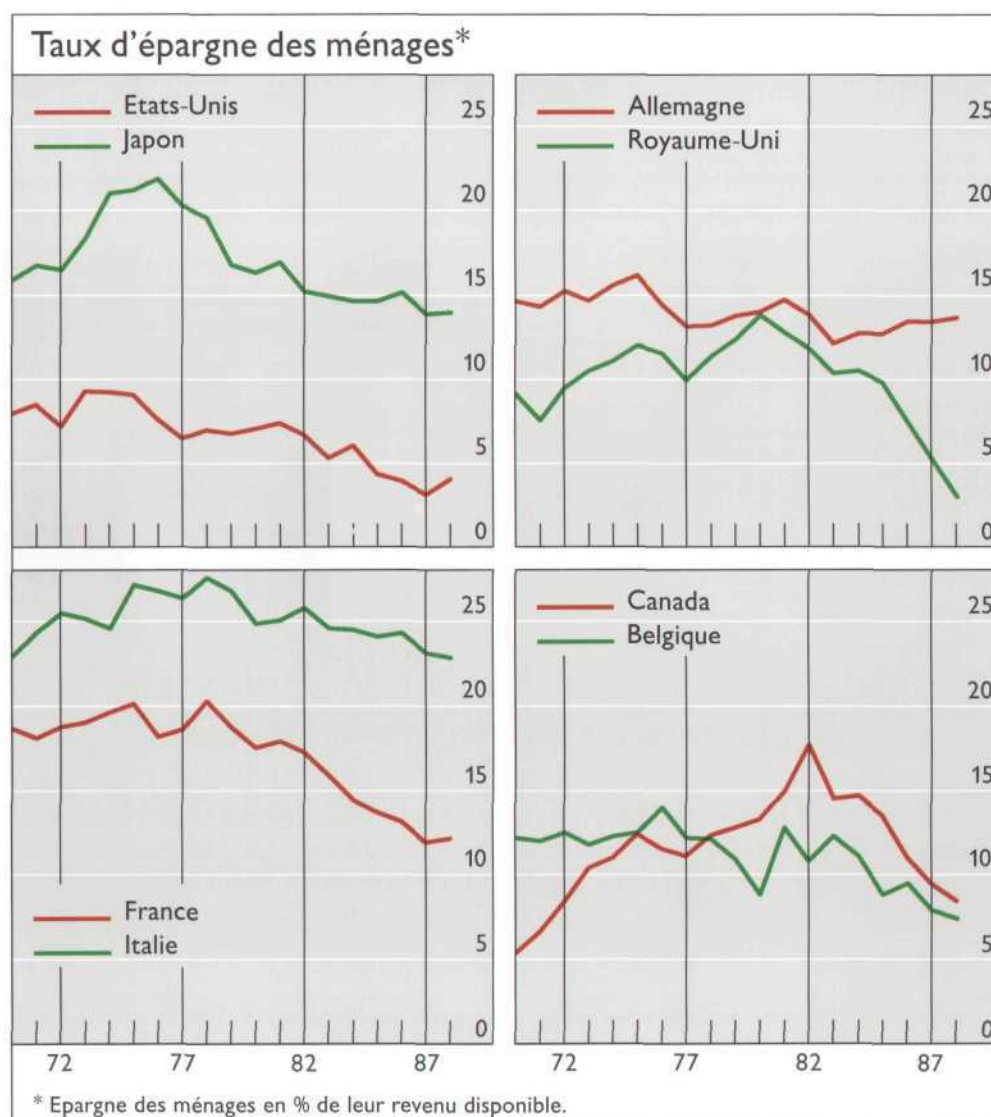
Accélération
de la croissance
en *Italie* ...

... mais persistance d'un déficit budgétaire excessif

Au Canada, accélération de l'expansion de la demande, induite également par les exportations et l'investissement

peut difficilement être plus marqué. Comme dans les autres pays, l'investissement des entreprises a été très soutenu, à cette différence près qu'en Italie ce dynamisme se poursuit pour la deuxième année consécutive. La demande interne globale s'est accrue de 4 1/4%, chiffre légèrement inférieur, en fait, à celui de 1987. Le ralentissement des exportations nettes en volume a toutefois été beaucoup moins prononcé que l'an dernier, de sorte que le PIB a progressé de quelque 4%, contre 3% environ en 1987. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 5% en moyenne l'an passé et de 6,7% en avril 1989, du fait en partie du relèvement de la TVA. Des pressions salariales dans le secteur public ont contribué à aggraver le problème du déficit de ce secteur. En léger recul en 1988, le ratio d'endettement des administrations publiques s'est néanmoins établi à 10% du PNB; toutefois, suite aux hausses actuelles des taux d'intérêt, il n'est pas surprenant que le ratio endettement public/PNB continue à progresser fortement.

Au Canada, tout comme au Royaume-Uni, les dépenses de consommation sont stimulées depuis quelques années par le recul du taux d'épargne (voir graphique ci-dessous), à un rythme légèrement différent il est vrai. Des signes de ralentissement de ce tassement de l'épargne sont toutefois



apparus l'an dernier, et la progression des dépenses de consommation est tombée à 4,3%, contre 4,7% en 1987. Cependant, comme l'investissement productif du secteur privé a enregistré une hausse de près de 18%, la demande interne globale s'est de nouveau accrue de plus de 5%. Les exportations ont également connu une vive accélération, mais le boom des investissements s'est rapidement traduit par un gonflement des importations de biens d'équipement, d'où un accroissement de près de 4½% de la production, en hausse modérée par rapport à 1987. Avec le recul persistant du chômage, des tensions inflationnistes ont commencé à se manifester au cours de l'année. La poursuite de la croissance a contribué à ramener le déficit des administrations publiques de 4,6% à 3,1% du PNB; compte tenu de la faible marge de capacités de production inutilisées, ce chiffre n'est pas encore suffisamment bas pour garantir la bonne santé à moyen terme des finances publiques.

Les pays industriels de plus petite dimension

Les pays industriels plus petits ont eu tendance à bénéficier du dynamisme généralisé du commerce et de la demande dans le monde l'an dernier. Comme il ressort clairement du tableau de la page 14, nombre d'entre eux enregistrent déjà, ou sont sur le point de connaître, une reprise de l'investissement des entreprises, avec quelques exceptions cependant. En conséquence, le taux de croissance moyen du groupe pris dans son ensemble n'a

Nombre de pays industriels de plus petite dimension ont tiré profit de l'essor du commerce mondial

Variation du PIB en volume dans les autres pays industriels								
Pays	PIB de 1986 en milliards de dollars EU	1977-82 moyenne	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ¹
variation en %								
Afrique du Sud	61,6	3,1	-2,1	5,1	-1,2	0,6	2,0	3,0
Australie	164,6	2,4	0,2	6,9	5,2	2,1	4,5	3,8
Autriche	93,2	1,8	2,2	1,3	2,6	1,4	1,5	4,2
Belgique	111,5	1,5	0,2	2,2	0,9	2,1	2,1	4,1
Danemark	82,5	1,3	2,5	4,4	4,2	3,1	-0,7	-0,2
Espagne	228,1	0,7	1,8	1,8	2,3	3,3	5,5	5,0
Finlande	71,1	4,0	3,0	3,3	3,5	2,3	3,8	4,8
Grèce	39,6	2,5	0,4	2,7	3,0	1,3	-0,5	3,5
Irlande	24,9	3,8	-0,2	4,2	1,6	-0,4	4,1	2,5
Israël	29,4	3,2	2,6	2,4	3,6	3,3	5,2	1,6
Norvège	69,6	3,0	4,6	5,7	5,3	4,2	3,4	2,8
Nouvelle-Zélande	27,6	1,3	6,1	2,7	2,8	0,7	0,3	-0,3
Pays-Bas	175,5	0,7	1,4	3,2	2,6	2,1	1,5	3,0
Portugal	29,4	3,6	-0,3	-1,6	3,3	4,3	4,6	4,3
Suède	130,8	1,5	2,4	3,9	2,1	1,1	2,4	2,1
Suisse	135,3	1,5	0,7	1,8	4,1	2,8	2,3	3,0
Turquie	58,3	1,4	3,3	5,9	5,1	8,1	7,4	3,4
Moyenne ²		1,7	1,4	3,6	3,1	2,5	3,0	3,3

¹ Chiffres provisoires. ² Calcul effectué sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de l'année précédente.

Sources: OCDE, Comptes Nationaux; FMI, Statistiques financières internationales; données nationales.

pas progressé dans les mêmes proportions que dans les grands pays: à 3 1/3%, il se situe presque un point plus bas.

Ce résultat est surtout dû au fait que plusieurs de ces pays étaient engagés dans des politiques d'ajustement, destinées à contenir les tensions inflationnistes et/ou à redresser les comptes extérieurs. Ainsi, au Danemark et en Nouvelle-Zélande, la politique budgétaire a été durcie ces dernières années. L'effort d'assainissement s'est également poursuivi en Irlande, où l'une des préoccupations majeures des autorités a été le caractère insoutenable à moyen terme de l'évolution tendancielle des déficits des finances publiques. La nécessité d'enrayer la poussée inflationniste a également influencé la politique en Norvège, et ce même besoin s'est fait sentir de manière pressante en Israël et en Turquie l'année dernière. En Australie, en revanche, en dépit de l'orientation restrictive imprimée à la politique monétaire et budgétaire l'an passé, la demande interne, y compris l'investissement, a été très dynamique. L'expansion légèrement plus modérée de la production a été due au ralentissement brutal et exceptionnel du rythme d'accroissement des exportations et à la montée en flèche des importations. Au Portugal et en Espagne, enfin, les taux de croissance, bien qu'en recul, se sont maintenus à un niveau relativement élevé, du fait de la poursuite de l'effort d'investissement engagé à la suite de leur adhésion à la Communauté européenne.

Examen de la reprise actuelle dans une perspective historique

Durée record
de la reprise
depuis la fin
de la guerre ...

L'actuelle reprise de la croissance économique dans le monde industriel, qui a démarré aux Etats-Unis en 1982, est entrée dans sa septième année. Il s'agit là d'un record absolu de durée pour la période de l'après-guerre. Cela coïncide, en outre, avec un changement fondamental du climat intellectuel parmi les responsables de l'élaboration des politiques économiques. La plupart des pays ont mis l'accent sur des politiques macro-économiques de stabilité et de réduction de l'inflation, sur un arrêt, puis une inversion, de la détérioration des finances du secteur public et, enfin, sur des mesures d'ajustement structurel au niveau micro-économique pour améliorer le fonctionnement des mécanismes du marché. C'était le seul moyen, estimait-on, de placer les économies sur une trajectoire de croissance non inflationniste à long terme et de réduire durablement le chômage. Bref, il fallait en finir avec les politiques antérieures d'alternance de coups de frein et d'accélérateur.

... mais appari-
tion de signes
inquiétants
de tensions
inflationnistes

Dans ces conditions, la progression de l'inflation au second semestre de l'an dernier et durant la première partie de 1989 pose à l'évidence la question cruciale suivante: cette stratégie a-t-elle échoué? Ou, en termes moins abrupts, conviendrait-il de faire preuve de plus de vigilance au niveau macro-économique et/ou de poursuivre et d'intensifier les efforts d'ajustement structurel pour assurer une croissance régulière et continue?

Il n'est, bien sûr, pas possible, à ce stade, de répondre avec précision à ces questions. La suite de ce chapitre s'efforce plutôt de fournir au moins quelques éléments chiffrés à partir desquels on peut essayer de se faire une opinion. Cette analyse commence par un examen des données statistiques globales de la reprise en les replaçant dans une perspective historique. Elle

étudie ensuite plus à fond trois domaines particuliers. Le premier, et sans doute le plus important, concerne l'inflation non pas seulement en soi, mais aussi en liaison avec le chômage qui l'accompagne toujours dans de nombreux pays d'Europe. Le deuxième porte sur l'évolution de l'épargne, à la fois du point de vue de son incidence sur la demande de consommation durant la reprise et dans une perspective à plus long terme. Enfin, à partir des indications fournies par cette analyse de l'épargne, elle étudie l'investissement qui, pour satisfaisant que puisse être son redémarrage de l'an dernier, n'a pas encore pleinement répondu aux besoins d'une croissance soutenue à moyen terme.

Analyse de trois domaines dans une perspective historique

Les données statistiques globales

Les graphiques qui suivent présentent des indicateurs moyens pour les pays du Groupe des Sept et retracent, pour chacun d'entre eux, l'évolution depuis 1982 par rapport à la valeur moyenne de l'indicateur correspondant durant le cycle d'expansion de 1975–81. Comme il s'agit de moyennes, les indicateurs tendent évidemment à masquer les divergences entre pays. C'est ainsi que la vigueur initiale de la reprise n'a pas été uniforme: elle a essentiellement concerné l'Amérique du Nord et, dans une moindre mesure, le Japon. De même, la baisse du chômage ne s'est généralisée que très tardivement et, même dans ce cas, le recul a été fort modeste dans des pays comme l'Allemagne et la France.

Avec un peu moins de 4% par an, le taux de croissance moyen de la production enregistré depuis le creux de 1982 est légèrement supérieur à celui de la période 1975–81. Mais il se situe plus d'un point en dessous du niveau observé entre 1960 et 1968. Ce fait a peut-être concouru à prolonger la reprise.

En termes de déflateurs du PIB, qui reflètent de manière plus précise les tensions inflationnistes purement internes que les prix à la consommation, le ralentissement progressif de la hausse des prix entre 1982 et 1987 est à la fois inhabituel et encourageant, en dépit – ou peut-être en raison – de l'absence ou presque de progrès en matière d'amélioration de la productivité du travail. La décélération de l'inflation interne a été nettement plus progressive après le premier choc pétrolier et elle s'est arrêtée au bout de trois ans, juste avant le déclenchement de la seconde crise pétrolière. Le niveau moyen de l'inflation en 1976–78 – environ 7½% – est donc notablement plus élevé qu'en 1983–86. Il est toutefois surprenant de constater que, même à son plus bas niveau, l'inflation interne a été inférieure à la moyenne de 1960–68 uniquement en 1987 et 1988.

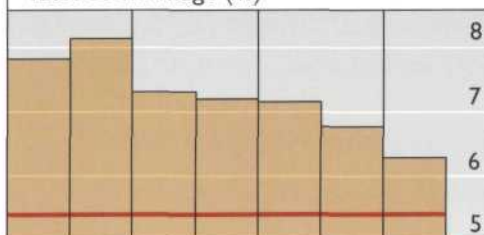
En outre, comme le précise l'analyse qui suit, la toute récente situation en matière d'inflation est moins encourageante, et le chômage s'est maintenu à des niveaux historiquement élevés, surtout dans une grande partie de l'Europe. Pour l'ensemble des sept pays, le taux de 6¼% représente encore plus du double de celui des années soixante. Il importe donc de savoir si de nouveaux progrès peuvent être réalisés dans ce domaine et s'il est possible de préserver, en matière d'inflation, au moins les acquis de ces trois dernières années de la reprise.

La reprise des années quatre-vingt: sélection d'indicateurs—I

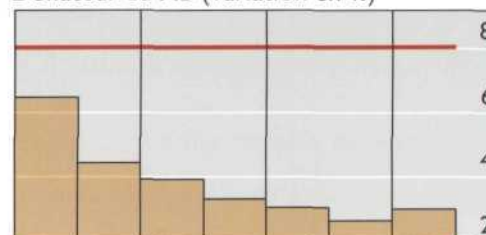
Moyennes pondérées de données annuelles pour les pays du Groupe des Sept

■ Evolution depuis 1982
— Niveaux moyens 1975–81

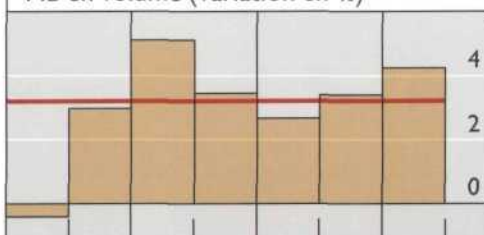
Taux de chômage (%)



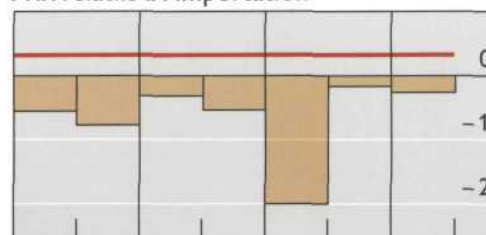
Déflateur du PIB (variation en %)



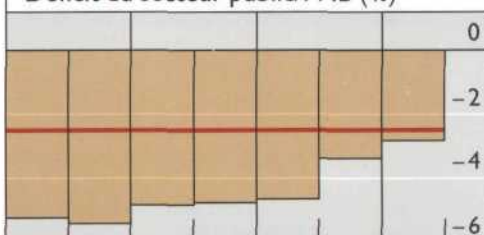
PIB en volume (variation en %)



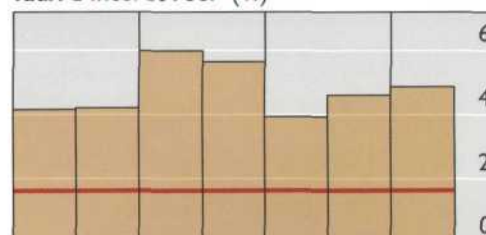
Prix relatifs à l'importation¹



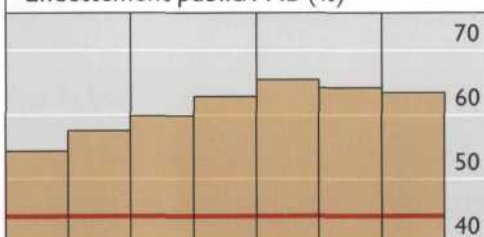
Déficit du secteur public/PNB (%)



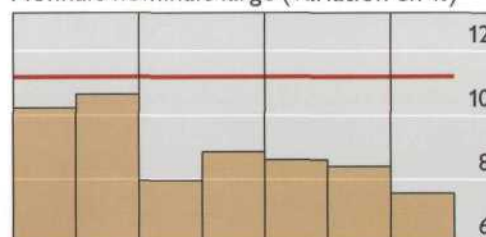
Taux d'intérêt réel² (%)



Endettement public/PNB (%)



Monnaie nominale large (variation en %)

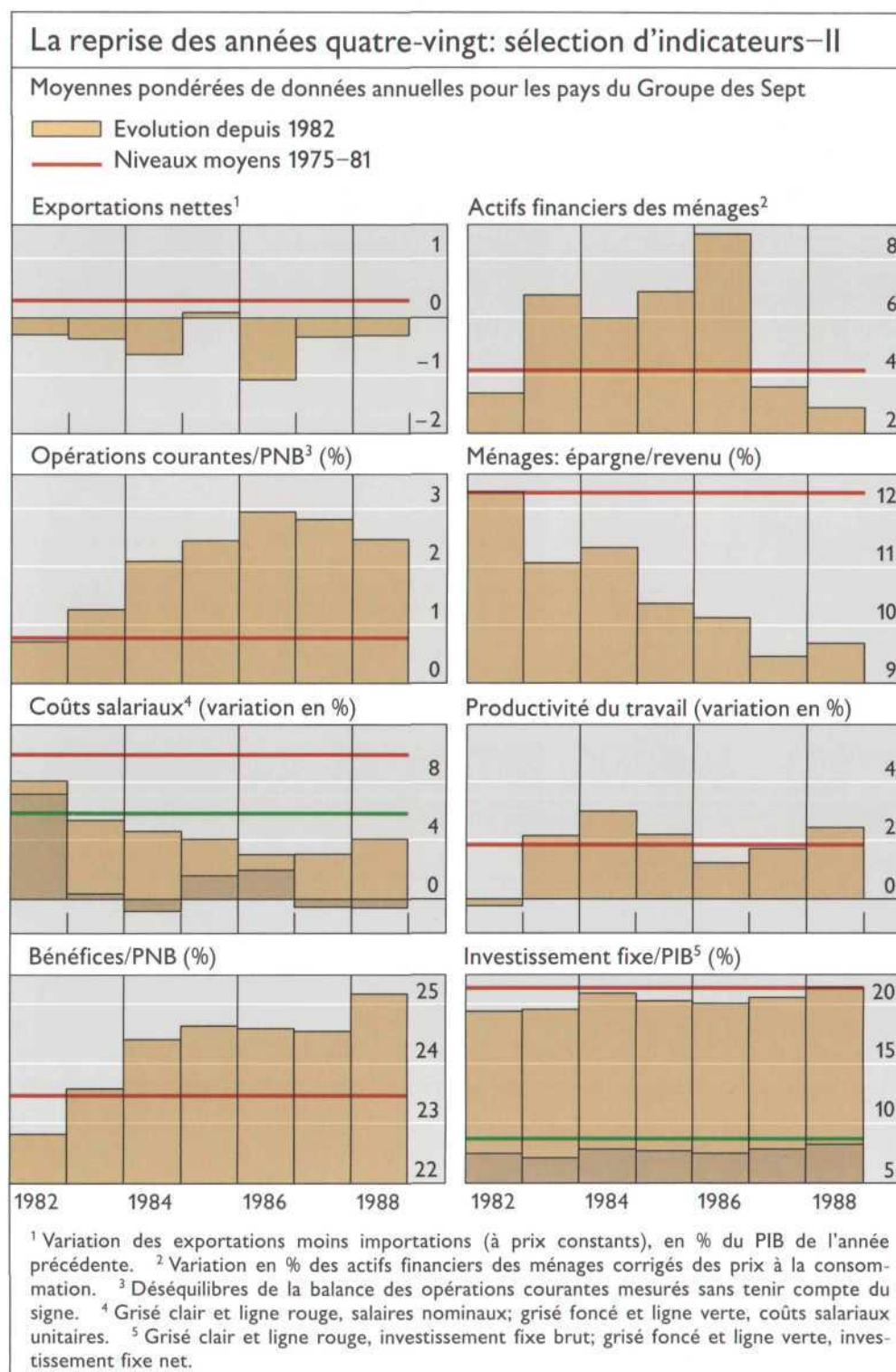


¹ Mesurés comme la variation en % du déflateur des importations par rapport au déflateur du PIB multipliée par la part moyenne des importations dans le PIB. ² Rendement des obligations à long terme moins moyenne mobile non centrée sur trois ans des variations du déflateur du PIB.

Quant à l'assainissement des finances publiques, des progrès indiscutables ont été obtenus, mais à partir d'une situation très peu satisfaisante. L'année dernière, le ratio moyen du déficit budgétaire des administrations publiques n'est pas revenu à la moyenne de 1975–81, et encore moins au chiffre – inférieur à 1/2% du PNB – des années soixante et du début des années soixante-dix. Parallèlement, les ratios d'endettement public ont continué de croître durant la plus grande partie de la dernière reprise, du fait notamment du niveau élevé des taux d'intérêt réels. C'est l'année dernière seulement qu'un léger recul a été enregistré, mais le ratio d'endettement moyen est demeuré nettement supérieur aux niveaux antérieurs. A

cet égard, l'un des éléments de la nouvelle stratégie mise en œuvre par les responsables de la politique économique est loin d'être réalisé.

Une autre tâche importante dans l'approche à moyen terme – le rétablissement des marges bénéficiaires – a toutefois été intégralement accomplie. Ce phénomène a incontestablement facilité l'essor des investissements l'an dernier, bien qu'il se soit manifesté à un stade relativement tardif du cycle dans la plupart des pays. Il n'est donc pas surprenant que les taux d'utilisation des capacités se situent généralement à un niveau fort élevé.



A ce propos, l'épargne privée des ménages a joué un rôle assez ambigu. D'un côté, le recul de l'épargne par rapport au niveau record du début des années quatre-vingt a fortement concouru au redressement autonome de la demande. D'un autre côté, et compte tenu de la désépargne de l'Etat, des préoccupations ont été exprimées au sujet d'une insuffisance éventuelle du volume global des ressources disponibles aux fins d'investissement ainsi que, dans quelques pays, au sujet du rôle joué par les disparités internationales croissantes en matière d'épargne dans le déséquilibre record des paiements internationaux qui a accompagné la reprise actuelle.

Inflation et chômage

La durée de la reprise doit beaucoup à la modération de l'inflation ...

Le comportement de l'inflation entre 1982 et 1987 a revêtu, à n'en pas douter, une importance primordiale dans la durée de la reprise actuelle, en ce sens qu'un des éléments qui avaient provoqué l'arrêt prématuré de la plupart des cycles précédents s'est ainsi trouvé éliminé. Il est généralement reconnu que les politiques monétaires restrictives ont contribué à inverser l'orientation tendancielle des prix au début de la décennie et que la mise en œuvre de politiques stables a contribué à atténuer les anticipations inflationnistes tout au long des années quatre-vingt. Cependant, la phase initiale de désinflation n'aurait pu se poursuivre sans la persistance de la modération salariale puis l'apparition de chocs favorables au niveau de l'offre.

Malgré le fléchissement du taux de chômage moyen dans les pays du Groupe des Sept depuis 1982, l'augmentation des salaires nominaux est demeurée faible et nettement en dessous du niveau observé au cours du cycle 1975-81. Ce phénomène peut être dû notamment à l'inversion du couple prix-salaires, les revendications salariales nominales s'étant atténuées à la suite du ralentissement de l'inflation. Cependant, la hausse des salaires réels est également demeurée faible, permettant ainsi une amélioration des marges bénéficiaires sans accentuation des tensions inflationnistes. C'est dans l'industrie manufacturière américaine que la modération salariale a été la plus prononcée, tandis que dans les pays européens le niveau élevé du chômage explique en grande partie le recul des revendications salariales nominales et réelles.

... favorablement influencée par l'évolution des prix extérieurs

L'un des contrastes les plus frappants par rapport à la situation des années soixante-dix concerne l'évolution des prix à l'importation. Au cours de la période 1975-81, ces derniers ont engendré une hausse des prix internes d'environ 1/4% par an dans les pays du Groupe des Sept, tandis qu'en 1982-88 ils ont été à l'origine d'une baisse de près de 3/4% par an (compte non tenu des effets indirects du couple salaires-prix), avec un fléchissement particulièrement prononcé en 1986 par suite du repli spectaculaire des prix pétroliers. En outre, l'amélioration concomitante des termes de l'échange a entraîné une progression de 2% au total du revenu réel disponible, compensant ainsi à hauteur de quelque 45% les pertes subies dans ce domaine depuis 1970 et élargissant du même coup les possibilités d'accroissement non inflationniste des revenus réels et des bénéfices.

Ce tableau relativement favorable apparaît toutefois moins prometteur si l'on prend en compte les tendances plus récentes de l'inflation et du

chômage. Ainsi, la vigueur de l'expansion de la demande et de la production l'an dernier a influencé le marché du travail et, avec un certain décalage, l'évolution des salaires et des prix. L'emploi a continué de progresser rapidement aux Etats-Unis et en Australie et a enregistré une vive accélération au Japon. Quant à l'Europe, on y a noté, pour la troisième année consécutive, de légères augmentations d'environ 1% des effectifs employés, les deux principales exceptions étant le Royaume-Uni et l'Espagne, avec une hausse d'environ 3% pour la deuxième année de suite. Le niveau du chômage a reflété encore plus clairement ces évolutions, avec une nouvelle chute en Amérique du Nord, mais aussi une baisse plus forte qu'en 1987 en Europe. Le niveau moyen du chômage reste cependant élevé en Europe, puisqu'il dépasse toujours légèrement 10%. A l'autre extrême, le taux est tombé un moment à 5% aux Etats-Unis au début de cette année, ce qui risque d'entraîner une recrudescence des pressions salariales.

En fait, l'évolution des salaires l'an dernier révèle peut-être plus nettement que celle des prix à la consommation que le point le plus bas du long processus de désinflation des années quatre-vingt est peut-être à présent dépassé. C'est ainsi qu'est apparue en Amérique du Nord une accélération des gains nominaux, qui a été amplifiée aux Etats-Unis, au niveau des coûts globaux de main-d'œuvre, par le relèvement des cotisations de sécurité sociale des employeurs. En Europe également, on note un taux d'accroissement légèrement plus rapide des salaires nominaux, avec quelques exceptions cependant. Ainsi, en Norvège, l'action concertée du gouvernement, des employeurs et des salariés s'est traduite par une réduction de la hausse des salaires, tandis qu'en Finlande l'allègement de l'impôt sur le revenu et l'abaissement du taux d'escompte ont figuré dans un accord qui a contribué à modérer les revendications salariales. Ont fait également exception à la règle la Nouvelle-Zélande et le Danemark, où des politiques restrictives sont appliquées. Au Royaume-Uni, la légère accélération des salaires est toutefois intervenue à partir d'un niveau plus élevé que celui obtenu auparavant par des pays comme l'Italie et, surtout, la France et l'Allemagne (voir graphique ci-contre). Pendant un certain temps tout au moins, la modeste reprise de l'inflation salariale a été partiellement compensée, comme par exemple au Japon et en Allemagne, par le vif essor, d'origine conjoncturelle, des gains de productivité. En outre, les marges bénéficiaires confortables serviront peut-être, dans un proche avenir, à amortir les conséquences d'un retour éventuel des gains de productivité à des niveaux plus normaux. Il n'en demeure pas moins que les responsables vont probablement suivre de près la situation dans le domaine des rémunérations, d'autant plus que, dans la plupart des pays, une intervention directe dans le processus de formation des salaires est considérée soit comme inefficace, soit comme allant à l'encontre du but recherché, compte tenu des effets secondaires qu'elle risque de comporter.

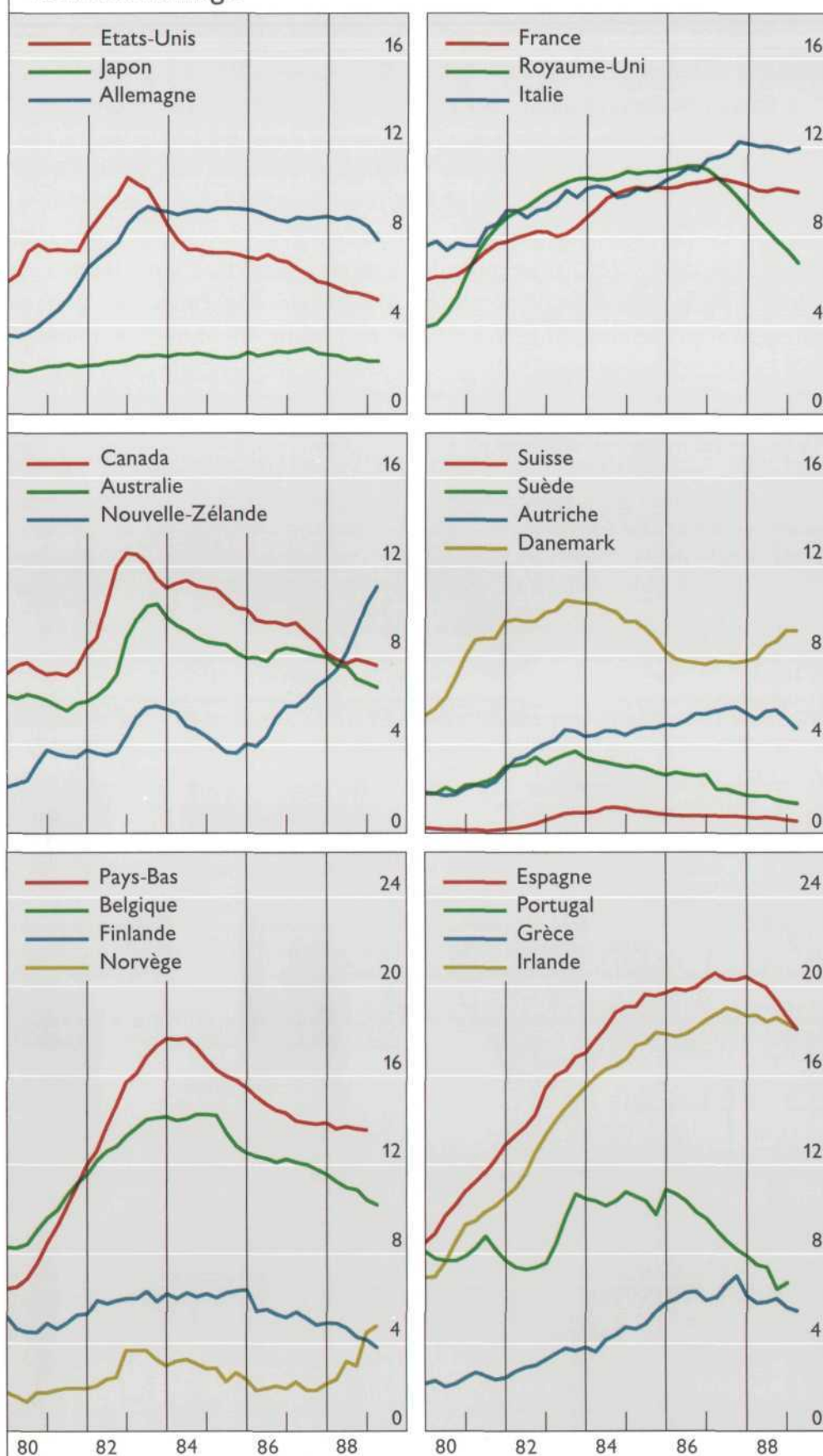
Récemment, des signaux d'alerte inflationniste se sont également manifestés sur le front des prix à la consommation. Au premier semestre de 1988, l'inflation est demeurée proche des niveaux de fin 1987, quoique le rythme d'expansion de la production ait alors atteint son maximum.

Mais l'accélération de l'inflation, l'an dernier, soulève une question

Evolution des salaires nominaux – élément central de l'inflation d'origine interne

Réticence de la plupart des pays à intervenir dans les mécanismes de formation des salaires

Taux de chômage*

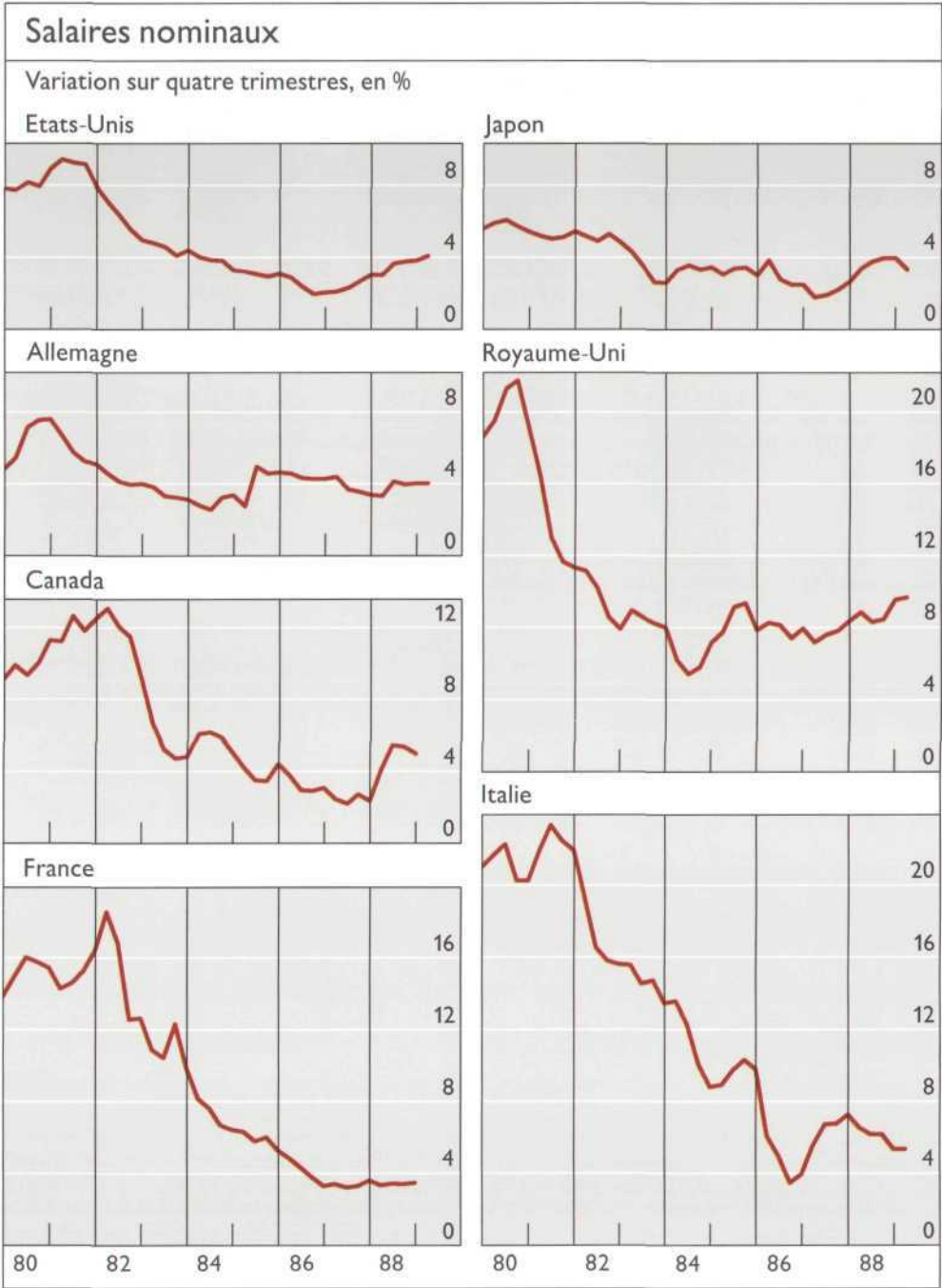


* Données et définitions nationales.

Cependant, comme le montre le tableau, la hausse moyenne des prix à la consommation s'est accélérée sur la période de douze mois se terminant en décembre 1988, mouvement qui s'est même amplifié au début de cette année.

D'une manière générale, l'évolution de la situation internationale et la pression des prix à l'importation ont exercé une influence légèrement modératrice sur le comportement d'ensemble des prix l'an dernier (voir page 41 pour un examen plus détaillé de la tendance des cours des matières premières). Les prix des produits alimentaires ont monté aux Etats-Unis sous l'effet de la sécheresse, mais les cours pétroliers se sont inscrits en baisse jusqu'à l'automne. Par ailleurs, l'ascension des cours des métaux reflète, à n'en pas douter, le dynamisme de la demande mondiale, même si

Au total, rôle toujours modérateur joué l'an dernier par les prix à l'importation



les perturbations temporaires des approvisionnements ont également joué un rôle. En Allemagne, par exemple, où l'on a enregistré des signes d'affaiblissement du taux de change, les tensions inflationnistes qui en ont résulté ont suscité quelque inquiétude, tandis que la vive hausse des prix à la consommation au début de cette année a été fortement influencée par le relèvement des impôts indirects. Dans les cinq autres grands pays, l'inflation des prix à la consommation s'est progressivement intensifiée en 1988, l'accélération enregistrée au Royaume-Uni étant due en partie à la majoration des taux d'intérêt hypothécaires (qui affectent les coûts du logement dans l'indice des prix de détail), bien que le relèvement du loyer de l'argent ait avant tout pour objectif, aux yeux des autorités, d'atténuer les tensions inflationnistes.

Prix à la consommation							
Pays	1986	1987	1988				1989
			Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
	variation en % sur douze mois en fin de période ¹						
Etats-Unis	1,1	4,4	3,9	4,0	4,2	4,4	5,0
Japon	-0,3	0,8	0,7	0,2	0,6	1,0	1,1
Allemagne	-1,1	1,0	1,0	1,1	1,4	1,6	2,7
France	2,1	3,1	2,5	2,6	3,0	3,1	3,4
Royaume-Uni	3,8	3,7	3,5	4,6	5,9	6,8	7,9
Italie	4,2	5,2	4,9	5,0	4,9	5,4	6,4
Canada	4,2	4,2	4,1	3,9	4,1	4,0	4,6
Afrique du Sud	18,0	14,7	13,4	12,5	12,4	12,5	13,8
Australie	9,8	7,1	6,9	7,1	7,3	7,7	6,9 ²
Autriche	1,1	1,7	2,3	1,4	1,9	1,9	2,2
Belgique	0,6	1,4	1,0	1,1	1,2	1,9	2,8
Danemark	4,3	4,1	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7
Espagne	8,3	4,6	4,5	4,3	5,7	5,9	6,0
Finlande	2,8	4,2	4,0	5,2	5,6	6,5	6,6
Grèce	16,9	15,7	13,2	11,7	14,8	14,0	13,5
Irlande	3,2	3,1	1,9	1,8	2,1	2,7	3,3
Israël	19,7	16,1	15,7	16,1	16,4	16,4	19,5
Norvège	8,9	7,4	7,2	7,1	6,4	5,6	4,3
Nouvelle-Zélande	18,2	9,6	9,0	6,4	5,6	4,7	4,0
Pays-Bas	-0,3	-0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	0,8
Portugal	10,6	8,9	8,2	9,2	11,0	11,7	12,4
Suède	3,3	5,2	5,5	6,9	5,5	6,0	2,3
Suisse	0,0	1,9	1,9	2,1	2,0	1,9	2,3
Turquie	43,8	53,7	71,2	76,7	82,8	66,4	64,5
Moyenne ³	2,0	3,7	3,5	3,6	3,9	4,1	4,5

¹ Chiffres trimestriels pour l'Australie, l'Irlande et la Nouvelle-Zélande ² Nouvelles séries à partir de 1989. ³ Calculée sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1986.

Sources: données nationales.

La dégradation récente de l'évolution des salaires et des prix apparaît plus sérieuse si l'on examine la variation du couple inflation-chômage dans une perspective à plus long terme. Pour ce qui est tout d'abord des prix, il

convient de garder présent à l'esprit que les pires accès d'inflation au cours des vingt dernières années étaient liés à de sévères chocs sur le front des prix extérieurs – qui ne semblent guère susceptibles à présent de se reproduire avec la même intensité. De surcroît, l'accélération récente reflète simplement un rebond naturel après le choc extérieur favorable de 1986. Cependant, avec des taux moyens de hausse des prix de 4% ou plus, l'inflation n'est pas revenue à ce qu'elle était à la fin des années cinquante et au début des années soixante, lesquelles, de plus, n'avaient pas bénéficié de chocs favorables au niveau de l'offre.

En ce qui concerne le chômage, il est encore plus clair que la situation antérieure n'a pas non plus été rétablie, comme le montre le graphique de la page 33. Si l'on examine tout d'abord la moyenne pour tous les pays industriels, le graphique en haut à gauche indique comment, lorsque les points inflation-chômage se succèdent chronologiquement, ils tendent à former des boucles; deux d'entre elles ont, à l'évidence, été liées aux chocs pétroliers et aux politiques anti-inflationnistes mises en œuvre pour y faire face. Dans tous les pays, la hausse des prix pétroliers a conduit d'emblée à une accélération brutale des salaires nominaux, qui a été suivie d'une aggravation du chômage sous l'effet de la contraction des bénéfices et de l'adoption de mesures restrictives par les pouvoirs publics. La forme des boucles est cependant fort différente selon les grands pays, peut-être en fonction de la plus ou moins grande rapidité avec laquelle les salaires ont réagi à la montée du chômage. Au Japon, qui a été le plus affecté par le premier choc pétrolier, avec des taux d'inflation brutalement portés jusqu'à plus de 20%, une évolution «plus normale» de la hausse des prix est apparue rapidement, sans forte augmentation du chômage. Aux Etats-Unis également, les boucles tendent à être relativement fermées, étant donné que l'aggravation du chômage consécutive à un choc sur le front des prix est généralement susceptible d'être inversée – en partie tout au moins – lorsque l'inflation vient à être de nouveau maîtrisée. Quoi qu'il en soit, le tracé rejoignant les points récents sur le graphique est simplement revenu dans la zone occupée juste avant le dernier choc pétrolier et n'a pas retrouvé les combinaisons plus favorables du début des années soixante.

A cet égard, la situation apparaît bien pire en Europe. Après les deux chocs pétroliers, les salariés se sont opposés à la réduction de leurs revenus réels provoquée par l'enchérissement des prix à l'importation et ne se sont adaptés qu'avec lenteur également au ralentissement ultérieur des gains de productivité. Il en est résulté une forte poussée du chômage. Cependant, l'élément le plus inquiétant en Europe est que, même après le ralentissement de la hausse des salaires nominaux et réels et le retour à une trajectoire de croissance économique plus soutenue, le taux de chômage s'est maintenu à un niveau élevé. Seul le Royaume-Uni est jusqu'à présent parvenu à améliorer plus que temporairement les résultats de son couple chômage-inflation. En dépit des efforts des gouvernements européens pour restructurer de diverses manières les marchés du travail notamment, il apparaît clairement que beaucoup reste à faire pour réduire le chômage autant qu'aux Etats-Unis, à plus forte raison pour retrouver des niveaux qui étaient considérés comme normaux il y a un quart de siècle.

Cependant, replacés dans le contexte du chômage...

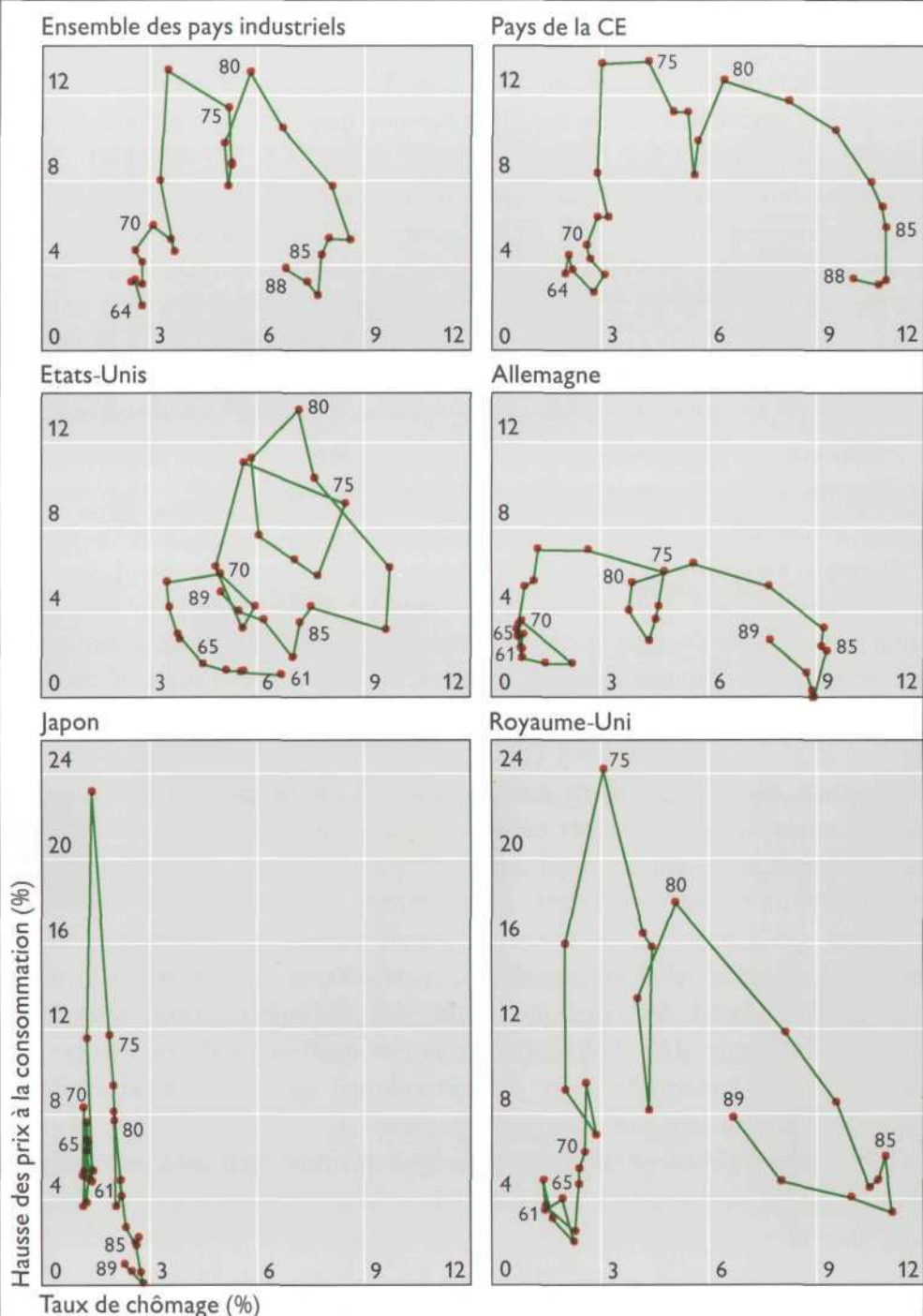
... les résultats récents en matière d'inflation sont d'autant plus décevants...

... surtout en Europe

Accroissement notable de l'utilisation des capacités...

Tandis que les chiffres du marché du travail indiquent la persistance de fortes variations des marges de ressources inemployées entre les pays industriels, les indicateurs de l'utilisation des capacités de production donnent une image plus uniforme (voir graphique de la page 35). De surcroît, cette uniformité se caractérise par des niveaux d'utilisation historiquement élevés. Après de nombreuses années de faible développement des investissements à la fin des années soixante-dix et au début de la décennie

Inflation et chômage, 1961-89



Sources: Ensemble des pays industriels et Pays de la CE: OCDE, Principaux indicateurs économiques; autres graphiques: données nationales (les chiffres de 1989 se réfèrent au mois de mars).

en cours, il n'est peut-être pas surprenant que des taux élevés d'utilisation du stock de capital aient été atteints avant même la résorption de la plus grande partie du chômage. Il est également possible – en dépit des programmes de formation et des stages professionnels – que les chiffres du chômage donnent, dans certains pays, des indications trompeuses sur le nombre de personnes susceptibles de retrouver un emploi. Plusieurs pays accordent une attention croissante aux problèmes statistiques concernant le marché du travail.

... avant la résorption complète du chômage

Evolution de l'épargne à court et à long terme

Comme le montre le graphique de la page 26, le taux moyen d'épargne des ménages a légèrement progressé l'an dernier dans les sept grands pays, et ce pour la deuxième fois seulement depuis le début de la reprise. En ce qui concerne la demande globale, l'épargne des ménages a donc joué un rôle légèrement restrictif en 1988 et n'a sûrement pas contribué en tant que telle à l'expansion étonnamment vigoureuse de la demande à très court terme. La poursuite de la croissance de la consommation privée à un taux moyen de 3½% a, par conséquent, été entièrement imputable à une accélération du rythme de progression du revenu réel disponible, même si cela n'a pas été le cas dans chacun des sept pays considérés. Au Royaume-Uni, comme indiqué précédemment, la demande a été fortement influencée par le nouveau recul de l'épargne des particuliers en 1988.

En moyenne, légère augmentation, l'an dernier, de la propension à épargner des ménages

Le résultat de l'an dernier ne contredit pas non plus le rôle exceptionnellement stimulant que l'épargne des ménages a joué pendant toute la durée de l'actuelle reprise. En effet, pour les pays du Groupe des Sept, depuis 1982 la réduction du taux d'épargne de ces agents économiques a induit en moyenne, selon les estimations, un accroissement de la consommation privée de 0,9% l'an et une accélération de la croissance de la demande globale de 0,5–0,6% l'an. En même temps, les disparités de comportement de l'épargne dans les divers pays sont de plus en plus considérées comme l'une des causes essentielles de l'ampleur sans précédent des déséquilibres internationaux qui ont accompagné la reprise actuelle.

Sur l'ensemble du cycle d'expansion, réduction de cette propension et, par conséquent, stimulation de la demande

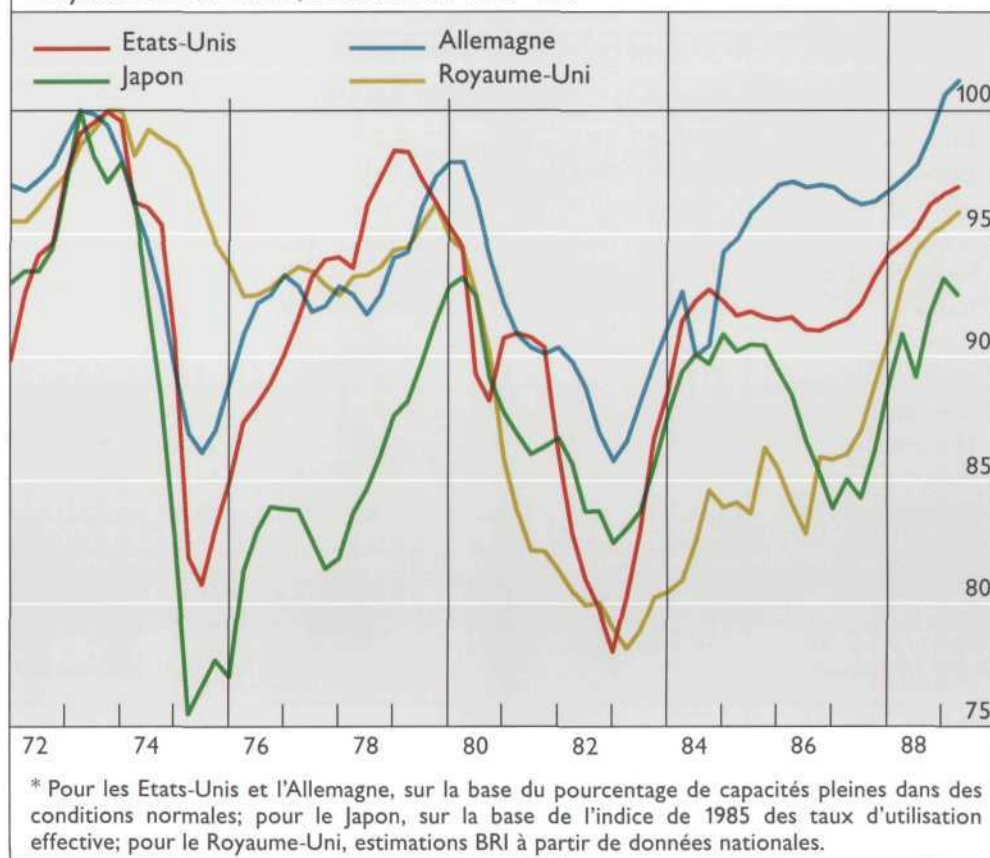
Exception faite, cependant, de la situation la plus récente, l'évolution du total de l'épargne des ménages ne paraît pas s'être modifiée fondamentalement. En revanche, ce qui semble avoir changé à long terme, c'est la variation du total de l'épargne nette des différentes économies (voir tableau de la page 36), d'où la crainte d'une insuffisance de ressources disponibles pour financer les taux d'investissement qu'impose la poursuite de la croissance économique au rythme souhaité.

Mais recul du total de l'épargne nationale

En ce qui concerne, d'abord, l'épargne des ménages, on s'aperçoit que c'est pendant la période d'inflation débridée des années soixante-dix que son évolution était atypique. En raison certainement de l'incidence de la hausse des prix sur la valeur réelle des actifs financiers, les taux d'épargne des ménages ont eu tendance à croître durant les années soixante-dix dans la quasi-totalité des pays figurant dans le tableau, tandis qu'en 1980–87 ils sont simplement revenus aux niveaux moyens observés avant la première

Mesures de l'utilisation des capacités dans l'industrie de transformation*

Moyennes trimestrielles, maximum de 1973 = 100



crise pétrolière. Sous cet angle, il semble fort probable que, dans un premier temps, la montée de l'inflation puis son recul, provoqué par l'adoption de politiques moins libérales dans les années quatre-vingt, expliquent en grande partie l'évolution de l'épargne depuis le premier choc pétrolier.

Le total de l'épargne nette des différents pays a toutefois été sensiblement plus réduit en pourcentage du revenu national au début des années quatre-vingt que durant la période qui a précédé la crise pétrolière. L'épargne a reculé dans l'ensemble des treize pays sous revue, et cette contraction n'a pas été nécessairement moindre dans les pays dont les taux étaient historiquement faibles. Ainsi, aux Etats-Unis, le taux d'épargne a baissé de plus de moitié, tandis qu'au Japon il a fléchi d'environ un cinquième, soit de six points. Ce taux a également diminué de près de moitié en Allemagne et jusqu'aux deux tiers en Belgique, au Danemark, en France et en Suède. Dans les pays où l'épargne nationale avait été particulièrement modeste durant les années quatre-vingt, les effets sur l'investissement de ce phénomène ont eu tendance à être quelque peu atténués par le recours à l'épargne étrangère. C'est évidemment le cas des Etats-Unis, mais aussi de la Belgique, du Danemark, de l'Italie et de la Suède.

Le tableau met surtout en évidence le rôle clé joué par les administrations publiques dans la contraction de l'épargne globale. Ce n'est qu'en France, en Allemagne et, dans une moindre mesure, au Japon, que le

Contraction de
l'épargne totale
en 1980-87...

Epargne et investissement: comparaison sur longue période										
Pays	Epargne nette								Investissement fixe net	
	Total			Ménages			Administration publique			
	1960-74	1975-79	1980-87	1960-74	1975-79	1980-87	1960-74	1980-87	1960-74	1980-87
	en % du revenu national disponible									
Etats-Unis	10,5	8,5	4,2	6,9	7,3	6,2	0,4	-3,9	9,8	6,0
Japon	26,4	22,5	20,4	13,1 ¹	17,8	13,4	6,9 ¹	4,1	26,0	18,5
Allemagne	19,6	12,5	11,0	8,5	9,7	9,1	6,3	1,4	18,6	9,4
France	19,4	14,7	8,6	15,3 ²	15,8	12,5	5,2 ²	1,3	18,5	9,2
Royaume-Uni	10,9	7,3	6,3	4,1	5,7	5,3	3,2	-1,6	11,6	5,3
Italie	18,4	14,6	12,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-7,6	19,4	13,8
Canada	12,1	12,6	9,9	5,0	9,2	10,9	2,9	-4,0	14,1	11,2
Autriche	19,0	15,6	13,4	6,4	7,3	7,0	7,7	2,3	19,1	13,8
Belgique	15,3	12,8	7,1	11,7	13,8	12,1	1,2	-7,3	14,3	8,3
Danemark	17,5	11,3	6,2	n.d.	n.d.	n.d.	9,1 ³	-1,2	19,6	10,4
Pays-Bas	20,0	14,5	13,2	11,0 ²	10,0	10,5	4,5 ²	-1,3	19,2	10,4
Suède	16,2	10,1	6,2	2,5 ²	2,5	0,8	9,4 ²	0,0	16,1	7,9
Suisse	21,9	17,6	20,0	9,8	8,7	9,4	5,1	3,9	21,9	16,0
Moyenne ⁴	17,5	13,4	10,7	8,6	9,8	8,8	5,2	-1,1	17,6	10,8

¹ 1965-74. ² 1970-74. ³ 1971-74. ⁴ Non pondérée.

Source: OCDE, Comptes Nationaux; les chiffres pour 1987 sont en partie estimés.

secteur des entreprises (y compris les entreprises publiques) a également contribué de façon importante au recul de l'épargne globale. Ce fait, ainsi que la répartition dans le temps de ces baisses de l'épargne globale (surtout après les deux chocs pétroliers), donne à penser que la réduction de l'épargne dans les différents pays pourrait s'expliquer en partie par les incidences déflationnistes des chocs pétroliers, c'est-à-dire par leurs répercussions automatiques sur les budgets, et aussi par les ajustements des politiques financières intervenus dans de nombreux pays après la première majoration brutale des prix du pétrole. Après le second choc, le relèvement des taux d'intérêt réels a fortement alourdi le service de la dette publique, d'où une amplification des effets automatiques de la récession sur le budget et la persistance des problèmes que pose la maîtrise des dépenses budgétaires.

Pour en revenir à la période actuelle, au cours des années quatre-vingt on a constaté un certain renversement du processus qui vient d'être décrit. Le Royaume-Uni constitue un exemple intéressant: les administrations publiques y ont dégagé un solde d'épargne positif en 1988, mais la vigueur de la demande a été telle que l'économie a enregistré un important déficit extérieur. Aux Etats-Unis, les progrès sur la voie de la réduction du déficit budgétaire et du redressement de l'épargne des particuliers ont été relativement lents, tandis que la reprise de l'épargne totale ne fait pas de doute au Japon, et surtout en Allemagne. Dans ces deux pays, le secteur des ménages n'a que faiblement contribué à ce redressement. Parallèlement, un net rebond de l'épargne des entreprises après 1985 explique, pour plus de 100%, l'augmentation de l'épargne nationale en Allemagne, tandis qu'au

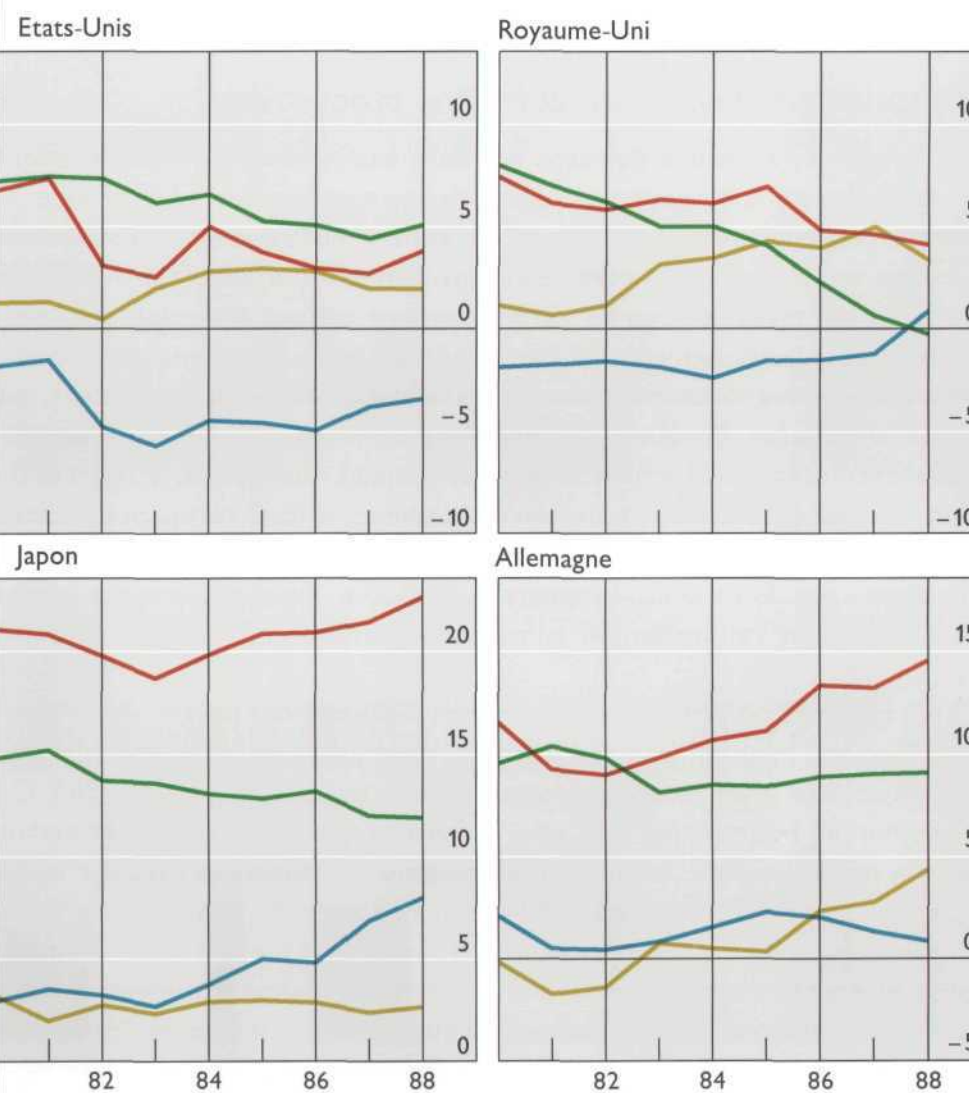
... en grande partie sous l'effet de la réduction de l'épargne du secteur public par rapport à la période d'avant 1973

Récemment, inversion partielle de cette évolution

Structure de l'épargne nationale par catégorie d'agents économiques

En % du revenu national

— Total
— Ménages¹
— Administrations publiques
— Entreprises²



¹ Y compris entreprises privées individuelles. ² Pour le Royaume-Uni, y compris écart statistique.
Source: OCDE, Comptes Nationaux; les chiffres pour 1987 et 1988 sont en partie estimés.

Japon la consolidation budgétaire, conjuguée à une forte expansion de la demande intérieure, a entraîné une progression de l'épargne des administrations publiques depuis 1983. L'épargne des entreprises au Japon a probablement été également stimulée l'an dernier par l'amélioration de leurs bénéfices à la faveur du boom des ventes sur le marché intérieur.

Les données disponibles ne permettent pas de dresser un tableau exhaustif de la situation en 1988; cependant, en partant de l'hypothèse que le graphique ci-dessus est également représentatif de la situation dans les autres pays, les principales implications semblent être les suivantes: tout

Mais, en général,
un renforcement
de l'épargne
demeure
souhaitable

d'abord, pour le monde industriel dans son ensemble, le retour aux taux d'investissement antérieurs passe nécessairement par un surcroît d'épargne, dont une partie au moins devrait, dans de nombreux cas, provenir des gouvernements; en second lieu, dans les pays déficitaires, et de toute évidence aux Etats-Unis, le processus d'ajustement international doit forcément s'appuyer davantage sur l'épargne, tant publique que privée. Jusqu'à présent, toutefois, ce sont les pays excédentaires qui ont enregistré la plus forte reprise de leur taux d'épargne nationale.

Investissement, taux d'intérêt réels et productivité

Pour les pays du Groupe des Sept pris dans leur ensemble, le fléchissement du taux d'épargne nationale a eu pour «contrepartie» des ratios d'investissement relativement faibles durant les années quatre-vingt. C'est l'année dernière seulement que la part de l'investissement fixe dans la production a retrouvé son niveau moyen de 1975-81 (voir graphique page 26), et la proportion de l'investissement *net* est demeurée faible, d'où une progression moins rapide des ratios capital/production et capital/travail qu'au cours des cycles précédents. En outre, les dépenses de machines et biens d'équipement ont constitué l'élément le plus dynamique, tandis que, à l'exception peut-être du Japon, la part des investissements à long terme sous forme d'usines et de bâtiments s'est maintenue à un bas niveau, s'inscrivant même en baisse aux Etats-Unis. Il apparaît donc que l'investissement a plutôt consisté en une rationalisation qu'en une extension des capacités au cours des années quatre-vingt, ce qui a contribué à donner des taux très élevés d'utilisation des capacités l'an dernier dans la plupart des pays.

Comme mentionné à la page 13, l'investissement fixe, spécialement dans le secteur privé, a été le principal moteur de la croissance en 1988. On ne comprend toujours pas très bien les raisons de cette vigueur inattendue. Vers le milieu de 1987, lorsque furent élaborés la plupart des plans d'investissement pour 1988, les perspectives de croissance de la demande n'apparaissaient guère brillantes, cependant que, en termes réels, les taux d'intérêt longs et courts semblaient fort élevés. En outre, l'alourdissement du coût du financement par actions résultant du choc boursier n'avait été compensé que partiellement et temporairement par la réduction du coût des emprunts. En revanche, les marges bénéficiaires et les taux d'utilisation des capacités étaient à un niveau élevé, et les perspectives d'une plus grande stabilité des taux de change ont peut-être réduit le facteur risque lié à l'investissement en actifs réels. De plus, le moment où le redémarrage de l'investissement est intervenu et le fait que cette reprise se soit également produite en Europe donnent à penser que l'ouverture du marché unique européen et les évaluations préliminaires de ses implications macro-économiques ont pu conduire à une appréciation plus optimiste des perspectives d'évolution de la demande et inciter dans une certaine mesure les entreprises à accélérer leurs programmes d'investissement. Au total, il apparaît que les conditions fondamentales d'un développement tendanciel plus favorable des investissements se sont améliorées tout au long de la reprise de 1982-88. Toutefois,

Le bas niveau de l'épargne nationale s'est traduit par de faibles ratios investissement/production

Reprise de l'investissement

cela n'a pas été suffisant tant que les anticipations relatives à la demande – facteur décisif de l'investissement des entreprises – sont demeurées incertaines et défavorables. En conséquence, durant la plus grande partie des années quatre-vingt, les entreprises ont préféré, principalement en Europe, placer leurs disponibilités en actifs financiers à rendement élevé. Néanmoins, l'année 1988 montre aussi qu'une modification légère – mais imprévisible – des anticipations suffit pour détourner les placements des actifs financiers vers les actifs réels.

Comme indiqué dans les graphiques de la page 25, les taux d'intérêt réels ont été nettement plus élevés durant les années quatre-vingt qu'au cours du cycle précédent. L'une des raisons de ce phénomène est peut-être le gonflement de la dette publique conjugué à un recul de l'épargne, ce qui donne à penser que les politiques financières ont pu évincer l'investissement privé. Un autre facteur ayant influencé, mais de façon plus indirecte, la confiance a sans doute été la progression rapide des déséquilibres extérieurs, qui ont atteint 2–3% du PNB nominal ces six dernières années, contre moins de 1% en 1975–81. Il est difficile d'évaluer l'incidence précise de ce facteur, mais, sans aucun doute, pendant une partie de la période considérée, l'absence de progrès dans la réduction des déséquilibres a favorisé l'apparition de perturbations sur les marchés financiers avec, comme conséquence, une hausse des taux d'intérêt réels. Cela étant, l'une des caractéristiques essentielles de la reprise actuelle a été, comme on l'a vu précédemment, l'amélioration des marges bénéficiaires et de la rentabilité du capital. Selon les estimations de l'OCDE, le rendement réel moyen du capital dans le secteur privé se serait accru de 4–5 points en 1982–88; par conséquent, la hausse des taux d'intérêt réels sur les marchés est peut-être le reflet de l'amélioration de la productivité marginale du capital et non pas simplement de l'application de politiques monétaires restrictives et de l'absorption par le secteur public de ressources de prêt. Les autres problèmes auxquels on se heurte pour expliquer et apprécier les taux d'intérêt réels tiennent à la mesure des anticipations inflationnistes et aux incidences de la fiscalité. Les anticipations s'ajustent sans doute assez lentement aux taux effectifs d'inflation durant les périodes de ralentissement de la hausse des prix, de sorte qu'alors les taux réels ex post tendent à dépasser les taux ex ante.

L'évolution tendancielle et la structure des dépenses en capital rendent également plus difficile la compréhension de l'évolution de la productivité globale. Substituer du capital au travail et prendre simultanément des mesures pour renforcer l'offre devrait normalement engendrer une amélioration de la production par heure ouvrée; durant la décennie quatre-vingt, les gains de productivité se sont situés en dessous de la tendance du cycle de 1975–81. Cette évaluation globale masque cependant des situations fort différentes dans l'industrie manufacturière, où des gains substantiels ont été enregistrés, et dans les services, qui ont connu de nouvelles baisses de productivité mais ont contribué au relèvement du niveau général de l'emploi. On peut ajouter que l'évolution de la productivité n'a que faiblement contribué, en moyenne, à l'amélioration des résultats des pays industriels en matière d'inflation, sauf durant les années marquées par une expansion de la

Rôle des taux
d'intérêt réels

Gains de produc-
tivité modérés en
raison de l'évolu-
tion tendancielle
de la structure de
l'investissement

production supérieure à la moyenne, les progrès de la productivité ayant alors concouru à atténuer l'impact inflationniste des revendications de hausses des salaires nominaux.

La faiblesse tendancielle de la productivité peut également affecter l'inflation future. Comme mentionné précédemment, la montée du chômage dans les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt a été notamment due au fait que les salariés, en Europe surtout, se sont opposés aux pertes de revenus réels imposées par la hausse des prix à l'importation et par la tendance plus faible des gains de productivité. Par la suite, les termes de l'échange ont progressivement évolué dans un sens plus favorable dans les pays industriels, ce qui s'est traduit par une amélioration fortuite des revenus réels et a facilité le réalignement des aspirations en matière de salaires réels sur les gains de productivité. L'ennui, toutefois, c'est que cette évolution a entraîné une détérioration des termes de l'échange et une perte concomitante de revenus réels pour les pays en développement avec, comme conséquence (voir section suivante), une aggravation de leurs problèmes d'ajustement. On ne peut guère s'attendre à voir cette tendance de la productivité se poursuivre au cours des prochaines années. C'est pourquoi, pour éviter des tensions inflationnistes dans les pays industriels, il importe de ramener les revendications des salariés quant aux revenus réels dans les limites des variations actuelles de la productivité et d'intensifier la mise en œuvre des mesures de stimulation de l'offre.

Nécessité d'adapter les aspirations en matière de salaires réels aux résultats de la productivité

Les pays en développement

Grâce au redressement du commerce mondial et de la demande en termes réels dans les pays industriels, la croissance du PIB en volume a atteint 4½% l'an dernier dans les pays en développement, contre 4% en 1987. Comme les années précédentes, on constate cependant des divergences sensibles entre les divers groupes de pays par rapport à la moyenne générale. L'expansion s'est encore accélérée dans les pays d'Asie; la production en volume s'y est, en effet, accrue de 9%, ce qui a porté à plus de 5% par an l'augmentation de leur niveau de vie moyen depuis le déclenchement de la crise de l'endettement. Dans les pays africains, également, la production s'est améliorée, mais les progrès n'ont pas été suffisants pour relever le revenu par habitant. Quant aux pays du Moyen-Orient, l'accroissement du PIB s'y est aussi intensifié, selon des chiffres provisoires, en dépit de la baisse des prix pétroliers. Dans les pays d'Amérique latine, en revanche, l'expansion de la production en volume est revenue à moins de 1%, les déséquilibres macro-économiques et la montée des tensions inflationnistes ayant plus que compensé les effets positifs du renforcement des recettes d'exportations.

Les différences notables entre les résultats obtenus par les divers groupes de pays sont attribuables à plusieurs facteurs. Certains d'entre eux, tels que l'évolution des cours du pétrole et des matières premières non pétrolières ainsi que les modifications de la croissance et de la composition du commerce mondial, sont d'origine externe. D'autres, comme les politiques économiques et monétaires, l'évolution de l'épargne et de l'investissement et,

Les pays en développement ont tiré profit de l'accélération de la croissance dans le monde industriel en 1988

L'Amérique latine constitue la principale exception par suite de l'aggravation de l'inflation

en partie également, les problèmes relatifs à la situation de la dette extérieure (voir Chapitre V) ont plutôt leur source à l'intérieur de leurs économies et affectent principalement le potentiel de croissance à long terme de ces pays, leur aptitude à tirer profit d'un essor du commerce mondial (ou à atténuer les répercussions d'une contraction des échanges internationaux) et leur vulnérabilité aux tensions inflationnistes.

Evolution des cours des produits de base et autres influences extérieures

Les cours des matières premières non pétrolières ont fortement monté au premier semestre de 1988 ...

Le raffermissement des cours des produits de base non pétroliers, amorcé au milieu de 1987, s'est accentué au premier semestre de 1988 sous l'effet du développement vigoureux de la demande dans les pays industriels; il s'est toutefois atténué par la suite. Quoi qu'il en soit, sur l'ensemble de l'année, ces cours, exprimés en termes de DTS, ont marqué une hausse d'environ 20% par rapport à 1987. Ils ont aussi enregistré une progression en termes réels, bien que leur niveau demeure inférieur de quelque 20% à celui de 1980. Comme en 1987, les cours des matières premières se sont situés en

Croissance du PIB dans les pays en développement								
Pays et groupes de pays	1977-82 moyenne	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Moyenne 1982-88 par habitant
	variation en %							
Afrique	3,5	- 1,4	- 0,5	4,3	1,3	1,2	3,0	-1,5
Nigeria	1,5	-17,4	-13,0	8,5	-2,1	1,8	4,0	-6,7
Pays subsahariens	2,5	0,3	1,0	2,7	3,1	1,3	2,8	-1,0
Ghana	-0,6	0,7	2,6	5,1	5,2	4,8	6,2	0,8
Kenya	4,5	2,7	2,0	3,8	5,7	5,8	4,0	-0,4
Malawi	1,8	3,5	4,5	4,1	2,8	-0,2	3,6	-0,3
Moyen-Orient	1,1	4,0	- 0,5	-1,4	0,5	0,2	2,0	-1,5
Egypte	7,9	9,0	5,0	10,8	7,4	-2,0	2,2	2,8
Asie	6,3	7,7	7,7	6,5	6,7	7,4	9,0	5,3
Chine	7,8	9,8	13,5	13,1	7,8	9,4	11,2	9,8
Inde	3,8	7,8	3,3	6,1	4,4	3,6	9,0	3,6
Malaisie	7,2	6,3	7,8	-1,0	1,2	5,2	8,1	2,0
Thaïlande	6,2	7,3	7,1	3,5	4,7	7,1	10,3	4,1
ENI	7,1	8,9	9,1	3,6	10,6	11,8	9,2	7,5
Amérique latine	3,3	- 2,1	3,7	3,9	4,5	2,5	0,9	0,0
Brésil	3,7	- 2,8	5,7	8,3	8,0	3,0	-0,3	1,5
Mexique	6,8	- 4,2	3,6	2,6	-3,8	1,4	1,1	-2,0
Argentine	-1,2	2,9	2,5	-4,3	5,3	2,0	2,2	0,2
Chili	2,7	- 0,7	6,3	2,4	5,7	5,7	7,4	2,7
Ensemble des pays en développement*	4,3	3,3	4,2	4,0	4,3	4,0	4,5	2,0
* Calcul effectué sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1986. Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales; ONU, Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes; données nationales.								

deçà de la moyenne mondiale dans les pays en développement, en raison surtout de la part relativement élevée de la production et des exportations de boissons tropicales, dont les cours se sont repliés pour la troisième année consécutive. En revanche, et du fait en grande partie de la remontée des cours des produits alimentaires engendrée par la sécheresse, la répartition géographique des hausses des prix des produits non pétroliers au sein du groupe des pays en développement a été plus uniforme qu'en 1987, toutes les grandes régions ayant bénéficié d'une progression des cours en termes réels.

La situation se présente cependant sous un jour sensiblement différent lorsque l'on tient également compte de la forte baisse des cours des produits pétroliers. Dans ce cas, les cours des matières premières ont, en effet, accusé un glissement de 7½% en 1988 et, en termes réels, ils se situent à présent 40% en dessous de leur niveau de 1980. De surcroît, les termes de l'échange des pays en développement se sont globalement dégradés de près de 6% en 1988 (ce qui correspond à une baisse du revenu réel disponible de 1½–2%), avec des pertes particulièrement prononcées au Moyen-Orient et en Afrique et une situation généralement inchangée en Amérique latine. Certes, en incluant les variations en volume des exportations, l'influence extérieure a été globalement positive; elle a été toutefois moins marquée qu'en 1987 et s'est accompagnée de fortes différences selon les régions. En Amérique latine, l'évolution relativement favorable des exportations en 1987 s'est poursuivie, les progrès significatifs enregistrés par l'Argentine et le Venezuela ayant plus que compensé les reculs subis par le Pérou et la

... tout en demeurant faibles en termes réels

Baisse des prix du pétrole jusqu'à l'automne et détérioration des termes de l'échange sur l'ensemble de l'année

Evolution des cours des produits de base					
Selon des indices en DTS, 1980 = 100					
Par grand groupe de produits et de pays	1980–85 moyenne	1986	1987	1988	1988
	variation en %				indice
Ensemble des produits de base ¹	2,4	–37,3	– 5,5	– 7,6	63,6
Pétrole ²	–0,6	–57,2	15,0	–25,2	35,7
Produits non pétroliers ³	–0,4	–16,6	– 1,8	19,2	95,0
Denrées alimentaires	–0,7	–24,1	– 7,3	23,0	83,5
Boissons	2,6	– 0,5	–34,7	– 3,9	71,0
Produits agricoles	0,0	–12,3	21,0	5,3	111,8
Métaux	–2,1	–18,8	8,6	42,6	112,7
Pays en développement ⁴	–0,5	–14,7	– 6,3	13,8	88,6
Afrique	–0,5	–11,0	–11,1	11,6	86,6
Asie	–1,9	–24,1	5,6	16,0	84,7
Moyen-Orient	–1,0	–18,7	8,2	13,8	95,6
Amérique latine	–0,5	– 9,4	–15,1	15,8	87,1
Produits non pétroliers, en termes réels ⁵	–3,3	–18,2	– 3,3	17,4	78,9

¹ Indice HWWA. ² Cours du marché libre du brut «Arabe léger». ³ Indice FMI. ⁴ A l'exclusion du pétrole. ⁵ En termes corrigés des valeurs unitaires à l'exportation des biens manufacturés.
Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales; FMI, Statistiques financières internationales; données nationales.

Colombie. Les pays asiatiques ont connu, quant à eux, un ralentissement de la croissance de leurs exportations, en raison surtout de l'évolution dans les quatre ENI (Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan) et nonobstant le vif essor des ventes à l'étranger de pays comme la Malaisie et la Thaïlande. Au Moyen-Orient, l'expansion plus rapide des ventes à l'étranger n'a pas pu contrebalancer l'affaiblissement des termes de l'échange; il en a été de même pour les pays africains, mais le recul de leurs exportations s'est interrompu.

Production nationale, inflation et politiques internes

Accélération de la croissance en Inde et en Chine

Pays d'Asie. On peut attribuer entièrement l'accélération de la croissance du PIB en volume dans les pays d'Asie entre 1987 et 1988 à l'Inde et à la Chine, qui représentent plus de la moitié du PIB asiatique. L'Inde, en particulier, a bénéficié d'une reprise marquée de la production agricole et d'une expansion soutenue dans le domaine industriel. Cependant, sous l'effet en partie de politiques budgétaires et monétaires expansionnistes, des signes de surchauffe sont apparus dans les deux pays l'année dernière, sous la forme d'une poussée des importations et d'une accélération de l'inflation; la hausse des prix atteignait, en effet, 25% à la fin de 1988 en Chine et elle s'est encore accentuée cette année. Les quatre ENI ont vu l'expansion de leur production se ralentir quelque peu, la demande interne s'étant progressivement substituée aux exportations en tant que principal moteur de la croissance. Cette évolution s'est produite en réponse à l'appréciation des taux de change nominaux, à l'accélération des coûts salariaux unitaires et à la libéralisation des importations. En fait, les exportations nettes ont eu une incidence négative sur la croissance du PIB à Taïwan, l'an passé, et généralement neutre en Corée du Sud, où le taux de change réel s'est apprécié de près de 20%, une accélération des relèvements des prix et des coûts ayant coïncidé avec un raffermissement de 14% du won par rapport au dollar EU.

Léger ralentissement dans les ENI

Le ralentissement des exportations des ENI peut également être imputé en partie à l'amélioration de la compétitivité des autres pays d'Asie

Facteurs externes influençant l'évolution de la production								
Régions	Termes de l'échange				Volumes d'exportations			
	1980-85 moyenne	1986	1987	1988	1980-85 moyenne	1986	1987	1988
	variation en %							
Afrique	-1,7	-32,0	0,9	-14,0	-1,5	3,2	-0,7	3,6
Moyen-Orient	0,2	-48,0	9,8	-21,2	-11,2	19,3	1,8	12,2
Asie	0,3	-6,6	3,0	-0,7	7,0	16,4	18,7	13,4
Amérique latine	-2,4	-11,4	0,5	-0,1	5,6	0,0	8,3	9,9
Ensemble des pays en développement*	-0,4	-18,7	3,8	-6,0	2,3	12,0	11,6	11,7

* Calcul effectué sur la base des pondérations des exportations et des taux de change de 1986.
Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales; ONU, Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes.

à l'échelle internationale. En *Thaïlande*, l'an dernier, on a noté une progression de 20% en termes réels des exportations et une augmentation d'environ 15% du volume des investissements fixes, dont une part importante a été financée par des entrées de capitaux en provenance du Japon et des quatre ENI. Malgré le gonflement des achats à l'étranger, qui a entraîné un affaiblissement de la balance des paiements courants, le PIB en volume s'est accru de plus de 10%. Grâce à l'application de politiques monétaires prudentes, le taux d'inflation ne s'est accéléré que modérément (de 2,5% à 4%) et le solde financier du secteur public est devenu positif. La fermeté de la croissance a toutefois eu en partie pour origine des facteurs exceptionnels; la production agricole s'est, en effet, redressée après la baisse de 2% subie en 1987 et, sous l'action conjuguée de l'augmentation des cours des produits de base et d'une baisse des prix pétroliers, les termes de l'échange se sont notablement améliorés. Des pressions se sont également manifestées du fait de l'insuffisance des infrastructures. L'obtention de nouveaux progrès en matière de croissance risque d'être fonction des conditions dans lesquelles s'effectuera l'intégration des zones rurales – qui représentent près des deux tiers de la population, mais seulement 15% environ de la production totale – dans le processus de croissance industrielle. La *Malaisie* a, elle aussi, bénéficié d'importants investissements directs d'origine étrangère, qui ont financé plus de 25% de la formation brute de capital fixe en 1987, et même plus l'année dernière. Le résultat de cet afflux de capitaux est très clair pour ce qui concerne l'industrie manufacturière: elle représente désormais presque 25% du PIB et fournit près de 50% du total des exportations, d'où une réduction de la dépendance de ce pays à l'égard des exportations de matières premières (principalement caoutchouc, huile de palme et pétrole). Les ventes à l'étranger ont également été stimulées par la baisse du taux de change réel (de quelque 30% depuis 1984) due à la modération de l'inflation (2³/₄% seulement en 1988, mais sans doute nettement plus forte cette année) et à la dépréciation du taux de change nominal. Cette dernière évolution peut être liée en partie à la politique de réduction du loyer de l'argent, qui a elle-même été rendue possible par la compression du déficit du secteur public, de 20% du PIB en 1982 à 8% en 1987, et l'apparition probable d'un léger excédent l'an passé.

Amélioration des résultats économiques en Thaïlande et en Malaisie

Pays d'Afrique. En dépit de l'accélération de la croissance au cours de l'année écoulée, la médiocrité des résultats et des perspectives à plus long terme dans cette région, et plus spécialement dans les pays subsahariens, a de plus en plus retenu l'attention des milieux internationaux. Bien qu'il soit difficile de tirer des conclusions générales pour une région comprenant quarante-cinq pays, quatre raisons principales peuvent être citées pour expliquer ces faibles résultats. Premièrement, la concentration de leur production sur une gamme étroite de matières premières d'exportation, sujettes à d'amples fluctuations de cours et faisant l'objet d'une demande non élastique, a rendu ces pays extrêmement vulnérables aux chocs externes. Depuis 1980, les cours des matières premières hors pétrole (exprimés en DTS) ont enregistré une baisse de plus de 13%, et les termes de l'échange (y compris le pétrole, mais hors Nigeria) se sont détériorés de quelque

Accélération de la croissance en Afrique, mais persistance de sérieux problèmes structurels

30%, soit environ deux fois le taux de progression des volumes d'exportations. Deuxièmement, malgré un taux de mortalité infantile très élevé, la population s'accroît en moyenne de quelque 3% par an, ce qui oblige un grand nombre de pays à affecter une large part de leurs recettes en devises aux importations de denrées alimentaires. Troisièmement, le fardeau de l'endettement extérieur est plus lourd que pour les autres régions en développement. Le ratio dette/exportations, qui avoisine 1.000% dans certains cas, s'inscrit à 325% en moyenne, et les versements au titre du service de la dette en pourcentage du PIB ne se sont pas seulement accrus, mais ils demeurent toujours nettement supérieurs à ceux de 1980. Enfin, et ce fait n'est pas sans relation avec les facteurs mentionnés précédemment, l'évolution de l'investissement et de l'épargne n'a pas été propice à la croissance. Le taux d'épargne nationale a baissé, les Etats ne parvenant pas à réduire les dépenses publiques par rapport aux recettes, qui sont généralement bien inférieures à la moyenne des autres pays en développement. En outre, le ratio d'investissement a fortement fléchi et le taux moyen masque des différences considérables entre les divers pays; l'investissement fixe est tellement faible dans certaines zones qu'il ne permet même pas de maintenir le stock du capital.

Quelques éclaircies cependant, par exemple, au Malawi et au Kenya

Ce tableau généralement sombre comporte cependant quelques exceptions. C'est ainsi que le *Malawi*, avec ses maigres ressources naturelles, son revenu de \$165 seulement par habitant et son ratio dette/exportations de 400%, est parvenu à réduire le déficit de son secteur public de 17% à 7% du PIB en moins de dix ans, tout en enregistrant une croissance de 3% par an depuis 1982. Au *Ghana*, où le revenu réel par habitant avait régressé de près de 40% entre 1973 et 1983, le programme de redressement économique de 1983 (privatisations, compressions des dépenses publiques et démantèlement du système de licences à l'importation) a joué un rôle décisif dans la croissance annuelle de 4% du PIB en 1983-88. Au cours de cette même période, le taux d'inflation est revenu de 125% à 25%, malgré une vive poussée des prix des produits alimentaires et une dévaluation d'environ 50% par an par rapport au dollar EU, tandis qu'un déficit budgétaire de 5,2% du PIB (1982) a fait place à un excédent. Le Ghana demeure toutefois extrêmement vulnérable aux fluctuations des cours des matières premières et des taux d'intérêt, puisque les fèves de cacao représentent plus de 50% de ses exportations totales et que le ratio service de la dette/exportations s'établit aux alentours de 45%. De plus, un facteur important à l'origine de ce revirement a été l'aide étrangère, qui atteint en moyenne \$40 par an et par habitant depuis 1983. La mise en œuvre de politiques prudentes de gestion de la demande a permis au Kenya de limiter à 1/2% la baisse du revenu par habitant, bien que l'expansion démographique (4,9% par an depuis 1982) soit probablement la plus forte du monde. La compétitivité internationale s'est améliorée et le taux d'inflation, qui s'inscrivait à plus de 20% en 1982, est revenu à 8%, sous l'effet de politiques budgétaires stables et de politiques monétaires plus rigoureuses. C'est ainsi qu'en relevant les taux d'intérêt et en finançant une partie importante du besoin d'emprunt du secteur public par des cessions de bons du Trésor au

secteur privé non financier, l'expansion de la masse monétaire a été ramenée de plus de 30% en 1986 à moins de 7% l'an dernier.

Pays d'Amérique latine. Le ralentissement de 1988 a été général, mais c'est dans les pays non exportateurs de pétrole qu'il a été le plus prononcé, malgré l'amélioration de leurs termes de l'échange et l'accélération de leurs exportations, dont on chiffre l'incidence totale à 3% de leur production. Dans les pays exportateurs de pétrole, en revanche, les influences externes ont été négatives, une nouvelle progression de la croissance des volumes d'exportations ayant été largement compensée par une détérioration de plus de 10% des termes de l'échange. De plus, en raison principalement d'un gonflement de 45% des achats à l'étranger du Mexique, les exportations nettes en volume ont fourni une contribution négative à la croissance du PIB du groupe des pays exportateurs de pétrole. Les politiques budgétaires ont probablement exercé un effet de freinage dans la plupart des pays d'Amérique latine, par suite de la compression du besoin de financement de l'Etat, compression qui n'a toutefois pas été aussi forte que prévu dans les programmes d'ajustement et de stabilisation de plusieurs des pays les plus lourdement endettés. De plus, la contraction du déficit du secteur public ne s'est accompagnée ni d'un renforcement de l'épargne nationale ni d'une formation accrue de capital. En fait, avec 16% du PIB, le taux d'épargne nationale se situe plus de 5 points en dessous de la moyenne des pays en développement.

La principale raison pour laquelle les pays d'Amérique latine n'ont pas bénéficié de l'essor de la croissance dans les pays industriels a probablement été la flambée inflationniste. Le taux moyen de hausse des prix à la consommation, qui avait augmenté de 130% en 1987, a continué de s'accroître en 1988 et a atteint 475% en fin d'année. Le trait le plus frappant de cette évolution, et probablement le plus néfaste pour l'efficacité et la croissance économiques, a été la vitesse d'accélération de l'inflation, le taux moyen progressant de plus de 400 points en vingt-quatre mois seulement. La détérioration de la situation en matière de prix a revêtu un caractère général et a présenté plusieurs caractéristiques communes à un grand nombre de pays: surchauffe, hausse brutale des prix externes, monétisation croissante des déficits budgétaires et, surtout, degré élevé d'indexation tendant à perpétuer l'inflation. Dans ces conditions, les efforts de correction des prix relatifs – souvent faussés par les contrôles des salaires et des prix, l'application de politiques inadéquates dans le domaine des changes et la pratique de subventions gouvernementales – engendrent des tensions inflationnistes, les salariés s'opposant aux réductions de salaires réels allant de pair avec la suppression des subventions aux produits agricoles et la hausse des prix à l'importation. Les événements au Pérou montrent comment, devant la détérioration des anticipations inflationnistes et le manque de crédibilité des politiques gouvernementales, de telles pressions peuvent rapidement engendrer une spirale instable et incontrôlable des salaires et des prix. Durant les deux premières années d'application du programme de relance économique de 1985, l'inflation a été contenue par une meilleure utilisation des capacités de production et un accroissement des importations. Mais, au

Ralentissement prononcé de la croissance en Amérique latine, l'an dernier, en dépit d'influences externes favorables, ...

... principalement dû à la flambée d'inflation ...

... le cas du Pérou illustre parfaitement cette situation

cours des douze mois se terminant fin 1988, elle a été multipliée par plus de dix, en raison de la compression des importations, imposée par l'amenuisement des réserves de change, et du fait de l'épuisement des capacités de production. De plus, pour diminuer le déficit du secteur public, on a procédé à une réduction des subventions, à un relèvement de la fiscalité et à une majoration des prix des biens de première nécessité produits par les entreprises nationalisées. Cependant, afin d'empêcher un recul prononcé du niveau de vie, les salaires ont également été augmentés, ce qui a encore alimenté la spirale inflationniste. L'Argentine et le Brésil ont également connu des problèmes en matière d'ajustement des prix relatifs et de déficits du secteur public, en présence d'un degré élevé d'indexation des prix et des salaires. Dans ces deux pays, le blocage des prix et des salaires de fin 1987 s'était soldé par un échec. En Argentine, le nouveau plan de stabilisation d'août 1988 semble avoir provoqué un ralentissement temporaire de l'inflation au second semestre. Au Brésil, en revanche, le pacte social conclu (en novembre) n'a eu aucun effet et, au début de 1989, la hausse des prix à la consommation a dépassé les 1.000%, soit plus du double du précédent record historique. En janvier 1989, le gouvernement a proposé un nouveau programme de stabilisation (le «Plan Été»), comprenant un gel provisoire de l'indexation des prix et des salaires, un resserrement budgétaire, diverses mesures d'absorption de liquidités et une nouvelle monnaie faisant l'objet de dévaluations régulières par rapport au dollar EU. Ce plan a toutefois échoué à son tour et, en avril, le système d'indexation a été rétabli.

Inflation dans les pays en développement							
Pays et groupes de pays	1977-82 moyenne	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	variation en % des prix à la consommation						
Afrique et Moyen-Orient	19,0	14,0	16,6	15,7	16,9	17,9	18,8
Egypte	13,4	16,1	17,1	12,1	23,9	19,7	17,7
Nigeria	14,4	23,2	39,6	5,5	5,4	10,2	35,0 ¹
Asie	8,2	6,6	7,2	7,1	9,1	9,8	14,6
Chine	3,0	1,9	2,7	11,9	7,0	8,8	20,7
Corée du Sud	18,0	3,4	2,3	2,5	2,8	3,0	7,1
Inde	8,2	11,9	8,3	5,6	8,7	8,8	9,8 ²
Philippines	13,3	10,0	50,3	23,1	0,7	3,8	8,8
Amérique latine	55,3	108,7	133,0	145,0	88,0	130,0	277,6
Argentine	141,0	343,8	629,6	672,0	90,0	131,0	343,0
Brésil	75,5	141,2	197,6	227,0	150,0	219,7	582,0
Mexique	29,0	101,8	65,5	57,7	86,2	131,8	114,2
Pérou	64,7	111,2	110,2	163,4	77,9	85,8	669,3
Ensemble des pays en développement ³	25,0	38,4	46,9	49,8	34,4	47,4	90,0

¹ Estimations. ² Deuxième trimestre. ³ Sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1986.
Sources: FMI, Statistiques financières internationales, Perspectives économiques mondiales et données nationales.

Quelques pays font exception à la dégradation de la situation dans le domaine des prix. Le *Chili* a mis en œuvre une politique de stabilisation renforçant les règles du marché et axée sur la libéralisation des importations, un taux de change nominal relativement stable et un resserrement budgétaire. Dans un premier temps, cette stratégie a été très coûteuse en termes de production et d'emploi, mais le taux d'inflation a été ramené progressivement à 11% seulement à la fin de l'année dernière. Parallèlement, le Chili a amélioré ses résultats en matière de production, compensant largement les précédents reculs. Le *Mexique*, en revanche, a décidé de lutter contre l'inflation au moyen de restrictions budgétaires associées à une politique des revenus. Cette stratégie (Pacte de Solidarité de décembre 1987 reconduit par la suite) repose sur un taux de change nominal fixe, une désinflation, un gel des prix des produits du service public, un blocage des salaires et un accord avec le secteur privé pour éviter de fortes hausses des prix. Elle a permis jusqu'à présent de réduire le déficit du secteur public ainsi que le taux d'inflation, qui est tombé de 160% à 52% au cours de l'année 1988. En outre, la baisse de la production a probablement été plus faible que ce qui aurait été nécessaire en cas d'approche s'inspirant des règles du marché. Certains problèmes sont toutefois apparus, laissant présager une accumulation de tensions inflationnistes et une difficile phase de sortie du contrôle. Comme indiqué précédemment, le Mexique a connu une expansion considérable de ses importations en 1988 sous l'effet d'une appréciation du taux de change réel de quelque 30% conjuguée à un programme de libéralisation des achats à l'étranger. De plus, en raison du blocage des salaires, les rémunérations réelles sont tombées à 50% de leur niveau de 1980. En conséquence, un nouveau pacte conclu en décembre 1988 prévoit une dévaluation journalière du peso par rapport au dollar EU jusqu'à la fin de juillet ainsi que des relèvements du salaire minimum et de certains tarifs publics.

Le Chili fait exception à la détérioration de l'environnement inflationniste

Réaménagement de la politique économique du Mexique par suite des fortes baisses des salaires réels

Quelles leçons peut-on tirer des tendances récentes observées dans les pays en développement? L'aspect le plus spectaculaire et le plus grave

Investissement et croissance de la production ¹								
Pays	1960-73		1974-80		1981-88		Formation de capital et production potentielle	
	Investis- sement	PIB	Investis- sement	PIB	Investis- sement	PIB	Investis- sement ²	PIB ³
	Moyennes annuelles, en %						Points de pourcentage	
Afrique	18,5	4,7	25,1	4,2	19,3	1,2	-8,0	-1 3/4
Moyen-Orient	21,7	8,7	25,5	5,7	24,8	0,5	-6,0	-1
Asie	18,2	6,1	24,5	6,2	28,0	7,0	-0,7	- 1/4
Amérique latine	20,3	7,0	24,1	5,4	18,3	1,7	-6,0	-1 1/3
Total ⁴	19,5	6,7	24,7	5,7	23,8	3,6	-4,0	- 3/4
Pays industriels	21,7	4,9	22,3	2,4	21,0	2,8		

¹ L'investissement est mesuré en % du PIB et la production comme la variation en % du PIB en volume. ² Variation du ratio investissement/PIB entre 1980 et 1988. ³ Variation de la croissance du potentiel de production, en partant d'un ratio capital/production de 1 1/2 (Moyen-Orient 3) et d'une part des bénéfices de 1/3 (Moyen-Orient 1/2). ⁴ Moyennes pondérées calculées sur la base du PIB et des taux de change de 1986.

concerne la détérioration sur le front des prix dans les pays d'Amérique latine. Ce phénomène démontre, à l'évidence, une nouvelle fois que l'amélioration de la croissance ne peut être obtenue par une accélération de l'inflation. Par ailleurs, étant donné la tendance à la stabilité des prix à l'importation (mesurés en dollars EU) durant la plus grande partie de cette décennie, l'inflation a été surtout d'origine «domestique» avec, pour causes majeures, des erreurs de politique économique et des tentatives de blocage ou de modification des prix relatifs.

La charge d'ajustement extérieur a été lourde ...

Un autre fait saillant concerne les chocs extérieurs auxquels les pays en développement ont été exposés. Les cours des produits de base non pétroliers ont été faibles, et, lorsqu'ils ont commencé à se redresser en 1987-88, les prix du pétrole se sont inscrits en baisse. En conséquence, depuis 1980, les évolutions défavorables des termes de l'échange ont provoqué une réduction de 5,7% au total du revenu national réel par rapport à la production. Elles ont imposé la charge d'un ajustement qui, s'ajoutant à l'aggravation du service de la dette, s'avère plus lourde que celle qu'ont supportée les pays développés après les deux chocs pétroliers.

... et d'autant plus difficile à résorber que l'investissement reste insuffisant

La médiocrité des résultats obtenus en matière d'investissement en dehors des pays d'Asie constitue également un sujet de préoccupation. Comme le montre le tableau ci-contre, il n'y a pas une seule et unique relation entre le niveau du ratio investissement/PIB et le taux moyen d'accroissement de la production, que l'on examine la situation par groupe de pays ou l'évolution dans le temps. Un taux donné d'expansion de la production peut requérir un taux d'investissement plus ou moins élevé, selon la composition de la production et l'intensité capitalistique requise, et une augmentation du ratio investissement/PIB n'engendre pas nécessairement une amélioration de la production. De même, la réduction du ratio d'investissement des années quatre-vingt explique seulement dans une faible mesure la détérioration de la croissance de la production. Ce qui est important, cependant, c'est qu'un fléchissement de l'investissement entraîne une diminution de la croissance future et, de ce fait, des possibilités d'accroissement du revenu par habitant. Cette détérioration semble avoir été très prononcée dans les pays d'Afrique, où le revenu par habitant est déjà très bas et où l'expansion démographique se poursuit à un rythme élevé. La baisse du potentiel de croissance de la production future a également été forte en Amérique latine, alors qu'en Asie elle semble avoir été faible.

III. Echanges et paiements internationaux

Faits saillants

Parallèlement au dynamisme inattendu de l'activité économique dans le monde, l'expansion du commerce international s'est fortement accélérée l'an dernier, à un rythme supérieur à 9%, le plus élevé depuis 1976; la majorité des pays ont participé à cet essor. En même temps, la hausse des prix en dollars du commerce mondial s'est ralentie de façon sensible, sous l'effet de la baisse des prix des produits pétroliers jusqu'en décembre 1988 et d'un renchérissement plus lent qu'en 1987 des produits manufacturés.

Dans ce contexte, et compte tenu des circonstances favorables qui pouvaient se présenter sur le plan de l'ajustement extérieur, les progrès sur la voie de la correction des déséquilibres des paiements courants ont été décevants en 1988. Le déficit global des pays industriels s'est fortement creusé l'an dernier, mais cette détérioration s'explique en grande partie par l'ampleur inattendue de l'augmentation du déficit du Royaume-Uni. Dans les trois principaux pays industriels, le processus d'ajustement, en forte accélération après le milieu de 1987, a toutefois commencé à s'essouffler au second semestre de l'an dernier. La réduction encourageante des déséquilibres durant l'année aux Etats-Unis et au Japon s'est donc produite pour l'essentiel au cours des six premiers mois. L'excédent des paiements courants de l'Allemagne, qui avait pratiquement arrêté de diminuer en 1987, s'est stabilisé en termes de PNB.

De nombreux pays en développement non exportateurs de pétrole ont tiré profit de l'amélioration des conditions sur les marchés mondiaux; cependant, comme ils ont généralement utilisé la marge de manœuvre que leur procurait l'accroissement de leurs revenus d'exportations pour assouplir leurs politiques de restriction des importations, les balances des paiements ne se sont guère modifiées. Les pays en développement exportateurs de pétrole, parmi lesquels on compte quelques-uns des plus importants débiteurs, ont pâti du fléchissement notable des prix pétroliers, mais, pour la première fois après six années de sévères compressions, le volume de leurs achats à l'étranger a commencé de s'accroître. Par voie de conséquence, leur déficit global des paiements courants s'est nettement amplifié.

Alors que les marchés des changes bénéficiaient d'un plus grand calme et que les mouvements de capitaux réagissaient rapidement aux écarts de taux d'intérêt nominaux, les déséquilibres des paiements courants ont été généralement financés par des flux de capitaux déterminés par les forces du marché. A quelques rares exceptions près, les variations des réserves officielles de change ont joué un rôle assez limité à cet égard, alors qu'elles avaient constitué en 1987 une importante source de financement extérieur.

Dans le monde en développement, les principaux pays débiteurs sont demeurés aux prises avec de graves difficultés de financement. En l'absence de

nouveaux progrès significatifs dans le processus d'ajustement et devant les incertitudes entourant la stratégie de la dette, les créanciers privés se sont montrés encore plus réticents à accorder de nouveaux prêts. De surcroît, pour la première fois depuis 1983, les nouvelles ressources octroyées par les autorités ont également enregistré une nette régression. Les problèmes de financement les plus sérieux ont été ressentis par les pays exportateurs de pétrole, qui ont dû prélever massivement sur leurs réserves officielles en devises.

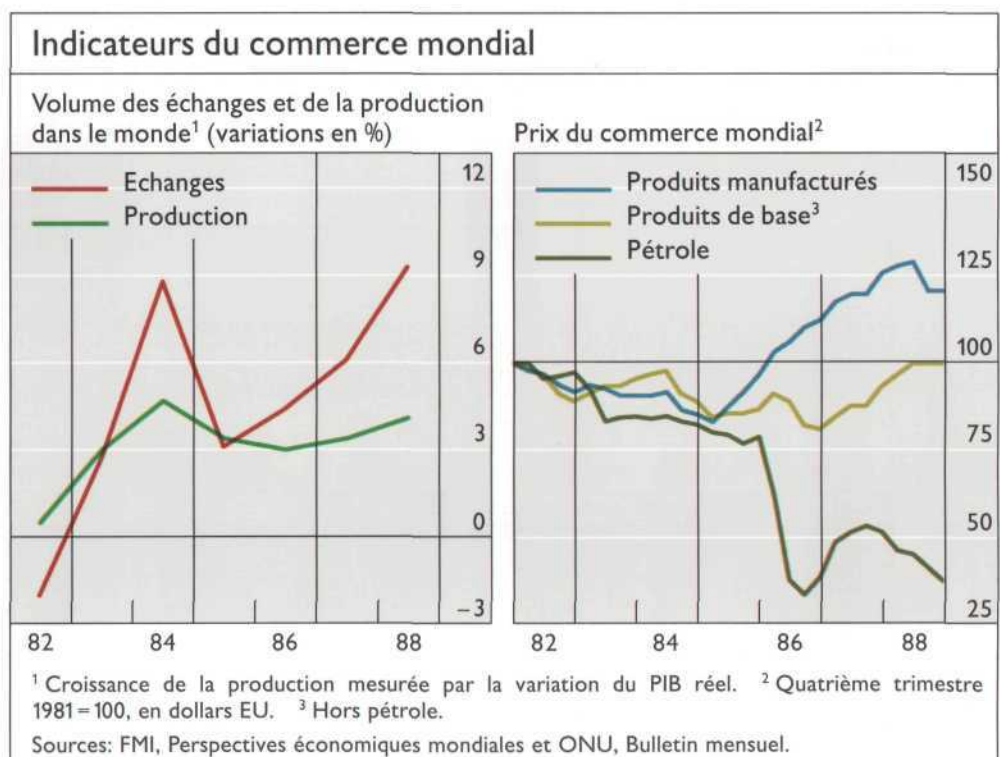
Commerce mondial

Croissance
du commerce
mondial inégale
depuis
douze ans...

Après avoir enregistré en 1987 une accélération notable, à 6%, la croissance en volume du commerce mondial s'est encore intensifiée en 1988, pour atteindre un rythme annuel supérieur à 9% selon les estimations. La principale raison de ce dynamisme a résidé dans l'essor de l'activité économique parmi les pays industriels à partir du second semestre de 1987. D'ailleurs, les moyennes annuelles tendent à occulter le fait que la progression des échanges a été la plus rapide à la fin de 1987 et au début de 1988, même si son expansion semble s'être maintenue à un rythme très soutenu sur l'ensemble de l'année dernière.

...et ralentisse-
ment de la
hausse des prix

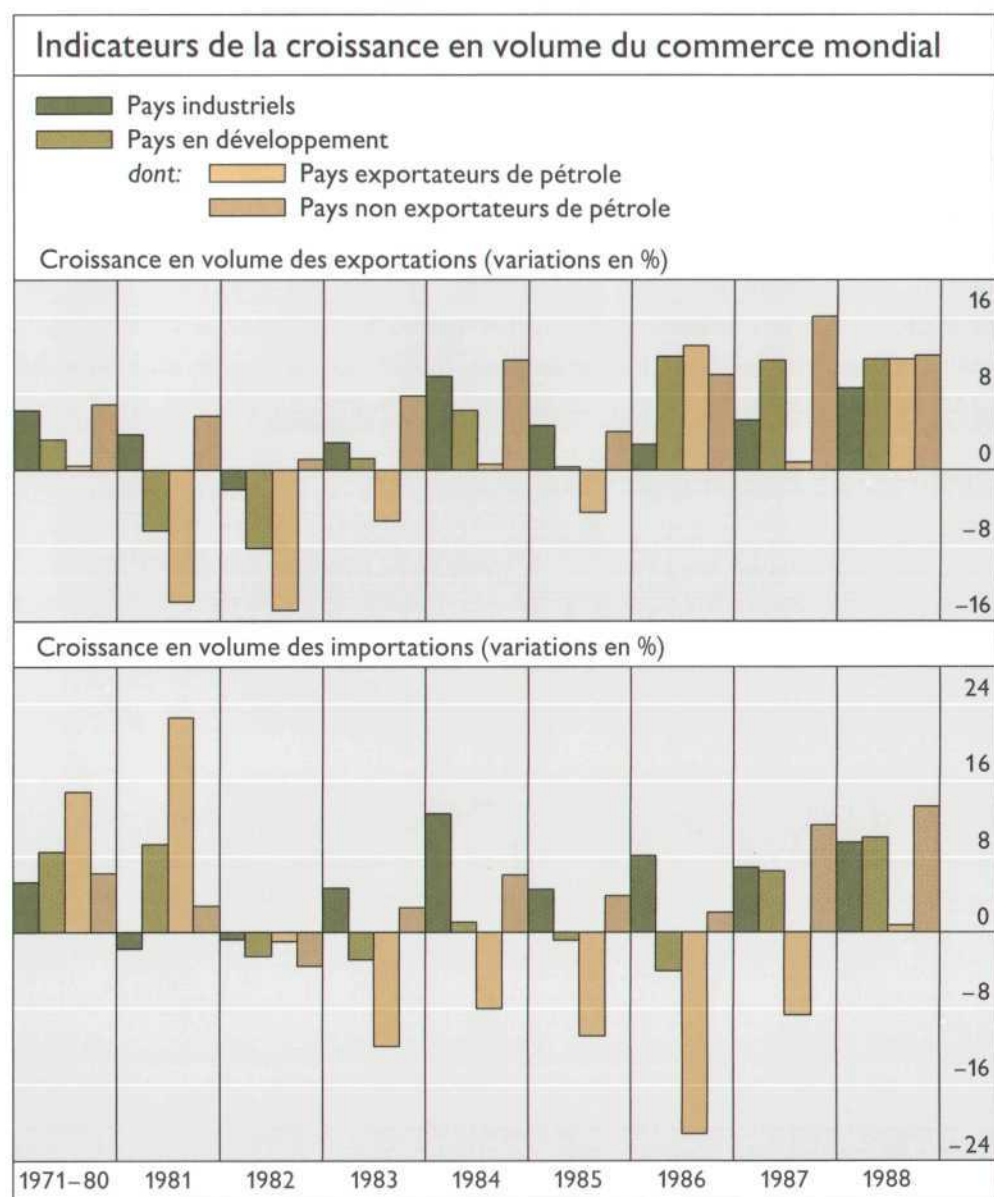
La hausse des prix en dollars des biens échangés s'est fortement ralentie, s'établissant juste au-dessous de 5%, soit une diminution de moitié par rapport à 1987. Cette décélération a été principalement due au ralentissement, de 12% en 1987 à 5½% en 1988, du rythme d'accroissement des prix des produits manufacturés, qui s'explique surtout par la remontée du dollar. En outre, les prix pétroliers ont baissé de 20½% en moyenne sur l'année, annulant ainsi en grande partie l'augmentation de 29% de l'année



précédente. En revanche, les cours des produits de base hors pétrole se sont élevés de 18%; ainsi, pour la première fois depuis 1984, leur augmentation est plus rapide que celle des produits manufacturés.

L'accélération de la croissance en volume du commerce mondial a été très générale: elle a concerné les principaux groupes de produits et touché toutes les grandes régions du monde. Les échanges de biens manufacturés se sont accrus, selon les estimations, de 10½%, soit de quelque 4 points de plus que l'année précédente. Simultanément, le commerce de produits pétroliers et de matières premières minérales a augmenté de 7%, mettant un terme à sept années de stagnation. Le volume des échanges de produits agricoles s'est développé de 4%; si ce chiffre est inférieur de 2 points à celui de 1987, il n'en constitue pas moins un progrès notable, eu égard à la contraction de la production agricole en 1988. En ce qui concerne la répartition géographique du commerce international, le graphique ci-dessous montre que, pour la première fois depuis près de vingt ans, les rythmes de croissance en volume des exportations et importations des grands groupes

Essor généralisé ...



...comportant
une expansion
rapide des
exportations
et importations
dans la plupart
des pays en
développement

de pays ne se sont pas notablement écartés de la moyenne mondiale globale.

Le volume total des ventes à l'étranger des pays en développement a progressé de 12%, soit approximativement au même rythme que les deux années précédentes. Au sein de ce groupe, on observe cependant des modifications sensibles des résultats à l'exportation. Les pays exportateurs de pétrole, qui ont bénéficié d'une reprise très sensible de la demande mondiale dans ce domaine, sont parvenus à augmenter de près de 12% le volume de leurs ventes à l'étranger, contre moins de 1% en 1987. A l'inverse, l'accroissement en termes réels des ventes à l'étranger des pays non exportateurs de pétrole est revenu de 16% en 1987 à 12%, mais ce recul a été dû presque exclusivement à un ralentissement, de 22½% à 16%, de la progression des exportations des quatre économies nouvellement industrialisées (ENI) d'Asie. Les autres pays non exportateurs de pétrole ont été en mesure de maintenir le rythme de croissance de leurs exportations à quelque 9% en termes réels. Profitant de cette évolution généralement favorable du volume de leurs ventes à l'étranger, les pays en développement, exportateurs de pétrole et autres, ont également commencé à importer davantage. Dans les pays non exportateurs de pétrole (à l'exclusion des ENI d'Asie), où la croissance des exportations a été soutenue par l'amélioration de 4% des termes de l'échange, les achats à l'étranger se sont accrus de plus de 9% en volume, soit deux fois plus qu'en 1987. Dans les pays exportateurs de pétrole, l'élévation de près de 1% en termes réels des achats à l'étranger constitue la première augmentation, après six années de repli qui s'étaient soldées par une diminution totale de près de moitié.

Dans les pays
industriels, les
importations
s'accroissent
nettement
plus vite
que la demande
interne...

L'amélioration des performances commerciales des pays en développement est largement imputable à la poussée de la demande de biens importés dans le monde industriel, qui est passée de 7% en 1987 à 9½%, en raison notamment du rythme soutenu de l'activité économique dans les pays industriels. Cependant, comme les importations se sont accrues nettement plus vite, en termes réels, que la demande interne, laquelle a légèrement augmenté de 3,7% en 1987 à 4,3% en 1988, on est amené à croire que, outre la croissance de la demande globale, d'autres facteurs ont contribué au gonflement des importations de ces pays. Premièrement, l'accélération de l'activité économique, qui a commencé dans les principaux pays industriels au second semestre de 1987, s'est étendue l'an dernier à plusieurs autres pays, dont certains ont un ratio importations/demande relativement élevé. Deuxièmement, l'incidence de la demande sur les importations a peut-être été renforcée par les effets différés des variations antérieures du taux de change; ainsi, au Japon, l'augmentation (près de 17%) des achats à l'étranger a été fort vigoureuse même par rapport à l'accroissement (8%) de la demande interne. Troisièmement, un certain nombre de pays ont peut-être connu avant d'autres des insuffisances de capacités de production, ce qui pourrait expliquer en partie, dans le cas du Royaume-Uni et des Etats-Unis, par exemple, la progression des achats à l'étranger. Enfin, le niveau particulièrement élevé, l'an dernier, de l'investissement fixe des entreprises peut avoir également contribué à la vigueur des importations,

dans la mesure où, dans de nombreux pays, cette composante de la demande a un contenu d'importations supérieur à la moyenne.

Etant donné que les pays industriels commercent essentiellement les uns avec les autres, l'accélération de l'expansion de leurs importations s'est reflétée dans une intensification tout aussi prononcée de la croissance en volume de leurs exportations, de 5½% en 1987 à 8½%. Sous l'effet en partie de l'incidence différée des gains de compétitivité antérieurs, les exportations des Etats-Unis ont progressé de près de 25%, ce qui représente près du tiers de l'accroissement total des ventes de marchandises dans le monde. En outre, un certain nombre d'autres pays industriels, en tant que principaux fournisseurs de biens d'équipement, ont pu améliorer leurs résultats à l'exportation en raison de l'essor des investissements. C'est ainsi que le rythme de croissance des ventes à l'étranger a été porté de ½% à 5% au Japon et a atteint plus de 7% en Allemagne. A l'exception notable du Royaume-Uni et de l'Australie, l'expansion des exportations s'est renforcée de façon assez générale en 1988 dans les autres pays industriels.

... et se reflètent dans l'expansion rapide des exportations

Malgré le retour à un accroissement plus vigoureux et plus équilibré des échanges mondiaux depuis le milieu de l'année 1987, on n'a toujours pas constaté d'atténuation des pratiques protectionnistes. En général, les régimes commerciaux du monde en développement demeurent assez restrictifs et complexes et comportent fréquemment un recours à des mesures non tarifaires pour des considérations de balances des paiements. Cependant, même dans les pays industriels qui se targuent depuis longtemps de mener des politiques commerciales plus libérales, l'utilisation de mesures non tarifaires, telles que les accords de limitation volontaire des exportations, les réglementations antidumping et l'imposition de droits compensatoires, s'est fortement étendue au cours des années quatre-vingt.

Les mesures protectionnistes demeurent ...

On a observé récemment une tendance de plus en plus marquée à «administrer» les échanges internationaux dans le cadre d'accords conclus sur une base bilatérale ou sectorielle. Un nombre croissant de conventions commerciales bilatérales contiennent des dispositions dont l'objet principal est d'assurer aux pays signataires un accès privilégié aux marchés des uns et des autres; aux Etats-Unis, par exemple, la loi sur le commerce et la concurrence (connue sous le nom de «Trade Bill») renferme un certain nombre de dispositions qui tendent à favoriser les décisions unilatérales et discrétionnaires en la matière et à régir l'accès aux marchés; les propositions visant à instaurer un marché unique européen en 1992 imposent certaines restrictions au commerce avec les pays tiers ou ne leur accordent pas systématiquement les avantages du marché unifié.

... et la tendance à «administrer» les échanges se développe

Si les échanges «administrés» procurent un répit de courte durée, ou permettent soit à un pays, soit à un secteur de production d'en tirer un bénéfice temporaire sur le plan de la concurrence, ils n'en constituent pas moins une solution inefficace aux problèmes économiques. Parce qu'elles suscitent des mesures de rétorsion et vont à l'encontre du principe fondamental des avantages comparatifs, les tentatives visant à «administrer» le commerce international finiront par léser toutes les parties. Il faut donc

espérer que les négociations commerciales multilatérales en cours («Uruguay Round») parviendront à préserver le fonctionnement du commerce mondial sur une base multilatérale. Cet espoir a été conforté en avril 1989 lorsque l'Uruguay Round a réussi à lever plusieurs obstacles qui avaient conduit à l'échec de la réunion des ministres du Commerce tenue à Montréal en décembre 1988.

Evolution extérieure dans les trois principaux pays industriels

Réduction
des déséquilibres
aux Etats-Unis
et au Japon ...

Quelques progrès ont été réalisés en 1988 sur la voie de la correction des déséquilibres extérieurs des Etats-Unis et du Japon. Alors que l'ajustement extérieur s'était limité à des modifications en volume en 1986 et 1987 dans ces pays, il a également été nettement sensible en valeur l'an dernier. Pour l'essentiel, l'amélioration a revêtu la forme d'une réduction de près de \$19 milliards du déficit des paiements courants des Etats-Unis, ainsi ramené de 3,4% du PNB en 1987 à 2,8%. Cependant, une correction notable du déséquilibre extérieur a également été enregistrée au Japon, non seulement en termes de yens ou en pourcentage du PNB, mais aussi en dollars.

... mais ralentisse-
ment du pro-
cessus d'ajuste-
ment au second
semestre
de 1988

Ce tableau d'ensemble des progrès substantiels accomplis en 1988 appelle cependant certaines réserves. En Allemagne, l'excédent des transactions courantes s'est quelque peu renforcé, même s'il s'est stabilisé à 4% du PNB. En outre, le rythme de l'ajustement a perdu une grande partie de son élan aux Etats-Unis et au Japon au second semestre, des signes d'amplification des déséquilibres des échanges de marchandises s'étant manifestés dans ces pays. On en est alors venu à se demander si, après une amélioration de courte durée, le processus d'ajustement s'était arrêté ou s'il s'agissait simplement d'une interruption temporaire. La question est examinée plus en détail aux pages 59 à 68.

Diminution
sensible sur
l'année du déficit
commercial
américain

La diminution sensible du déficit des paiements courants des *Etats-Unis*, ramené de \$154 milliards en 1987 à \$135,3 milliards en 1988, est due à un remarquable redressement des échanges de marchandises. A prix constants, le déficit commercial avait atteint son maximum dès le second semestre de 1986, mais c'est seulement en 1988 que sa contraction, de près de \$34 milliards, a reflété un ajustement substantiel en termes nominaux. Cette amélioration a toutefois été en partie compensée par un retournement de la balance des transactions invisibles, où l'excédent de \$6,3 milliards en 1987 a fait place à un déficit de \$8,8 milliards en 1988. Cette détérioration s'explique cependant essentiellement par l'incidence des variations de change sur les revenus des investissements directs. En 1987, la dépréciation du dollar EU s'était traduite par des gains de change de \$15,6 milliards sur l'en-cours des investissements directs américains à l'étranger et avait donc gonflé les chiffres des revenus correspondants. En revanche, la légère appréciation du dollar EU en 1988 a entraîné des pertes de change de \$1,6 milliard.

Le redressement de la balance commerciale américaine n'est imputable que pour \$3,5 milliards environ au fléchissement des importations de produits pétroliers. Etant donné que les prix de ces produits à l'importation ont diminué de 17%, ce recul surprend par sa modestie et indique à la fois

Balances des paiements courants des trois principaux pays industriels selon diverses mesures							
Balances des paiements courants	1986	1987	1988	1987*		1988*	
				1er sem.	2ème sem.	1er sem.	2ème sem.
Etats-Unis							
En milliards de dollars EU	-138,8	-154,0	-135,3	-157,0	-151,0	-141,6	-129,0
En % du PNB	- 3,3	- 3,4	- 2,8	- 3,5	- 3,3	- 3,0	- 2,6
Japon							
En milliards de dollars EU	85,8	87,0	79,6	92,4	81,6	79,6	79,6
En 1.000 milliards de yens	14,2	12,5	10,2	13,6	11,4	10,1	10,2
En % du PNB	4,4	3,6	2,8	4,0	3,2	2,8	2,8
Allemagne							
En milliards de dollars EU	39,7	45,4	48,6	47,8	43,0	50,5	46,7
En milliards de deutsche marks	85,1	81,2	85,2	86,4	76,0	84,1	86,3
En % du PNB	4,4	4,0	4,0	4,2	3,8	4,0	4,0
* Chiffres en rythme annuel, corrigés des variations saisonnières.							

un accroissement tendanciel de la consommation de pétrole aux Etats-Unis et une augmentation des achats pétroliers à l'étranger. Alors que les importations représentaient un tiers de la consommation en 1986, leur part est estimée à 40% à la fin de 1988. Les progrès obtenus dans la réduction du déficit commercial ont donc été réalisés pour l'essentiel au titre de la balance commerciale hors pétrole, dont le solde négatif s'est contracté de plus de 25% entre 1987 et 1988, et même de plus de moitié sur la base des

Balances commerciales hors pétrole des trois principaux pays industriels ¹							
Balances commerciales hors pétrole	1986	1987	1988	1987 ²		1988 ²	
				1er sem.	2ème sem.	1er sem.	2ème sem.
	en milliards de dollars EU						
Etats-Unis							
En dollars courants	-110,1	-117,4	-87,2	-121,0	-113,6	-90,4	-84,0
En dollars constants ³	- 95,5	- 83,4	-41,6	- 91,4	- 75,4	-43,4	-39,8
Japon							
En dollars courants	106,9	107,2	103,4	106,2	108,0	96,0	110,8
En dollars constants ³	72,8	60,8	43,6	63,0	58,6	39,0	48,4
Allemagne							
En dollars courants	68,0	82,7	87,5	77,6	87,8	84,6	90,2
En dollars constants ³	49,7	44,3	47,4	41,8	46,6	45,6	49,2

¹ Sur la base des chiffres de la balance des paiements pour les Etats-Unis et des statistiques douanières pour le Japon et l'Allemagne. ² Chiffres en rythme annuel, corrigés des variations saisonnières. ³ Données à prix constants calculées aux taux de change de 1982.

valeurs unitaires à prix constants de 1982 (voir tableau précédent). Cette amélioration, très nette au premier semestre, s'est fortement ralentie au second.

Forte expansion
des exportations
américaines
au premier
semestre
de 1988...

Sur l'ensemble de 1988, le volume des exportations américaines s'est accru de 24%, résultat remarquable, les ventes à l'étranger de produits non agricoles doublant leur rythme de croissance, à 26%. L'expansion a été particulièrement vive au premier semestre, les exportations ayant augmenté de quelque 30% par rapport à la période correspondante de 1987, grâce à des gains substantiels en volume dans toutes les grandes catégories de marchandises. Les produits agricoles, en particulier, se sont ressentis favorablement d'une concentration d'expéditions de céréales vers l'Union Soviétique. Le développement des exportations en volume s'est cependant nettement ralenti au second semestre. Si l'accroissement de 18% par rapport à la période correspondante de 1987 demeure impressionnant, le recul d'environ 3 1/2% d'un semestre à l'autre de 1988 montre bien qu'il était devenu de plus en plus difficile de maintenir le rythme exceptionnel du début de l'année. Cette décélération s'explique en partie par la chute, liée à la sécheresse, des ventes à l'étranger de produits agricoles, mais la faiblesse plus générale des résultats à l'exportation pourrait également être due à la stagnation des ventes de fournitures et équipements industriels.

... qui s'est
ensuite ralentie

Comme l'intensité de la demande interne ne s'est guère modérée en 1988, l'évolution des importations n'a que faiblement contribué au processus d'ajustement. Les achats à l'étranger hors pétrole ont même enregistré une augmentation de près de 6 1/2% en volume, soit un peu plus qu'en 1987. Le principal facteur de cette expansion a été constitué par la poussée, de près de 25%, des achats de biens d'équipement. Les importations d'autres marchandises se sont généralement peu accrues, ou ont fléchi, surtout en début d'année, mais des signes de renforcement de la demande d'importations se sont manifestés en fin d'année. En fait, alors que les achats à l'étranger d'automobiles et de biens de consommation étaient demeurés faibles au début de 1988, en raison peut-être de la constitution de stocks importants à la fin de 1987, ils se sont vivement accélérés au fil des mois.

Légère amélioration
au Japon

Après une faible augmentation en 1987, l'excédent des paiements courants du Japon s'est réduit à \$79,6 milliards en 1988, ce qui correspond à 2,8% du PNB. Pour l'essentiel, cette diminution a touché la balance des services, dont le solde négatif s'est creusé de \$5,6 milliards, en dépit d'un accroissement de \$4,4 milliards des revenus d'investissements nets. Les dépenses nettes au titre du tourisme ont connu une expansion très rapide en 1988 et ont presque doublé, à \$15,8 milliards. Toutefois, un certain rééquilibrage de la balance commerciale s'est également produit, l'excédent hors pétrole s'étant contracté de \$3,8 milliards. Cette diminution a été entièrement imputable à une évolution favorable du commerce en volume, le Japon ayant encore amélioré ses termes de l'échange.

Poursuite de la
vive progression
des importations ...

L'ajustement a été très rapide du côté des importations. Malgré une chute de \$1,6 milliard des importations pétrolières, qui reflète essentiellement la baisse des cours du pétrole, les achats à l'étranger ont augmenté l'an dernier de près de \$37 milliards, soit de plus de 25%. A prix constants,

l'expansion des importations hors pétrole a atteint 21% en 1988, après 12% en 1987. Le volume des achats de biens manufacturés à l'étranger s'est accru au rythme de 30½%, ce qui est très impressionnant, même si cet accroissement doit être rapporté au très faible volume de cette catégorie d'importations au Japon. En effet, à maints égards, les marchés japonais demeurent relativement fermés aux produits d'origine étrangère. Le taux de pénétration des importations, c'est-à-dire la part des biens manufacturés importés dans la consommation interne totale de ces biens, demeure de loin le plus bas parmi les pays industriels: alors qu'il se situe actuellement aux alentours de 20% pour l'ensemble du monde industrialisé, il dépasse à peine 4% au Japon. De surcroît, par rapport au niveau de 1970, ce taux s'est élevé de façon notable dans la plupart des pays industriels tandis qu'au Japon il n'a pratiquement pas varié.

Du côté des ventes, les exportateurs japonais ont, à l'évidence, surmonté peu à peu le désavantage concurrentiel qu'ils avaient subi du fait de l'appréciation du yen. Pratiquement nulle en 1987, la croissance du volume des exportations a atteint 5% en 1988. Cette augmentation s'est produite pour l'essentiel au second semestre, avec une expansion de plus de 10% en termes réels par rapport aux six premiers mois. L'accélération de la croissance des exportations, l'an dernier, a toutefois été liée non seulement à l'ajustement du secteur des exportations aux modifications de l'environnement extérieur, mais aussi à la stratégie japonaise de développement de centres de production à l'étranger, surtout en Asie du Sud-Est et aux Etats-Unis. Les ventes de machines et de pièces détachées à destination des unités de production japonaises à l'étranger figurent, en effet, parmi les composantes du commerce extérieur dont l'expansion est la plus rapide.

On a souvent vu dans l'importance grandissante des investissements directs du Japon à l'étranger l'un des éléments moteurs du processus d'ajustement extérieur. Cet argument se fonde sur la logique suivante: en déplaçant vers l'étranger une partie des capacités de production des pays excédentaires, l'investissement direct peut créer les conditions permettant d'inverser les flux commerciaux et de réduire les déséquilibres antérieurs des échanges bilatéraux de marchandises. Il convient cependant de nuancer cette conclusion, et ce à deux égards. Tout d'abord, comme cela a été noté plus haut, il est probable que les investissements directs s'accompagnent, dans un premier temps, d'une accélération des exportations de biens d'équipement et de produits semi-finis, ce qui tend ensuite à accroître l'excédent commercial du pays d'origine. Par ailleurs, les effets à plus long terme de l'investissement direct sur la balance commerciale dépendent largement de la nature du projet d'investissement. S'il est vrai que l'investissement dans le secteur manufacturier réoriente effectivement à terme les échanges commerciaux, et peut même les inverser, son incidence dans le secteur immobilier ou dans l'infrastructure commerciale est vraisemblablement faible, voire négative. Il convient de noter à ce propos que les investissements directs du Japon aux Etats-Unis entrent essentiellement dans ces deux dernières catégories.

... et redémarrage de l'expansion des exportations en termes réels

Absence
d'ajustement
en Allemagne ...

En *Allemagne*, on ne constate aucune poursuite de l'ajustement extérieur. Sur l'ensemble de l'année, l'excédent des paiements courants s'est élevé à \$48,6 milliards, soit \$3 milliards de plus qu'en 1987. De surcroît, l'accentuation du déséquilibre extérieur aurait été encore plus prononcée sans l'alourdissement du solde négatif des transactions invisibles provoqué par l'augmentation des dépenses au titre du tourisme, le fléchissement du revenu net des investissements directs à l'étranger et l'accroissement des décaissements dans le cadre de transferts.

En 1988, l'excédent commercial de l'Allemagne s'est accru de \$8,9 milliards, pour s'établir à \$77,2 milliards, essentiellement sous l'effet d'une expansion de près de \$5 milliards du solde positif des échanges hors pétrole. Si ce chiffre est notablement inférieur à la progression de \$13,7 milliards en 1987, les évolutions sous-jacentes semblent aller nettement moins dans le sens d'un ajustement extérieur. En effet, l'augmentation de l'excédent commercial hors pétrole en 1987 était entièrement attribuable à l'amélioration des termes de l'échange de l'Allemagne, qui avait largement compensé les effets des variations en volume. En 1988, en revanche, les termes de l'échange se sont légèrement dégradés en ce qui concerne les marchandises hors pétrole, mais les volumes nets exportés se sont suffisamment développés pour empêcher cette évolution des prix de réduire l'excédent commercial.

... en raison
de l'accélération
de la croissance
des importations

L'augmentation de l'excédent commercial à prix constants est entièrement imputable aux exportations, dont la croissance en volume s'est fortement accélérée en 1988. Après s'être accrues de 2,9% en 1987, les ventes à l'étranger ont progressé de plus de 7% en 1988 en termes réels, les expansions les plus rapides étant intervenues au second semestre. Cette vigueur des exportations donne à penser que les producteurs allemands se sont peu à peu adaptés aux fortes pertes de compétitivité qu'ils avaient subies au cours des deux années précédentes. En outre, comme la reprise de l'activité économique dans le monde était principalement alimentée par les dépenses d'investissement, surtout parmi ses voisins d'Europe, l'Allemagne a bénéficié de cette évolution grâce à sa position traditionnellement forte dans le secteur des biens d'équipement. Des rythmes de croissance particulièrement élevés en volume ont, en effet, été enregistrés pour les exportations de produits de la sidérurgie et de matériel mécanique.

Du côté des importations, en revanche, certains signes donnent à penser que l'ajustement extérieur ne s'est pas interrompu. Avec un développement de 7% sur l'ensemble de 1988, et même de 10% au quatrième trimestre, le volume des importations hors pétrole est demeuré aussi dynamique qu'en 1987, ce qui s'explique par la position concurrentielle favorable des producteurs étrangers, la forte expansion de la demande interne et les problèmes de saturation des capacités de production de certains producteurs allemands.

Déséquilibres internationaux et processus d'ajustement dans les trois plus grands pays industriels

Le Rapport de l'an dernier attribuait à trois facteurs la lenteur relative de la correction des déséquilibres extérieurs observée jusqu'à la fin de 1987 dans

les trois grandes économies industrielles: tout d'abord, le délai de réaction des flux commerciaux aux mouvements des taux de change, et en particulier la faiblesse inattendue du renchérissement des prix des produits importés aux Etats-Unis; en deuxième lieu, l'incidence d'éléments structurels reflétant essentiellement des différences dans la composition par produit et la répartition géographique des échanges; et enfin, l'insuffisance des modifications structurelles de la demande interne dans chacun des trois pays. Ces facteurs ont continué d'exercer une influence en 1988, avec toutefois une modification de leur importance relative.

Le comportement des prix à l'importation constitue un facteur essentiel en ce qui concerne la réaction aux variations des taux de change des volumes de biens achetés à l'étranger. Comme le montre le graphique ci-après, les prix des marchandises importées aux Etats-Unis ont progressé très faiblement en 1985-87 par rapport à leurs coûts de production, d'où une réduction sensible des marges bénéficiaires des fournisseurs étrangers et un ajustement fort lent en volume des importations. Dans le même temps, au Japon et en Allemagne, les marges bénéficiaires des fournisseurs étrangers ne s'étaient que faiblement accrues, et la baisse ou la stabilité des prix à l'importation avait contribué à accélérer la croissance en volume des achats à l'étranger et à corriger les déséquilibres en termes réels. L'an dernier, la hausse de ces prix s'est quelque peu accélérée aux Etats-Unis en début d'année, mais s'est ensuite ralentie. Au quatrième trimestre, ces prix ne s'étaient renchérissés que de 20% par rapport à 1985 (lorsque le dollar EU était au plus haut), alors qu'on peut estimer à plus de 45% l'élévation des coûts de production des fournisseurs. L'évolution récente des prix des biens importés au Japon peut avoir concouru, du fait d'un accroissement des marges bénéficiaires, à ralentir la croissance en volume des importations en 1988 (voir ci-après); quant aux prix des biens importés en Allemagne, ils ont commencé de s'élever à partir du deuxième trimestre, pour se stabiliser en fin d'année, en raison du fléchissement des coûts. Du côté des exportations (voir graphique ci-contre), les exportateurs des trois pays ont été en mesure d'accroître leurs marges bénéficiaires et le volume de leurs ventes en 1988. Au Japon, il s'agit là d'un changement important par rapport aux années précédentes, durant lesquelles les exportateurs japonais avaient comprimé leurs marges. Ces évolutions des prix relatifs des biens échangés ont entraîné une amélioration des termes de l'échange aux Etats-Unis, ce qui a contribué à réduire le déficit commercial en termes nominaux, à atténuer les effets de la courbe en J et à limiter l'ampleur de l'inflation importée. En Allemagne et au Japon, en revanche, les variations des prix relatifs ont en partie compensé l'incidence des modifications des soldes extérieurs en termes réels.

L'influence des différences dans la composition par produit et la répartition géographique des échanges apparaît plus nettement si l'on examine les variations des balances commerciales bilatérales présentées dans le tableau de la page 62, établi sur la base de données douanières FOB-CAF. L'amélioration globale de la balance commerciale des Etats-Unis se chiffre à \$32,4 milliards au total, dont près d'un tiers est imputable au commerce

Plusieurs facteurs ont influencé l'ajustement extérieur: ...

... les variations des prix des biens échangés ...

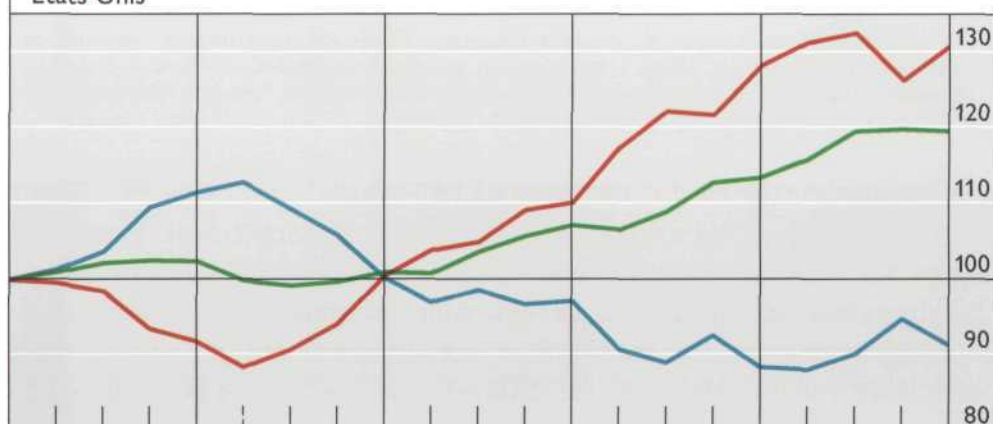
... la composition par produit et la répartition géographique des échanges ...

Coûts de production et marges bénéficiaires des fournisseurs étrangers des marchés des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1984-88

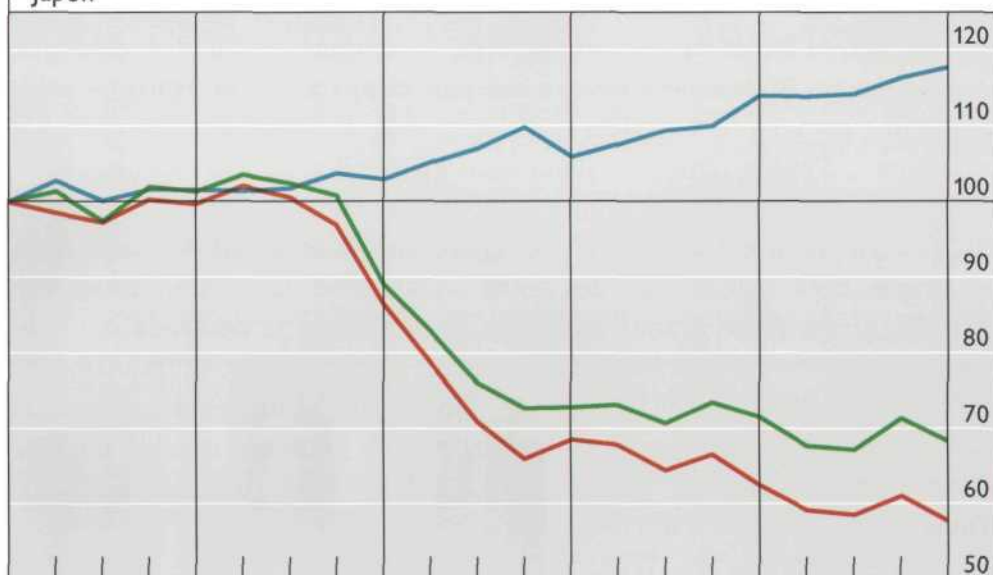
En monnaie du pays importateur; quatrième trimestre 1983 = 100

- Coûts de production des fournisseurs étrangers¹
- Valeurs unitaires à l'importation²
- Marges bénéficiaires³

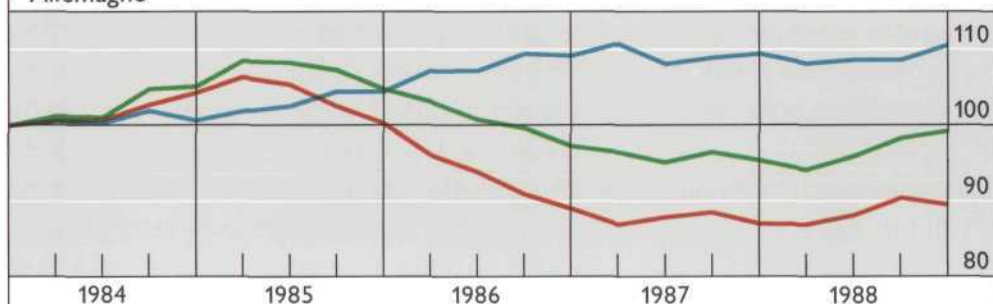
Etats-Unis



Japon



Allemagne



¹ 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; les pondérations sont fonction de la part représentée dans les importations. ² Pour les Etats-Unis, hors pétrole; pour le Japon et l'Allemagne, produits manufacturés. ³ Ratio valeurs unitaires à l'importation/coûts de production.

Balances commerciales bilatérales de certains pays ¹								
Vis-à-vis	Etats-Unis	Japon	Allemagne	Royaume-Uni	Autres pays d'Europe ²	ENI d'Asie ³	Autres pays ⁴	Total
Pays	variations entre 1987 et 1988, en milliards de dollars EU							
Etats-Unis	–	4,3	4,0	3,7	6,6	5,8	8,0	32,4
Japon	–4,3	–	0,7	1,6	0,9	4,1	–5,2	– 2,2
Allemagne	–4,0	–0,7	–	3,5	9,7	–0,1	–2,1	6,3
Royaume-Uni	–3,7	–1,6	–3,5	–	–9,7	–1,2	–1,5	–21,2

¹ Estimations établies à partir de données douanières FOB-CAF (hors matériel militaire) et ajustées pour éliminer les écarts statistiques des balances réciproques. ² Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Suède et Suisse. ³ Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. ⁴ Y compris le poste résiduel.

avec les pays européens (à l'exclusion de l'Allemagne) et près de \$6 milliards à la réduction du solde négatif vis-à-vis des ENI. Simultanément, le déficit à l'égard des deux autres grands pays a diminué de plus de \$8 milliards.

Toutefois, la contraction de l'excédent commercial du Japon et de l'Allemagne vis-à-vis des Etats-Unis a été intégralement ou partiellement compensée par les échanges avec d'autres pays. Le Japon a bénéficié d'une forte croissance de la demande dans la plupart des pays d'Asie, ce qui, conjugué à l'amélioration des soldes à l'égard des pays européens, a limité à quelque \$2 milliards la compression de l'excédent global des échanges. L'évolution en Allemagne a encore été plus frappante à cet égard: le solde positif du commerce extérieur s'est accru de \$6,3 milliards, sous l'effet notamment d'une progression supérieure à \$13 milliards de l'excédent vis-à-vis des pays européens. Comme noté précédemment, cet accroissement, qui s'inscrit dans le contexte d'une légère appréciation du deutsche mark en termes réels (sur la base des coûts unitaires de main-d'œuvre) au sein du SME, a résulté en grande partie de la vigueur de la demande de biens d'équipement dans toute l'Europe. Au total, il apparaît que la réduction du déficit commercial des Etats-Unis en 1988 a été absorbée pour quelque 40% seulement par des pays ayant enregistré un excédent notable en 1987 et pour un tiers environ par des pays à solde négatif (européens pour la plupart).

Sur l'ensemble de 1988, les modifications en termes réels de la demande interne par rapport à la production ont contribué à réduire les déséquilibres extérieurs des trois grands pays. Aux Etats-Unis, l'expansion de la production a dépassé de 0,9 point, contre 0,4 point en 1987, celle de la demande interne, tandis qu'au Japon l'écart de croissance entre demande et production s'est élargi de 0,7 point à 2 points (voir tableau page 15 du Chapitre II et graphique page 64). En Allemagne, en revanche, l'écart de 1,3 point, qui était apparu en 1986 et 1987 entre la demande et la production, est revenu à 0,1 point seulement en 1988. Ces modifications ressortent également des volumes de biens échangés, comme le montre le tableau page 65. Aux Etats-Unis, l'écart de croissance entre volumes d'exportations et d'importations s'est nettement accentué entre 1987 et 1988, tandis qu'un élargissement semblable, mais de signe opposé, est apparu au Japon.

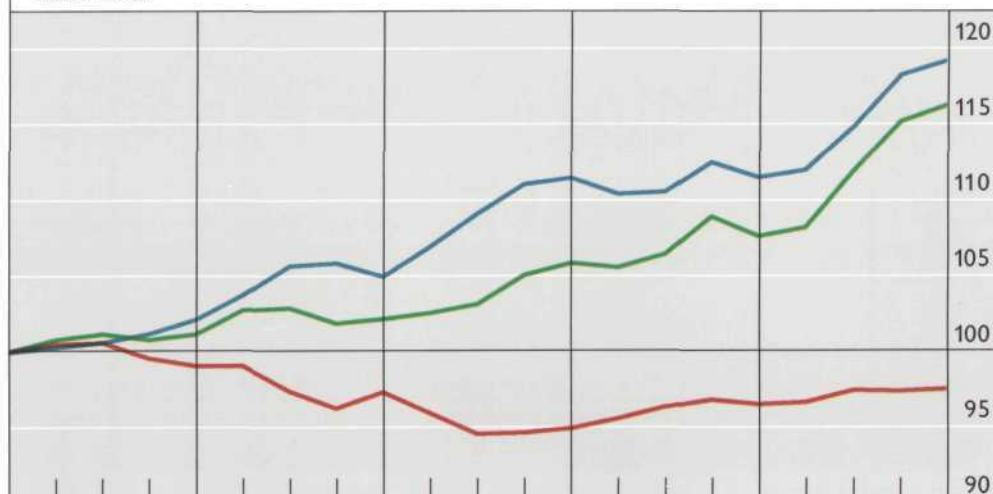
... et les écarts entre l'accroissement de la production et de la demande

Coûts de production et marges bénéficiaires des exportateurs des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne (estimations), 1984-88

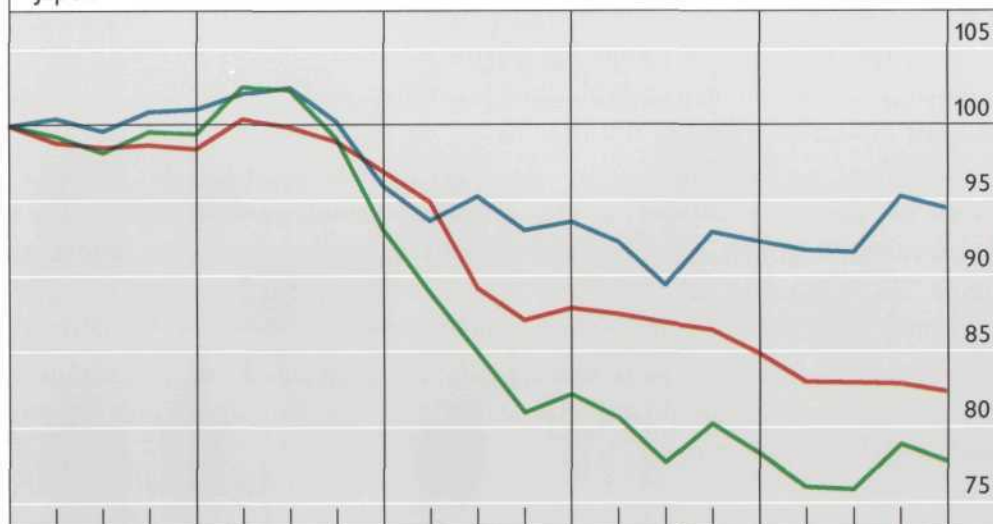
En monnaie nationale; quatrième trimestre 1983 = 100

- Coûts de production des exportateurs¹
- Valeurs unitaires à l'exportation²
- Marges bénéficiaires³

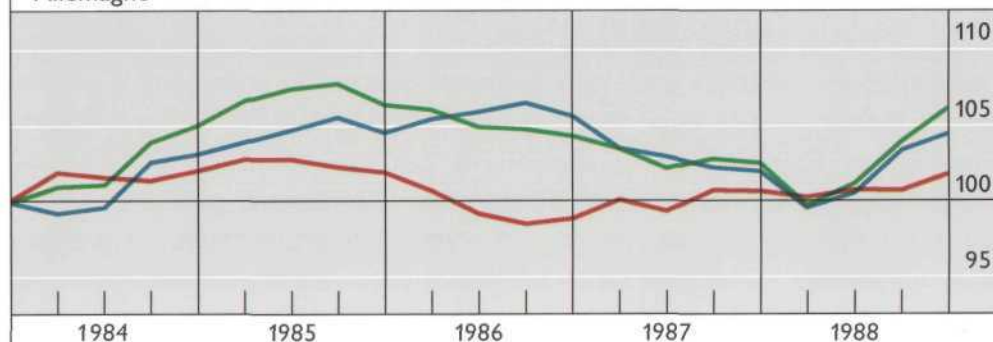
Etats-Unis



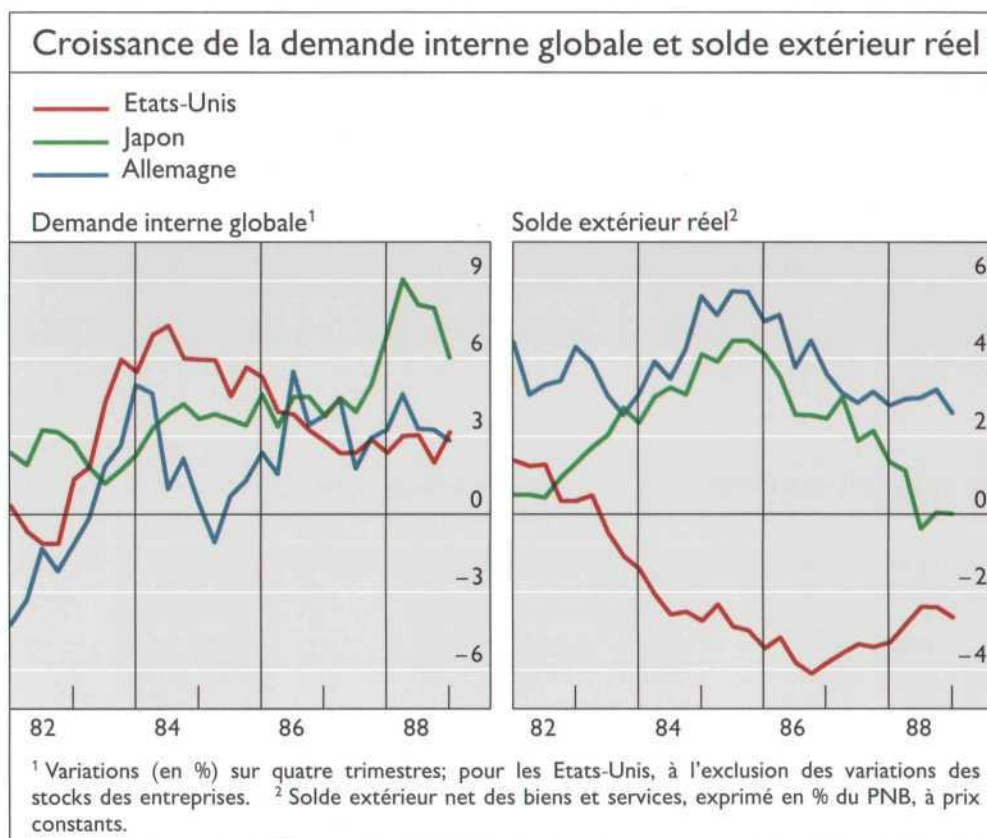
Japon



Allemagne



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



Cependant, ainsi que le montre la partie inférieure du tableau et comme indiqué précédemment, ces évolutions favorables aux Etats-Unis et au Japon se sont infléchies en cours d'année, ce qui donne à penser que le processus d'ajustement s'essouffait. L'écart entre les taux d'expansion des exportations et des importations a été progressivement ramené de plus de 21 points à 12 points aux Etats-Unis, tandis qu'il revenait à $-5\frac{1}{2}$ points au Japon. En Allemagne, où le rythme d'accroissement des importations avait nettement dépassé celui des exportations en 1986, en termes réels, la situation s'est inversée dès le deuxième trimestre de 1988; en fin d'année, cependant, les achats à l'étranger se sont à nouveau développés plus rapidement que les exportations.

Potentiel de réduction des déséquilibres extérieurs des trois grands pays industriels

Les évolutions récentes soulèvent certaines questions concernant le potentiel de réduction, aux taux de change actuels, des déséquilibres extérieurs, surtout aux Etats-Unis. Des simulations ont été effectuées à l'aide de modèles macro-économiques à dimension internationale, sur la base des niveaux actuels de taux de change et du rythme de croissance de la production, en termes réels, pour tous les grands pays. Elles indiquent généralement que le déficit des paiements courants des Etats-Unis se réduira encore faiblement en 1989, mais qu'il se creusera ensuite progressivement, à une vitesse et avec une ampleur qui varient selon le modèle utilisé. Trois explications sont généralement fournies pour justifier ces résultats. Premièrement,

La réduction future du déséquilibre américain sera probablement faible ...

comme le revenu réel progresse au même rythme dans chaque pays, la balance commerciale des Etats-Unis se détériorerait à cause de la taille du déséquilibre actuel, même si l'élasticité des importations par rapport aux revenus était identique dans tous les pays. La dégradation serait encore plus prononcée si – comme cela semble être le cas – cette élasticité était plus élevée aux Etats-Unis qu'ailleurs. Deuxièmement, en raison de l'accroissement de l'endettement extérieur, l'augmentation des versements d'intérêts à l'étranger alourdit le déficit américain des paiements courants. Troisièmement, on estime en général que, lorsque les effets différés d'une modification du taux de change réel sont pleinement réalisés, il est très difficile de conquérir des parts de marché supplémentaires.

... sauf si elle est stimulée par un avantage en matière de coûts ...

Il est toutefois possible que ces parts continuent de s'accroître si l'avantage concurrentiel est suffisamment important. Les analyses des conséquences d'une modification de taux de change pour le commerce international tendent traditionnellement à privilégier les effets sur la demande et à négliger l'incidence à plus long terme du côté de l'offre, qui peut être à la fois plus marquée et plus durable. A titre d'exemple, le Japon a accru ses parts de marché à l'étranger au cours des années cinquante et soixante grâce à des coûts de production faibles, mais qui ne fléchissaient pas; la même observation vaut, dans une période plus récente, pour les quatre ENI d'Asie. Ces économies ont effectivement continué à gagner des parts de marché l'an dernier, malgré la revalorisation de leurs taux de change réels. Une telle évolution est cependant soumise à une importante condition: un avantage en matière de coûts doit s'accompagner d'une extension des capacités suffisamment forte pour empêcher la formation de goulets d'étranglement dans les secteurs qui exportent ou sont soumis à la concurrence étrangère. La marge disponible pour développer les parts de marché augmentera sans doute également si le rythme d'expansion des capacités de production est plus rapide que celui des principaux partenaires commerciaux. L'expérience montre que les pays bénéficiant d'un rythme

... et une forte augmentation des capacités de production

Evolution des échanges commerciaux en volume aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne						
Année et trimestre	Etats-Unis		Japon		Allemagne	
	Expor- tations	Impor- tations	Expor- tations	Impor- tations	Expor- tations	Impor- tations
	variations en % par rapport à la période correspondante de l'année précédente					
1985	3,2	4,5	4,6	0,4	5,9	4,2
1986	7,1	13,2	-0,6	9,5	1,9	6,1
1987	13,2	5,5	0,3	9,3	2,9	5,4
1988	23,8	7,0	5,1	16,7	7,4	6,7
1988 TI	32,1	10,9	2,6	21,4	2,5	4,8
TII	29,2	8,8	2,5	19,6	8,3	3,7
TIII	19,4	4,3	6,5	15,3	8,8	6,9
TIV	16,4	4,4	5,9	11,3	8,8	10,2
Remarque: les données trimestrielles relatives aux Etats-Unis et à l'Allemagne sont corrigées des variations saisonnières.						

soutenu de formation brute de capital fixe tirent avantage des innovations techniques et d'une évolution favorable au niveau de l'offre.

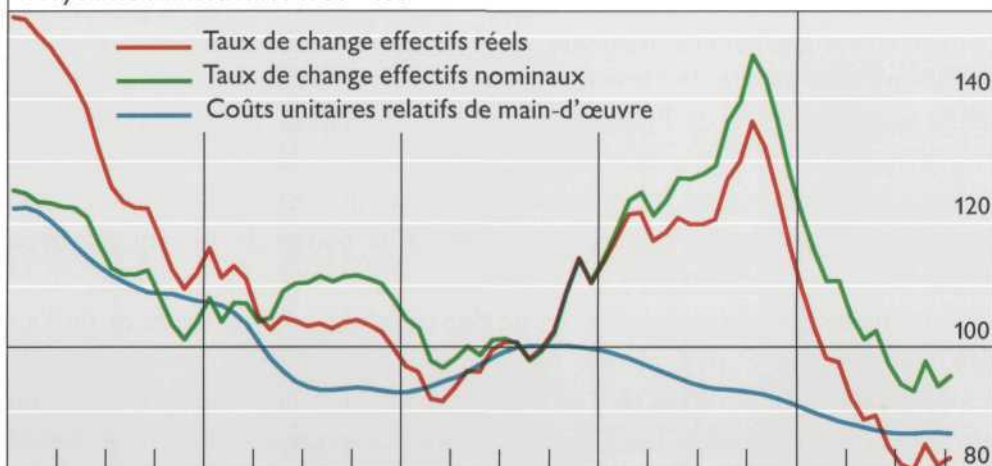
Les possibilités pour les Etats-Unis d'accroître davantage leurs parts des marchés d'exportation et d'abaisser le taux de pénétration des importations dépendent donc de deux conditions: tout d'abord, il faut que les variations des taux de change et l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre placent les industries américaines dans une situation favorable en matière de coûts; il faut également que l'investissement fixe se développe à un rythme suffisamment rapide pour éviter les goulets d'étranglement. S'agissant de la première condition, le graphique supérieur de la page 67 indique que le taux de change effectif réel du dollar a touché son plus bas niveau au début de 1988, après avoir atteint son maximum au début de 1985. En outre, comme on peut le constater d'après le graphique du milieu (qui retrace l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre aux Etats-Unis et chez leurs principaux partenaires commerciaux), la baisse du taux de change effectif réel s'est accompagnée de l'apparition d'une position favorable des industries manufacturières des Etats-Unis sur le plan des coûts relatifs. Ces mesures indicatives laissent penser que, en termes de compétitivité, les industries américaines pourraient conquérir de nouvelles parts de marché. Il paraît cependant douteux qu'elles puissent exploiter pleinement leur avantage en matière de coûts. Comme le montre le graphique inférieur, si le taux de progression de la formation brute de capital fixe aux Etats-Unis a été supérieur à celui de leurs principaux partenaires commerciaux jusqu'en 1985, cette tendance s'est toutefois nettement inversée pendant les trois dernières années. De surcroît, les capacités de production ont été utilisées à un degré proche de la saturation, l'an dernier, dans de nombreux pays, y compris aux Etats-Unis (voir page 35).

Malgré l'avantage dont bénéficient les industries américaines en matière de coûts, l'accroissement comparativement lent de l'investissement fixe aux Etats-Unis et l'apparition d'insuffisances au niveau de la production risquent donc de rendre difficile une nouvelle réduction du déficit commercial. On peut également replacer ce risque dans le contexte des modifications récentes des comportements en matière d'épargne et d'investissement ainsi que de la nécessité d'ajuster les soldes financiers sous-jacents. Ces points sont examinés au Chapitre II et illustrés dans le tableau de la page 68. Comme on le voit dans ce tableau, les variations des déficits budgétaires entre 1979 et 1985 se sont toutes accompagnées d'un mouvement identique des paiements courants, bien que les modifications de l'épargne privée nette aient partiellement compensé la variation des soldes budgétaires. Plus récemment, cette relation a cependant été moins uniforme. Entre 1985 et 1988, la diminution du déficit fédéral des Etats-Unis ne s'est accompagnée que d'une légère amélioration des paiements courants, le recul de l'épargne nette du secteur privé ayant compensé à quelque 90% la correction budgétaire. Au Japon aussi, l'épargne privée nette a fléchi, mais cela a concouru à neutraliser en partie l'assainissement budgétaire et à réduire l'excédent extérieur, tandis qu'en Allemagne l'amplification du solde négatif du budget a été largement compensée par une expansion de l'épargne privée nette.

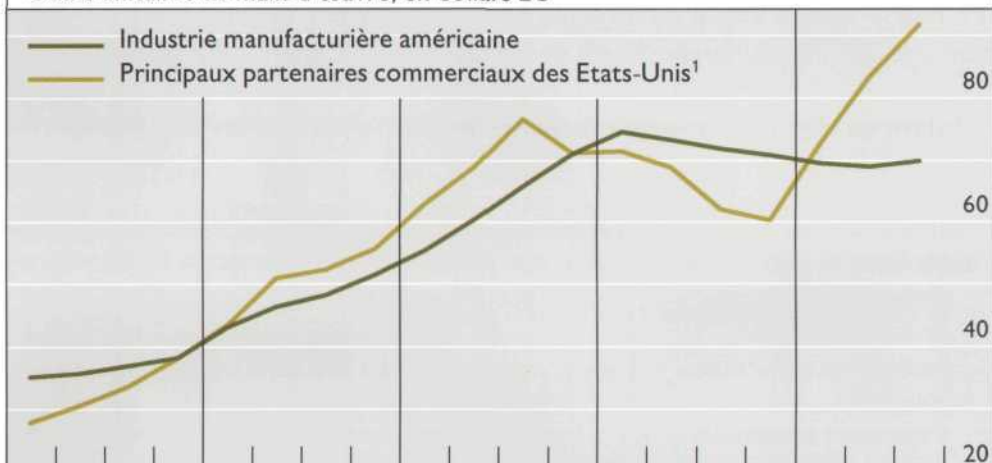
L'ajustement des soldes financiers intérieurs ...

Evolution des taux de change effectifs, des coûts relatifs et de la formation brute de capital fixe des entreprises aux Etats-Unis

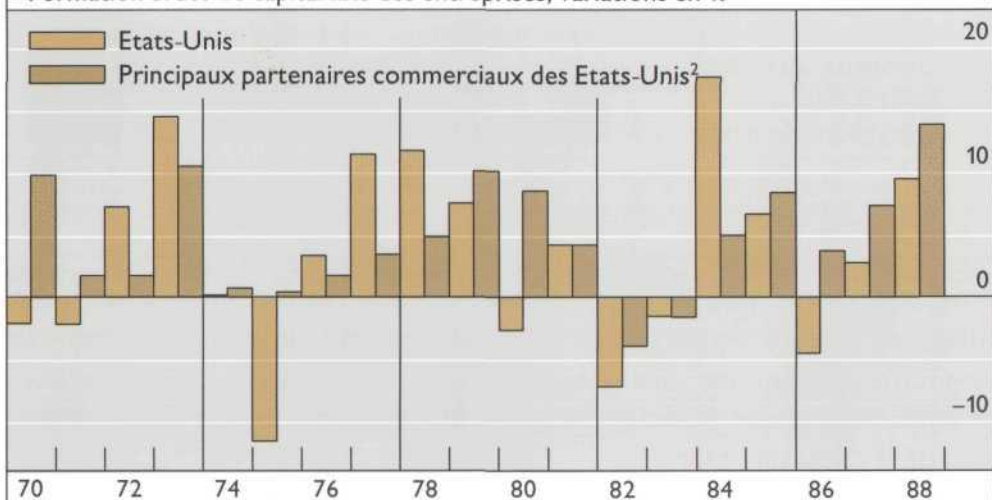
Taux de change effectifs et coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre
Moyennes trimestrielles 1980 = 100



Coûts unitaires de main-d'œuvre, en dollars EU



Formation brute de capital fixe des entreprises, variations en %



¹ Ratio rémunération par personne employée (convertie aux taux de change courants) sur production unitaire aux prix de 1980 (convertie sur la base des parités de pouvoir d'achat de l'industrie de transformation), pondéré en fonction des échanges commerciaux. ² Moyennes pondérées en fonction des échanges commerciaux.

Source: Hooper, P. et Larin, K.: "International Comparisons of Labor Costs in Manufacturing", International Finance Discussion Paper, No 330, Conseil de la Réserve fédérale, août 1988.

Ces développements amènent à deux conclusions de caractère général. En premier lieu, il importe qu'une nouvelle diminution du déficit fédéral américain s'accompagne d'un accroissement de l'épargne des ménages et des sociétés ainsi que d'une accélération du rythme de l'investissement. En second lieu, il est nécessaire que les ressources financières dégagées par la consolidation budgétaire attendue en Allemagne soient absorbées par une expansion plus rapide de l'investissement privé, si l'on veut éviter un gonflement supplémentaire de l'excédent extérieur. Le Japon, pour sa part, a déjà pris d'importantes mesures visant à corriger les déséquilibres externe et interne, et la réalisation de nouveaux progrès sur cette voie dépend peut-être principalement du caractère durable de la baisse de l'épargne privée nette.

... pourrait favoriser la correction des déséquilibres extérieurs

La nécessité du renforcement de l'épargne du secteur privé et de l'investissement aux Etats-Unis est mise en évidence si on la replace dans le contexte de l'amélioration de l'an dernier. Contrairement aux prévisions de nombreux observateurs, les Etats-Unis sont parvenus à réduire leur déficit des paiements courants sans exercer d'effet restrictif ni sur le commerce mondial ni sur la demande interne. Ce résultat a été obtenu grâce au redémarrage de la demande hors des Etats-Unis. Cependant, pour que ce

Balances des paiements courants et soldes financiers intérieurs*					
Pays	1979	1982	1985	1987	1988
	en % du PNB				
Etats-Unis					
Paiements courants	0,0	-0,3	-2,9	-3,4	-2,8
Solde budgétaire	0,5	-3,5	-3,3	-2,3	-1,8
Epargne privée nette	-0,5	3,2	0,4	-1,1	-1,0
Japon					
Paiements courants	-0,9	0,6	3,7	3,6	2,8
Solde budgétaire	-4,7	-3,6	-0,8	0,6	1,3
Epargne privée nette	3,8	4,2	4,5	3,0	1,5
Allemagne					
Paiements courants	-0,7	0,8	2,6	4,0	4,0
Solde budgétaire	-2,6	-3,3	-1,1	-1,8	-2,0
Epargne privée nette	1,9	4,1	3,7	5,8	6,0

* Le solde budgétaire est celui des administrations publiques; l'épargne privée nette est égale à l'épargne brute (sociétés et ménages), diminuée de l'investissement brut, et comprend les postes résiduels.

processus puisse se poursuivre, il importe que les industries américaines soient en mesure de participer au développement du commerce mondial sans être freinées par une saturation de leurs capacités de production, objectif difficilement réalisable sans une action destinée à modérer l'expansion de la demande interne.

Evolution des paiements courants dans les autres pays industriels

En ce qui concerne les autres pays industriels, l'évolution de la balance des paiements en 1988 a été essentiellement caractérisée par la forte détérioration des paiements courants du Royaume-Uni, qui explique en quasi-totalité

La vigueur des pressions de la demande provoque une détérioration marquée du solde extérieur du Royaume-Uni...

l'accroissement de \$20 milliards du déficit commercial global de ces pays et, pour 80%, la dégradation de leurs paiements courants. On peut classer les pays industriels (à l'exclusion des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne) en trois grands groupes: ceux dont la position des paiements courants s'est assez nettement détériorée du fait de l'expansion rapide de la demande interne, le volume d'importations ayant progressé beaucoup plus vite que celui des exportations; ceux dont le solde extérieur n'a dans l'ensemble pas changé, en raison, dans la plupart des cas, d'une progression du solde commercial compensée par une baisse des transactions invisibles; ceux dont les paiements courants se sont sensiblement améliorés, mais pas toujours pour les mêmes raisons.

Au *Royaume-Uni*, le déficit des paiements courants s'est profondément creusé, passant de \$5 milliards en 1987 à \$26 milliards en 1988. L'amoindrissement des revenus nets au titre des transactions invisibles et la diminution des recettes pétrolières expliquent, à hauteur de \$5,5 milliards, la détérioration de la balance globale des paiements courants. Toutefois, il faut en attribuer la cause principale à la forte expansion de la demande interne, qui, à 6½%, a été supérieure de 2 points à la moyenne observée pour le groupe des pays industriels et entraîné un gonflement de 13% des importations en termes réels, les producteurs britanniques atteignant presque les limites de leurs capacités. Avec l'érosion de la compétitivité du Royaume-Uni due à l'accroissement plus rapide des coûts de main-d'œuvre et à l'appréciation de la livre sterling, la hausse de la demande interne a également contribué au ralentissement de la croissance en volume des exportations de produits manufacturés. Celle-ci n'a été que de 5%, car la production nationale s'est trouvée de plus en plus dirigée vers le marché interne. Au cours de 1988, des mesures ont été adoptées – essentiellement sous forme de relèvements des taux d'intérêt – en vue d'atténuer l'expansion de la demande, mais, à la fin de l'année, alors que le déficit des paiements courants dépassait 4% du PNB, leur incidence sur l'accroissement des importations se faisait encore attendre.

Bien que la détérioration n'ait jamais été aussi importante qu'en 1988, l'accentuation du déficit commercial hors pétrole ne constitue pas un phénomène récent. En 1982, le solde de ces échanges enregistrait déjà un déficit de \$4,2 milliards, qui s'est progressivement élargi jusqu'à \$23,7 milliards en 1987, soit une moyenne de \$4 milliards par an. En 1988, elle a cependant été quatre fois supérieure. Cette situation a résulté principalement de l'intensification des pressions de la demande interne sur l'économie britannique ces dernières années, ce qui a nettement accru l'écart de croissance de la demande entre le Royaume-Uni et les autres pays industriels. Ainsi, par rapport aux principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni au sein de la Communauté européenne, cet écart a atteint en moyenne près de 2 points par an durant toute cette période. L'incidence des pressions relatives de la demande a toutefois été tempérée, entre 1982 et 1987, par l'amélioration constante de la compétitivité du secteur manufacturier du Royaume-Uni.

Des signes de surchauffe et une aggravation du solde extérieur ont également été constatés dans un certain nombre d'autres pays industriels.

Balances globales des paiements courants									
Pays et zones	Balance commerciale			Transactions invisibles			Transactions courantes		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988
	en milliards de dollars EU								
Pays industriels	- 8	- 29	- 7	- 8	- 16	- 51	- 16	- 45	- 58
Principaux pays industriels	- 0,7	- 13,5	7,5	- 13,9	- 26,8	- 59,5	- 14,6	- 40,3	- 52,0
Allemagne	54,6	68,3	77,2	- 14,9	- 22,9	- 28,6	39,7	45,4	48,6
Canada	7,1	8,3	7,8	- 14,6	- 16,3	- 16,9	- 7,5	- 8,0	- 9,1
Etats-Unis	-144,5	-160,3	-126,5	5,7	6,3	- 8,8	-138,8	-154,0	-135,3
France	- 2,4	- 9,2	- 8,7	5,5	5,1	4,5	3,1	- 4,1	- 4,2
Italie	4,5	- 0,1	- 0,8	- 1,6	- 1,5	- 4,7	2,9	- 1,6	- 5,5
Japon	92,8	96,4	95,0	- 7,0	- 9,4	- 15,4	85,8	87,0	79,6
Royaume-Uni	- 12,8	- 16,9	- 36,5	13,0	11,9	10,4	0,2	- 5,0	- 26,1
Autres pays industriels	- 6,8	- 15,0	- 14,8	5,7	10,0	8,4	- 1,1	- 5,0	- 6,4
Afrique du Sud	7,2	7,2	5,2	- 4,0	- 4,2	- 3,9	3,2	3,0	1,3
Australie	- 2,1	- 0,5	- 1,1	- 7,7	- 8,3	- 9,9	- 9,8	- 8,8	- 11,0
Autriche	- 4,6	- 5,1	- 4,3	4,7	4,7	4,0	0,1	- 0,4	- 0,3
Danemark	- 1,1	0,8	2,1	- 3,3	- 3,8	- 3,9	- 4,4	- 3,0	- 1,8
Espagne	- 6,5	- 13,0	- 17,6	10,3	13,3	14,6	3,8	0,3	- 3,0
Finlande	1,5	1,2	1,0	- 2,2	- 3,1	- 4,0	- 0,7	- 1,9	- 3,0
Grèce	- 4,4	- 5,5	- 5,9	2,7	4,3	4,9	- 1,7	- 1,2	- 1,0
Irlande	1,1	2,6	3,1	- 1,8	- 2,2	- 2,1	- 0,7	0,4	1,0
Islande	0,1	- 0,1	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2	0,0	- 0,2	- 0,2
Norvège	- 2,1	- 0,9	- 1,0	- 2,4	- 3,2	- 2,7	- 4,5	- 4,1	- 3,7
Nouvelle-Zélande	0,2	0,5	1,5	- 1,7	- 2,3	- 2,3	- 1,5	- 1,8	- 0,8
Pays-Bas	7,2	5,3	8,0	- 2,9	- 2,3	- 2,8	4,3	3,0	5,2
Portugal	- 1,6	- 3,6	- 4,9	2,7	4,0	4,5	1,1	0,4	- 0,4
Suède	5,2	4,7	5,2	- 5,1	- 5,8	- 7,6	0,1	- 1,1	- 2,4
Suisse	- 3,7	- 5,2	- 5,8	10,6	12,5	12,1	6,9	7,3	6,3
Turquie	- 3,1	- 3,2	- 1,8	1,6	2,2	3,3	- 1,5	- 1,0	1,5
UEBL ¹	0,6	- 0,1	0,9	2,5	3,0	2,5	3,1	2,9	3,4
Yougoslavie	- 0,7	- 0,1	0,6	1,8	1,3	1,9	1,1	1,2	2,5
Pays d'Europe de l'Est ²	10	16	14	0	0	0	10	16	14
Pays en développement	10	49	31	- 53	- 52	- 55	- 43	- 3	- 24
Exportateurs de pétrole ³	20	47	32	- 51	- 51	- 52	- 31	- 4	- 20
Non exportateurs de pétrole	- 10	2	- 1	- 2	- 1	- 3	- 12	1	- 4
Exportateurs de produits manufacturés ³	9	24	21	- 2	- 1	- 1	7	23	20
Exportateurs de produits de base ³	2	- 2	0	- 15	- 15	- 17	- 13	- 17	- 17
Divers	- 21	- 20	- 22	15	15	15	- 6	- 5	- 7
Total ⁴	12	36	38	- 61	- 68	-106	- 49	- 32	- 68

¹ Union économique belgo-luxembourgeoise. ² Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS. ³ Pays pour lesquels le pétrole, les produits manufacturés et les produits de base respectivement ont représenté en 1984-86 plus de 50% de leurs exportations de biens et services. ⁴ Correspond à l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants.

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

... mais aussi un certain affaiblissement dans plusieurs autres pays industriels

L'accroissement rapide des dépenses d'investissement a étayé l'expansion de 13½% des importations en volume du *Canada*, sous forme surtout d'équipements productifs. Grâce au dynamisme des exportations et à l'amélioration des termes de l'échange, la détérioration de la balance commerciale n'a été que de \$0,5 milliard, mais, en raison du déficit croissant du solde des revenus d'investissement, le déficit des transactions courantes s'est accru de \$1,1 milliard. Les pressions de la demande ont également stimulé l'expansion des importations en *Italie*, où les échanges commerciaux ont enregistré un faible déficit de \$0,8 milliard du fait de la lenteur relative avec laquelle les exportations industrielles ont répondu à la demande mondiale. En outre, la forte contraction du solde des transactions invisibles, résultant notamment de l'augmentation considérable des dépenses à l'étranger des touristes italiens après l'assouplissement du contrôle des changes, a porté le déficit des paiements courants à \$5,5 milliards.

Le caractère généralement restrictif de la politique économique en *Australie* n'a pas réussi à modérer la demande interne, et le volume des importations s'est accru de plus de 17%, tandis que celui des exportations a stagné. L'amélioration des termes de l'échange a limité la dégradation de la balance commerciale, mais le déficit des paiements courants s'est encore creusé, à \$11 milliards, en raison de l'affaiblissement du solde des transactions invisibles. L'*Espagne* et le *Portugal* ont vu leur déficit commercial s'accroître de nouveau fortement en 1988. Les importations des deux pays ont nettement augmenté en volume, du fait notamment de l'intensification des investissements financés dans une large mesure par des entrées de capitaux. La balance des transactions invisibles a enregistré une légère amélioration dans les deux pays, insuffisante toutefois pour empêcher une dégradation de la position des transactions courantes, devenue déficitaire en Espagne à concurrence de \$3 milliards. La balance commerciale de la *Suède* ne s'est pas détériorée, grâce uniquement à l'amélioration des termes de l'échange. L'expansion de la demande interne a dépassé de loin celle de la production, et l'affaiblissement de la position concurrentielle du pays s'est fait sentir au niveau des exportations. Les transactions invisibles s'étant nettement dégradées, le déficit des paiements courants de la Suède s'est élargi de \$1,3 milliard. En *Finlande*, également, le déficit des opérations courantes s'est accru en raison de la faible croissance des exportations et de l'augmentation du déficit au titre des services. En *Afrique du Sud*, l'accélération de la demande interne a porté à près de 25% l'accroissement des importations. Bien que le rythme des exportations se soit redressé après la forte baisse de 1987, l'excédent de la balance commerciale et, partant, celui des paiements courants ont enregistré une contraction de \$2 milliards environ.

D'autres pays maintiennent leur position extérieure...

Dans certains pays, la balance des paiements courants n'a pratiquement pas varié en 1988; il s'agit, entre autres, de la *France*, de l'*Union économique belgo-luxembourgeoise*, de l'*Autriche*, de la *Grèce* et, dans une moindre mesure, de la *Suisse*. A l'exception de la Grèce, ces pays ont tous bénéficié de termes de l'échange assez stables et d'exportations en termes réels relativement soutenues, grâce à une certaine amélioration de leur position

concurrentielle. La demande interne s'y est accrue à un rythme proche de la moyenne enregistrée pour le monde industriel, mais, en raison d'une tendance nouvelle en faveur de l'investissement en capital fixe à forte proportion d'importations, le volume des achats à l'extérieur a progressé dans chaque cas à peu près deux fois plus vite que la demande interne. Pour l'Union économique belgo-luxembourgeoise et l'Autriche, où les produits intermédiaires et semi-finis représentent une partie importante des exportations, l'expansion des ventes à l'étranger de l'industrie manufacturière a été particulièrement vive. En France, en revanche, certains secteurs de l'industrie ont encore semblé insuffisamment adaptés aux tendances de la demande internationale. Néanmoins, la réduction du déficit des échanges pétroliers et les excellents résultats du secteur agricole ont permis au déficit commercial de se réduire quelque peu, tandis que la balance des transactions courantes se stabilisait. En Grèce, la légère dégradation du solde commercial a été entièrement compensée par le renforcement sensible de l'excédent des invisibles. En Suisse, la balance commerciale et le solde des transactions invisibles ont tous deux enregistré une faible détérioration.

Un certain nombre de pays industriels ont réussi à renforcer nettement leur solde extérieur. Pour certains, cette amélioration a reflété le dynamisme des exportations; dans d'autres cas, elle a résulté en grande partie d'une limitation des importations. Les *Pays-Bas* et la *Turquie* ont vu leurs transactions courantes progresser de \$2-\$2,5 milliards, grâce essentiellement à la bonne tenue des exportations de produits manufacturés, qui se sont accrues de quelque 14% en termes réels. Aux Pays-Bas, la demande interne a augmenté davantage qu'en 1987, mais à un rythme nettement inférieur à celui de la plupart des autres pays industriels; en Turquie, son expansion et, parallèlement, celle des importations en volume, ont été puissamment freinées par la mise en place de politiques plus restrictives en cours d'année. Stimulé par l'ampleur de la croissance de la demande au Royaume-Uni, l'accroissement des exportations en volume a aussi été la principale cause de l'amélioration de la balance des paiements courants de l'*Irlande*, tandis que la progression des importations a été limitée par la faiblesse de la demande interne.

... ou la renforcent nettement

C'est au *Danemark* et en *Nouvelle-Zélande* que les répercussions des politiques économiques restrictives sur le solde extérieur ont été les plus apparentes. Ces deux pays ont adopté de telles politiques pour des considérations externes depuis un certain nombre d'années et ont réussi en 1988 à restreindre la demande d'importations. En raison d'une diminution de leur compétitivité, les exportations ont enregistré de moins bons résultats que dans les autres pays industriels, bien que leur incidence sur la balance commerciale ait été atténuée en Nouvelle-Zélande par l'amélioration des termes de l'échange. En Norvège, l'attitude des autorités a été à peu près la même qu'au Danemark et en Nouvelle-Zélande, et la demande d'importations a fortement fléchi. Néanmoins, la balance commerciale n'a pu se redresser, du fait de la détérioration sensible des termes de l'échange et de la faiblesse structurelle des transports maritimes.

Evolution dans
les pays d'Europe
de l'Est

Les excédents de la balance commerciale globale et des paiements courants des pays d'Europe de l'Est se sont contractés, selon les estimations, de \$2 milliards, pour s'établir à \$14 milliards en 1988. Toutefois, les revenus nets en monnaies convertibles ont probablement été sensiblement moindres – de quelque \$10 milliards – étant donné qu'une partie importante des échanges commerciaux entre ces pays et le monde en développement s'effectue sous forme de troc ou d'accords bilatéraux de compensation. La réduction de l'excédent commercial a été entièrement imputable au renversement du solde avec les pays industriels occidentaux, le surplus de \$1,6 milliard en 1987 ayant fait place à un déficit estimé à \$1,7 milliard en 1988. Cette détérioration est à mettre entièrement au compte de l'*Union Soviétique*, ses échanges avec les pays industriels (à l'exclusion des ventes d'or) enregistrant un solde déficitaire de \$3,5 milliards, alors qu'ils étaient quasiment équilibrés en 1987. Si la faiblesse des prix du pétrole a limité à 10% la croissance des exportations, la vive expansion des importations de céréales au premier semestre de 1988 et l'ampleur des achats d'équipements productifs effectués tout au long de l'année pour soutenir l'effort de modernisation ont entraîné une accélération du rythme des importations estimée à 25%. Dans les autres pays d'Europe de l'Est, le solde extérieur ne s'est guère modifié par rapport à l'année précédente. En *Pologne*, où les échanges avec les pays industriels occidentaux se sont accrus de plus de 20%, l'excédent commercial en monnaies convertibles (\$1,3 milliard) s'est modérément renforcé, mais le déficit des transactions courantes est resté, selon les estimations, à \$0,4 milliard. L'accroissement des exportations a également été assez vif (quelque 15%) en *Hongrie* et en *Roumanie*; il en est allé différemment pour les importations, puisqu'elles ont été freinées, dans le premier pays, pour favoriser l'ajustement extérieur et, dans le second, pour permettre une réduction de l'endettement. L'excédent commercial en monnaies convertibles de la Roumanie s'est renforcé de \$0,3 milliard, pour s'élever à \$2,6 milliards, et il est possible que l'excédent des transactions courantes ait atteint quelque \$2 milliards en 1988. En *Hongrie*, où un surplus commercial de \$0,7 milliard est apparu, la balance des paiements courants a continué d'enregistrer un déficit de \$0,6 milliard. La position extérieure de la *République démocratique allemande* et de la *Bulgarie* s'est aussi légèrement détériorée, car les exportations des deux pays ont fléchi alors que les importations se sont fortement accrues.

Evolution de la position extérieure des pays en développement

La réapparition
d'un important
déficit global
des transactions
courantes...

La balance des paiements courants du groupe des pays en développement s'est affaiblie, puisqu'elle est passée d'un équilibre approximatif en 1987 à un déficit de \$24 milliards en 1988. Cette dégradation – la plus importante depuis 1982 – s'explique principalement par la contraction de l'excédent commercial. En volume, les exportations ont continué de progresser, mais les importations se sont accrues, elles aussi, et les termes de l'échange se sont détériorés (voir tableau page 75). L'accroissement de 10% des importations, qui fait suite à une augmentation de 6½% en 1987, semble résulter

d'un certain assouplissement de la politique de compression des importations largement appliquée pendant les années postérieures à 1982.

Comme les autres années, les modifications globales masquent de très grandes différences entre les zones géographiques et entre les pays regroupés en fonction de leurs principales exportations. Les pays exportateurs de pétrole, qui ont souffert de la baisse des prix pétroliers, sont à l'origine de quelque 75% de la détérioration globale (soit \$16 milliards) des transactions courantes des pays en développement. Le reste est imputable essentiellement à la contraction de l'excédent extérieur des quatre économies nouvellement industrialisées (ENI) d'Asie. Le déficit extérieur des pays exportateurs de produits de base n'a pas varié l'année dernière, et le groupe des pays lourdement endettés, qui comprend des pays exportateurs de pétrole ainsi que des exportateurs de matières premières et de biens manufacturés, a enregistré une légère détérioration de sa balance des paiements courants.

Si l'on examine les prix et les volumes des échanges commerciaux de manière moins globale, on relève un certain nombre de caractéristiques notables en 1988. Tout d'abord, sous l'effet du fort redressement des cours des matières premières autres que le pétrole et de la chute des prix pétroliers, les termes de l'échange de l'ensemble des pays exportateurs de produits de base se sont améliorés de 5½%, ce qui n'a permis cependant de compenser qu'une faible partie des pertes enregistrées à cet égard depuis 1982. En ce qui concerne les exportateurs de produits manufacturés, les termes de l'échange ne se sont guère modifiés, et la hausse du pouvoir d'achat des exportations a découlé presque entièrement de l'accroissement des exportations en volume. Comme mentionné au Chapitre II (page 41), le renchérissement des produits de base hors pétrole a été moindre pour les pays en développement que pour les pays industriels fournissant de tels produits. En outre, du fait de contrats à long terme, les modifications des cours des produits de base sur le marché mondial ne se répercutent habituellement sur les prix à l'exportation qu'avec un retard considérable (voir les deux dernières colonnes du tableau de la page suivante).

En deuxième lieu, la forte croissance des importations en volume a été imputable en grande partie aux exportateurs de produits manufacturés, en particulier les quatre ENI, mais aussi à un certain nombre d'autres pays d'Asie. Il faut également noter que le groupe des pays exportateurs de pétrole a vu ses importations légèrement progresser en termes réels, après une diminution de près de moitié dans les années 1982 à 1987. Toutefois, ce changement résulte pour beaucoup de l'augmentation de 45% de la demande d'importations du Mexique, qui explique également l'accélération de l'expansion en volume des achats à l'étranger du groupe des pays lourdement endettés. Les exportateurs de produits de base n'ont utilisé qu'une partie du gonflement de leurs recettes d'exportations pour accroître leurs importations, même si un taux d'accroissement plus élevé des importations a été observé pour les pays subsahariens.

La troisième caractéristique a été la contraction de l'excédent des transactions courantes des quatre ENI d'Asie, après plusieurs années d'accroissement (voir tableau page 76). Cette diminution est entièrement due à Taïwan, dont l'excédent a baissé de \$7,7 milliards, en raison surtout

... résulte surtout de l'évolution de la position extérieure des pays exportateurs de pétrole et des ENI d'Asie

Amélioration des termes de l'échange due aux produits de base ...

... mais gonflement des importations en termes réels

Contraction de l'excédent des paiements courants de Taïwan

d'importations d'or en provenance des Etats-Unis, estimées à \$4,7 milliards. Parmi les autres grandes causes de l'ajustement du solde extérieur de Taïwan, on peut citer la libéralisation des importations, la forte expansion de la demande interne et l'appréciation de la monnaie en termes réels. En Corée du Sud, l'excédent des paiements courants a de nouveau progressé l'année dernière et atteint \$14 milliards. Il a toutefois bénéficié de certaines recettes d'exportations de caractère exceptionnel. En outre, il est possible que les augmentations de plus de 10% des salaires nominaux conjuguées à l'appréciation du taux de change nominal provoquent ultérieurement un affaiblissement du solde extérieur. A Hong Kong, l'excédent n'a quasiment pas varié, les exportations et importations (en valeur nominale) progressant dans chaque cas de près de 30%, tandis qu'une légère amélioration a été enregistrée à Singapour, malgré l'expansion considérable de près de 35% des dépenses d'importations.

Indicateurs du commerce extérieur de certains groupes de pays en développement							
Groupes de pays	Période	Importations en volume	Exportations en volume	Pouvoir d'achat des exportations ¹	Termes de l'échange	Valeurs unitaires à l'exportation	Pour mémoire: cours du marché mondial en dollars EU
variations en %, moyennes annuelles							
Pays exportateurs de produits de base	1982-85	- 6,7	2,7	2,0	- 0,8	- 3,5	- 4,5 ²
	1986	2,9	4,3	- 2,0	- 6,1	- 0,5	3,2
	1987	6,2	2,3	- 3,8	- 6,0	1,4	6,6
	1988	3,7	3,2	8,8	5,4	10,3	21,3
Pays exportateurs de pétrole	1982-85	- 7,9	- 6,2	- 9,0	- 3,0	- 5,2	- 5,5 ³
	1986	-21,1	13,1	-40,8	-47,7	-41,4	-50,5
	1987	- 8,6	0,8	11,3	10,6	21,0	26,8
	1988	0,7	11,7	-11,3	-20,7	-15,0	-22,3
ENI d'Asie	1982-85	4,8	8,9	10,3	1,3	- 2,0	-
	1986	10,5	20,6	19,3	- 1,2	- 0,6	-
	1987	25,1	22,3	24,9	2,1	10,1	-
	1988	23,1	15,7	15,1	- 0,5	7,7	-
Pays lourdement endettés ⁴	1982-85	- 7,8	4,4	2,2	- 2,1	- 6,1	-
	1986	- 4,0	- 3,2	-21,5	-18,7	-15,6	-
	1987	0,7	5,6	3,5	- 2,0	8,4	-
	1988	8,7	12,1	8,6	- 3,2	1,0	-
Ensemble des pays en développement	1982-85	0,2	2,3	1,5	- 0,8	- 5,1	- 4,8 ⁵
	1986	- 3,8	12,0	- 8,9	-18,7	-15,8	-27,4
	1987	6,5	11,6	16,0	3,9	12,2	4,2
	1988	10,0	11,7	5,0	- 6,0	0,3	- 3,9

¹ Variation (en %) des recettes d'exportations corrigées des valeurs unitaires à l'importation.
² Indice HWWA, matières premières autres que le pétrole. ³ Cours du marché libre du brut «Arabe léger». ⁴ Voir tableau page 77. ⁵ Indice HWWA, ensemble des matières premières.
Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales et HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hambourg.

Le déficit des paiements courants des pays exportateurs de produits de base est resté au même niveau (\$17 milliards) en 1988. Les exportations et importations en termes réels se sont accrues pratiquement au même rythme et, en pourcentage des recettes d'exportations, le déficit a été ramené à 25% (contre près de 30% en 1987), la contraction étant particulièrement marquée pour les pays exportateurs de matières premières minérales.

La position extérieure des pays les plus lourdement endettés a subi certaines modifications encourageantes l'année dernière. Premièrement, la progression des exportations en volume et leur pouvoir d'achat se sont accélérés, ce qui leur a permis de renforcer de près de 9% leurs importations en volume (contre un fléchissement annuel moyen de 4½% entre 1982 et 1987), tout en rendant possible un accroissement de l'excédent commercial. Deuxièmement, malgré la baisse des prix du pétrole (qui représentait en 1987 près du quart de l'ensemble des recettes d'exportations), la détérioration des termes de l'échange n'a pas dépassé 3%, ces pays ayant également bénéficié d'une hausse de près de 20% du cours en dollars à l'exportation de leurs produits de base hors pétrole et d'un ralentissement de la croissance des prix à l'importation des produits manufacturés. Troisièmement, pour la première fois depuis le déclenchement de la crise d'endettement, la dette extérieure globale de ces pays a diminué tant en dollars EU que par rapport à leurs recettes globales d'exportations. Parallèlement, l'évolution à l'intérieur de ces pays semble indiquer que la situation extérieure plus favorable n'a pas résulté d'une amélioration des conditions économiques fondamentales. La progression du PIB en termes réels est tombée à 1½% seulement, et la part de l'investissement fixe dans la production s'est réduite à 16¾%, ce qui est inférieur de 4 points et demi au niveau de 1982 et signifie que le redressement du solde extérieur réel depuis 1982 s'est fait pour deux tiers aux dépens de la formation brute de capital fixe. En outre, l'inflation s'est accélérée pour atteindre 230%, soit plus de deux fois le taux de 1987 et six fois celui de 1982.

Pour l'ensemble de la période 1982-88, les quatorze pays lourdement endettés ont réussi à réduire leur déficit global courant de près de \$40 milliards

L'amélioration de la position extérieure des pays lourdement endettés...

... n'est pas confortée par l'évolution interne

Ajustement extérieur depuis 1982 dans les pays lourdement endettés

Economies nouvellement industrialisées d'Asie: balances des paiements courants						
Postes	Quatre économies*			Taïwan		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988
en milliards de dollars EU						
Balance commerciale	18,8	25,0	22,1	16,9	20,2	13,8
Exportations	130,1	175,2	220,9	39,5	53,2	60,3
Importations	111,3	150,1	198,8	22,6	33,0	46,5
Services et transferts (chiffres nets)	4,3	6,1	6,9	-0,7	-2,3	-3,6
Solde des paiements courants	23,1	31,1	29,0	16,2	17,9	10,2
en % du PIB	11,0	11,8	8,9	22,3	18,4	8,8
* Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan.						

et à renforcer leur excédent commercial de \$23,5 milliards, ce qui correspond à 23% de leurs exportations de marchandises en 1982. La hausse des recettes d'exportations et la diminution des dépenses d'importations ont été chacune à l'origine de près de la moitié de ce changement, mais les ajustements en termes réels ont été beaucoup plus importants que les chiffres nominaux ne le suggèrent. Ainsi, l'expansion cumulée du volume des exportations a entraîné un gonflement de plus de \$40 milliards de l'excédent commercial, et les réductions des importations en volume y ont contribué à hauteur de \$12 milliards. Ces effets favorables ont toutefois été contrebalancés pour plus de moitié par une détérioration des termes de l'échange.

Balance des paiements courants et endettement extérieur de quatorze pays lourdement endettés ¹			
Postes	1982	1987	1988
	en milliards de dollars EU		
Balance des paiements courants	-50,3	-10,7	-11,5
Exportations de marchandises	102,0	101,0	114,3
Revenus des services	25,6	25,0	26,8
Importations de marchandises	-95,6	-74,5	-84,4
Dépenses au titre des services ²	-40,5	-37,0	-35,7
Paielements d'intérêts	-42,3	-29,0	-36,7
Transferts	0,5	3,8	4,2
Endettement extérieur	362	459	455
<i>en % des exportations de biens et services</i>	283	364	323
<i>Pour mémoire:</i>			
<i>Balance commerciale en termes réels³</i>	6	51	61
<i>Exportations de marchandises</i>	102	129	145
<i>Importations de marchandises</i>	-96	-78	-84

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

Ces développements montrent à l'évidence que les conditions extérieures – en particulier dans le domaine des prix – n'ont pas été favorables à ces pays. Parallèlement, il est intéressant de noter que si ces pays avaient vu leurs exportations en volume s'accroître au même rythme que dans les autres pays en développement, ils auraient pu, malgré la sérieuse dégradation de leurs termes de l'échange, améliorer leur balance commerciale sans réduire leurs importations – ce qui aurait sans doute permis à leur économie d'enregistrer une expansion plus vigoureuse. De plus, la modification des termes de l'échange n'a pas été entièrement exogène. Certes, ces pays ont peu d'influence sur la baisse des prix du pétrole et des produits de base non pétroliers. Toutefois, en raison d'un taux d'inflation excessif et de la détérioration de leur compétitivité, la plupart de ces quatorze pays ont, à maintes reprises, fortement dévalué leur monnaie, ce qui a aggravé le fléchissement des termes de l'échange et contribué à l'accélération de l'inflation.

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

A l'inverse de 1987, où les interventions massives sur les marchés des changes et les variations concomitantes des positions monétaires officielles avaient fortement conditionné les flux de financement extérieur, on a assisté en 1988 à un retour à des formes de financement des principaux déséquilibres des paiements davantage déterminées par les marchés. Les mouvements de capitaux privés ont été la contrepartie essentielle des déséquilibres des paiements courants, et l'accroissement des réserves officielles (hors incidence des variations de change) dans l'ensemble du monde industriel a été inférieur à \$3 milliards, malgré l'ampleur considérable des interventions opérées de temps à autre sur les marchés des changes. Le financement des déséquilibres des paiements courants a été facilité par une meilleure stabilité sur les marchés des changes en 1988. Comme on peut le voir plus en détail au Chapitre VII, la perception par le marché de perspectives relativement stables en matière de taux de change, étayée notamment par toute une série d'interventions opportunes et déterminantes de la part des autorités, a fait jouer aux écarts de taux d'intérêt un rôle prépondérant dans les mouvements de capitaux privés. Cela a été le cas, en particulier, pour le financement du déficit des paiements courants des Etats-Unis, mais aussi pour les déséquilibres externes des pays du SME.

Les entrées nettes identifiées de capitaux privés (y compris l'écart statistique) aux *Etats-Unis* se sont élevées au total à près de \$100 milliards, soit quasiment autant que l'année précédente. Toutefois, par rapport au déficit des paiements courants, le résultat de 1988 est bien meilleur que celui de 1987, où le même volume d'entrées nettes de capitaux privés avait représenté moins des deux tiers du déficit. En outre, l'amélioration effective en 1988 a sans doute été encore plus forte, mais la constitution en 1987 de réserves en dollars aux Etats-Unis par des autorités étrangères était sous-évaluée et un ajustement s'est opéré en 1988 (voir Chapitre VII). Comme le montrent les statistiques officielles de la balance américaine des paiements, les engagements nets des Etats-Unis envers les autorités étrangères se sont accrus de \$40 milliards en 1988, soit de \$7,5 milliards de moins seulement qu'en 1987. Cet accroissement est survenu pour l'essentiel au premier trimestre, aucune variation importante n'ayant été enregistrée par la suite. Au cours des trois derniers trimestres, les entrées de capitaux aux Etats-Unis dues aux non-résidents se sont fortement redressées, pour atteindre un rythme annuel de \$225 milliards, soit un tiers de plus qu'en 1987. Cependant, au cours de la même période, les sorties de fonds des résidents se sont, elles aussi, nettement intensifiées et ont dépassé de près de 50%, en rythme annuel, leur niveau de 1987.

En présence d'un écart de taux d'intérêt favorable et d'une stabilité ou d'une appréciation du dollar, les achats de titres par les non-résidents ont été essentiellement à l'origine du renversement des investissements étrangers aux Etats-Unis. Après une baisse de moitié en 1987, ils se sont de nouveau accrus (de \$12 milliards), pour ressortir à \$46,8 milliards en 1988. Les

Prépondérance des mouvements de capitaux déterminés par les marchés ...

... en raison des écarts de taux d'intérêt

Aux Etats-Unis, les mouvements de capitaux ...

... reflètent principalement les achats de titres américains par les non-résidents ...

Etats-Unis: opérations en capital							
Postes	1986	1987	1988 ¹				
			année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
en milliards de dollars EU							
Solde des mouvements de capitaux ²	105,0	97,1	98,6	10,7	27,2	42,2	18,4
Capitaux des résidents	-98,3	-85,1	-88,4	5,0	-19,1	-31,8	-42,5
dont: Investissements directs							
américains à l'étranger	-27,8	-44,5	-20,4	- 6,5	0,5	- 5,2	- 9,2
Titres étrangers	- 4,3	- 4,5	- 7,5	- 4,5	1,5	- 1,6	- 3,0
Avoirs des banques américaines	-60,0	-40,5	-57,5	17,1	-13,3	-27,8	-33,5
Capitaux des non-résidents	187,8	163,7	170,5	1,3	59,0	50,3	59,9
dont: Investissements directs							
aux Etats-Unis	34,1	42,0	42,2	7,3	13,1	8,4	13,4
Titres américains	74,8	34,6	46,8	9,3	15,2	11,3	11,0
Engagements des banques américaines	79,8	87,8	78,9	-17,2	31,1	29,2	35,8
Capitaux non identifiés ³	15,5	18,5	16,5	4,4	-12,6	23,7	1,0
Variations de la position monétaire officielle nette ⁴	33,8	56,9	36,7	26,3	6,6	- 9,6	13,5
dont: Engagements envers les autorités étrangères	33,5	47,8	40,3	24,7	6,5	- 2,2	11,2

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

... et les investissements directs

achats nets de titres du Trésor ont été particulièrement élevés et se sont chiffrés à près de \$20 milliards l'année dernière, après des ventes nettes de \$7,6 milliards en 1987. Les placements nets en obligations d'entreprises et autres se sont maintenus autour de \$27 milliards. En revanche, les actions américaines n'ont pas retrouvé en 1988 l'attrait qu'elles exerçaient sur les non-résidents. A la suite des ventes nettes massives consécutives à la crise boursière d'octobre 1987, la balance des opérations sur titres a fait apparaître une légère sortie en 1988, contre une entrée de \$15,5 milliards en 1987. Toutefois, les entrées au titre de l'investissement direct sont restées soutenues et ont représenté près d'un quart de l'apport total des non-résidents.

En ce qui concerne les opérations en capital des résidents américains, c'est l'accroissement rapide des sorties de capitaux par l'intermédiaire des banques américaines après le premier trimestre qui est essentiellement responsable du dynamisme des exportations de capitaux au cours de cette période. Sur l'ensemble de 1988, les avoirs des banques américaines ont progressé de \$57,5 milliards, soit \$17 milliards de plus qu'en 1987. Cette expansion a été principalement liée à l'augmentation du financement de leurs établissements à l'étranger, en particulier au Royaume-Uni et au Japon; ces sorties de capitaux ont peut-être été dues en partie au fait que les dépôts officiels en eurodollars, qui avaient sensiblement augmenté en 1987, se sont amenuisés en 1988 (voir Chapitre VII). Les sorties de fonds au titre des

investissements directs à l'étranger ont nettement diminué, les revenus réinvestis ayant fléchi en raison surtout d'un renversement de la tendance antérieure – de légères pertes en 1988 ayant fait suite à d'importantes plus-values en 1987.

Bien que les réserves monétaires officielles du Japon aient continué d'augmenter l'année dernière, leur accroissement (\$15,5 milliards) a été inférieur de \$27 milliards à celui de 1987. Trois développements importants ont caractérisé les mouvements de capitaux en 1988. Tout d'abord, les sorties de fonds à long terme des résidents se sont fortement intensifiées, sous l'effet essentiellement de la hausse de près de \$15 milliards des investissements directs à l'étranger, qui a représenté un quart du total des sorties nettes. Les acquisitions globales de titres étrangers ont revêtu à peu près la même ampleur qu'en 1987, mais leur structure s'est profondément modifiée: les sorties liées à des achats d'actions étrangères ont diminué de \$14 milliards, tandis que les achats d'obligations se sont accrus du même montant. Ensuite, le solde des opérations en capital des non-résidents s'est brutalement renversé, des sorties nettes de près de \$4 milliards en 1987 ayant fait place à des entrées nettes de \$19 milliards. On a assisté, en particulier, à un retournement spectaculaire des opérations des non-résidents sur actions japonaises, puisque des achats nets de \$7 milliards en 1988 ont remplacé des ventes nettes de près de \$43 milliards en 1987. Le marché boursier nippon ayant vite retrouvé son dynamisme après le krach, les achats d'actions japonaises par les investisseurs étrangers ont été particulièrement importants en début d'année et au dernier trimestre de 1988, lorsque le yen s'est raffermi. En revanche, la faiblesse des taux d'intérêt nominaux et la réduction par les

Forte augmentation des achats d'obligations étrangères par les résidents japonais ...

... et des acquisitions d'actions japonaises par les non-résidents

Japon: opérations en capital							
Postes	1986	1987	1988				
			année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
	en milliards de dollars EU						
Capitaux à long terme (chiffres nets)	-131,5	-136,5	-130,9	-15,1	-36,6	-42,2	-37,0
Capitaux des résidents	-132,1	-132,8	-149,9	-25,7	-38,1	-45,3	-40,7
dont: Investissement direct	- 14,5	- 19,5	- 34,2	- 7,4	- 7,7	- 8,5	-10,6
Titres	-102,0	- 87,8	- 86,9	-11,9	-25,9	-27,1	-22,0
Capitaux des non-résidents	0,6	- 3,7	19,0	10,6	1,6	3,1	3,7
Capitaux à court terme (chiffres nets) ¹	59,4	91,8	66,8	1,7	19,5	25,3	20,3
dont: Banques	58,5	71,8	44,5	- 3,7	21,1	20,4	6,6
Secteur non bancaire	- 1,6	23,9	19,5	- 2,0	0,7	10,1	10,7
Variations de la position monétaire officielle nette ²	- 13,7	- 42,3	- 15,5	- 5,0	- 1,5	- 2,1	- 6,9

¹ Erreurs et omissions comprises. ² Chiffres corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

¹ Erreurs et omissions comprises. ² Chiffres corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

pays exportateurs de pétrole de leurs investissements au Japon expliquent en partie l'ampleur des ventes nettes d'obligations japonaises par les non-résidents. Enfin, les entrées de capitaux via le secteur bancaire ont été sensiblement inférieures à celles de 1987. Dans un contexte caractérisé par des taux d'intérêt à court terme plus élevés à l'étranger et par une plus grande stabilité des marchés des changes, les résidents ont sans doute été moins incités à couvrir en 1988 une part aussi large de leurs investissements à l'étranger qu'en 1987 par des emprunts à court terme en devises.

Malgré un important excédent des paiements courants, la position monétaire officielle nette de l'Allemagne a enregistré une détérioration de \$19,2 milliards en 1988, les autorités ayant opéré de fortes ponctions sur leurs avoirs de réserve pour enrayer la baisse du deutsche mark sur les marchés des changes. Les sorties nettes de capitaux à long terme ont plus que triplé, pour s'établir à \$49 milliards, en raison surtout d'une progression sans précédent des acquisitions de titres étrangers par les résidents allemands, qui sont passées de \$13,7 milliards en 1987 à \$41,5 milliards. Ce phénomène est lié à deux facteurs. En premier lieu, les investisseurs ont été attirés par des écarts sensibles de taux d'intérêt en faveur d'un certain nombre de devises, les espoirs d'une hausse du deutsche mark s'amenuisant. En second lieu, dans la perspective de l'institution d'une retenue à la source de 10% sur les revenus d'intérêts internes à partir de janvier 1989, les investisseurs allemands ont acquis davantage d'obligations étrangères en deutsche marks (non assujetties à cette taxe) avec \$7 milliards en 1988, contre \$1,9 milliard en 1987. Les non-résidents, pour leur part, ont continué à réduire leurs achats d'obligations internes à taux fixe (\$19 milliards en 1987 et \$1 milliard l'année dernière). En avril 1989, les autorités allemandes

Baisse des réserves officielles de l'Allemagne ...

... en raison de la forte augmentation des sorties nettes de capitaux liées aux opérations sur titres

Allemagne: opérations en capital							
Postes	1986	1987	1988				
			année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
	en milliards de dollars EU						
Capitaux à long terme (chiffres nets)	15,1	-13,6	-48,8	-14,3	-15,2	- 8,7	-10,6
Capitaux des résidents	-25,6	-34,7	-53,7	-13,5	-14,1	-11,3	-14,8
dont: Titres	- 9,7	-13,7	-41,5	- 9,6	-10,0	- 9,0	-12,9
Capitaux des non-résidents	40,7	21,1	4,9	- 0,8	- 1,1	2,6	4,2
dont: Achats de titres allemands ¹	34,0	17,9	4,3	0,6	- 0,8	0,8	3,7
Capitaux à court terme (chiffres nets) ²	-51,7	- 8,4	-19,0	2,8	- 5,0	-12,0	- 4,8
dont: Banques	-27,9	- 3,9	-10,3	8,4	- 3,2	-10,2	- 5,3
Secteur privé non bancaire	-23,8	- 6,4	-10,8	- 7,4	- 1,6	- 0,5	- 1,4
Variations de la position monétaire officielle nette ³	- 3,1	-23,4	19,2	1,8	5,8	12,0	- 0,4

¹ Y compris les reconnaissances de dette du secteur public. ² Erreurs et omissions comprises.
³ Chiffres corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

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

³ Chiffres corrigés des variations de change; un signe moins indique un renforcement.

ont annoncé l'abolition de la retenue à la source à compter du 1er juillet 1989. Le gonflement des sorties nettes de capitaux à court terme a été imputable en grande partie à l'élargissement de la position créditrice extérieure nette des banques allemandes, dû notamment à l'incidence immédiate des ventes officielles de dollars.

La forte influence des écarts de taux d'intérêt nominaux dans un environnement d'anticipations relativement stables en matière de taux de change est aussi clairement mise en évidence par l'évolution enregistrée dans un certain nombre d'autres grands pays industriels à balance des paiements courants faible. Pour plusieurs d'entre eux, des entrées substantielles de capitaux privés ont largement compensé le déficit de leurs transactions courantes et permis à leur monnaie de s'apprécier. Le *Canada*, l'*Italie*, le *Royaume-Uni*, l'*Espagne* et l'*Australie*, par exemple, ont tous accru leurs avoirs officiels de réserve en 1988, malgré l'aggravation de leur déficit courant.

Au Royaume-Uni, les entrées de capitaux à court terme via le système bancaire ont fortement réagi au relèvement massif des taux d'intérêt à court terme de la livre sterling. Ces entrées et l'augmentation record de \$7 milliards du poste «Erreurs et omissions» (qui refléterait principalement les entrées de capitaux non identifiées) ont compensé à la fois l'accroissement de \$21 milliards du déficit des transactions courantes du Royaume-Uni et les sorties au titre des investissements de portefeuille des résidents. Un montant important d'acquisitions non comptabilisées d'actifs financiers par les non-résidents est sans doute inclus dans le poste «Erreurs et omissions» en 1988, leurs placements identifiés ayant diminué à peu près de moitié.

Au Canada, l'accumulation de \$9,4 milliards de réserves a été deux fois plus importante que l'année précédente. Les entrées nettes de capitaux, dues principalement aux achats d'obligations et bons du Trésor canadiens par les non-résidents, ont progressé de \$12 milliards, pour atteindre près de \$19 milliards en 1988, et ont contribué au raffermissement du dollar canadien par rapport à la plupart des grandes monnaies.

En Italie, les entrées nettes de capitaux ont doublé, pour ressortir à \$13,8 milliards en 1988. En raison du niveau élevé des taux d'intérêt et du sentiment favorable à l'égard de la lire italienne, en particulier au second semestre, ainsi que de l'attrait des bons du Trésor libellés en Ecus, les entrées de capitaux à long terme des non-résidents se sont élevées à \$21 milliards, soit deux fois plus qu'en 1987. En outre, du fait de l'ampleur de la demande de crédits en devises par les résidents, les banques italiennes se sont également procuré \$8 milliards à l'étranger. Parallèlement, les ressortissants italiens non bancaires ont profité d'un nouvel assouplissement du contrôle des changes pour poursuivre la diversification de leurs portefeuilles étrangers, et leurs achats de titres étrangers sont passés de \$3,6 milliards en 1987 à \$5,5 milliards en 1988. Dans l'ensemble, les entrées nettes de capitaux privés ont été largement supérieures au déficit des transactions courantes, ce qui a permis de renforcer de \$8,3 milliards les réserves officielles.

Une amélioration marquée de la position monétaire officielle nette a également été enregistrée en Espagne et en Australie (+\$9,7 milliards et

Amélioration
de la position
monétaire officielle d'un grand
nombre de pays
déficitaires

+\$5,2 milliards respectivement). La détérioration de la balance des paiements courants n'a pas affecté en 1988 l'attrait exercé par l'Espagne sur les investisseurs étrangers. Les entrées liées aux investissements, qui ont atteint près de \$13 milliards l'année dernière, ont continué de refléter l'incidence positive de l'adhésion de l'Espagne à la Communauté sur les perspectives économiques de ce pays. Dans le même temps, les placements financiers en Espagne se sont aussi intensifiés. Les investisseurs étrangers sur les marchés des titres à long terme étant soumis à des restrictions, les entrées croissantes de capitaux de non-résidents attirés par des écarts de taux d'intérêt favorables et par la fermeté de la peseta ont surtout revêtu la forme de dépôts bancaires à court terme. En Australie, la détérioration tendancielle des paiements courants n'a pas détourné les investisseurs étrangers des titres nationaux, en raison du niveau élevé des taux d'intérêt australiens et du raffermissement de la monnaie nationale.

Contraction des réserves officielles en France et en Suisse

Pour la deuxième année consécutive, la *France* a vu sa position monétaire officielle nette se dégrader. Cette détérioration de \$1,2 milliard a toutefois été bien moindre que celle de \$8,4 milliards enregistrée en 1987. Le solde des mouvements de capitaux bancaires à court terme s'est inversé, des entrées nettes de \$3 milliards ayant fait suite à des sorties nettes de \$9,3 milliards en 1987. On peut attribuer cette évolution au renforcement des dépôts en francs français des non-résidents et à l'accroissement des emprunts en devises des nationaux, liés l'un et l'autre à un écart favorable de taux d'intérêt et à la fermeté du franc français, en particulier au second semestre. La *Suisse* a figuré, elle aussi, au nombre, relativement restreint, des pays industriels dont la position monétaire officielle nette s'est détériorée en 1988. La faiblesse des taux d'intérêt et le sentiment baissier à l'égard de la valeur externe du franc suisse ont provoqué des sorties nettes de capitaux de \$7,3 milliards, qui, en liaison avec la contraction de l'excédent des paiements courants, se sont traduites par un fléchissement de quelque \$1 milliard des réserves officielles nettes.

Financement extérieur des pays en développement

Le financement devient plus difficile

Il est devenu plus difficile en 1988 de financer le déficit extérieur des pays en développement endettés (à l'exclusion des ENI d'Asie et des principaux pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient en position créditrice), en raison, d'une part, de la détérioration de leur balance courante globale et, de l'autre, de l'amenuisement des nouvelles ressources. En conséquence, le montant global de leurs avoirs officiels de réserve s'est contracté et certains d'entre eux ont accumulé des arriérés importants.

Les difficultés de financement semblent avoir été liées en partie à l'incertitude accrue concernant la stratégie de la dette et le rôle à jouer par les pays débiteurs et leurs créanciers. L'une des raisons de cette incertitude est que l'on a de plus en plus reconnu la nécessité d'une révision de l'approche adoptée en 1982, puis renforcée dans le cadre de l'initiative Baker de 1985. Un certain sentiment d'insécurité a donc entouré les longues négociations sur les nouveaux programmes de financement en 1988. Plusieurs projets

ont été étudiés cette année-là, mais peu de propositions concrètes sont apparues. Ensuite, l'instabilité politique a suscité des préoccupations, notamment dans certains des principaux pays à revenu moyen d'Amérique latine, où des élections ont eu lieu en 1988 ou sont prévues pour 1989. Ces circonstances n'ont pas facilité la recherche de solutions aux questions économiques ou financières et ont sans doute accru la réticence des créanciers étrangers à négocier des programmes d'assistance. Troisièmement, comme on l'a vu précédemment, si l'évolution des exportations a généralement été favorable en 1988 dans maints pays en développement, la situation interne n'a guère encouragé à l'optimisme et les perspectives ne semblent pas très réjouissantes pour les années à venir.

Certes, l'importance de ces facteurs a varié d'un pays à l'autre, mais un grand nombre de pays débiteurs se sont heurtés à des problèmes aigus de financement. Pour l'ensemble du groupe, les sorties de fonds au titre des paiements courants se sont accrues de \$10 milliards en 1988, tandis que

Prélèvements
sur les réserves
officielles ...

Pays en développement: financement extérieur des déséquilibres des paiements courants de certains groupes de pays (estimations) ¹								
Postes	Pays en développement endettés ²		Dont:					
			Exportateurs de pétrole		Exportateurs de produits manufacturés		Exportateurs de produits de base	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
en milliards de dollars EU								
Balance des paiements courants	-33	-43	-4	-14	-7	-6	-17	-17
Variations des avoirs extérieurs (- = augmentation)	-16	-1	-12	6	-9	-7	2	-1
Réserves officielles	-12	7	-8	12	-8	-5	2	-1
Autres actifs	-4	-8	-4	-6	-1	-2	0	1
Financement extérieur ³	49	44	16	8	17	13	15	17
Emprunts auprès de créanciers officiels	37	26	11	7	12	6	14	8
Emprunts auprès de créanciers privés ⁴	3	8	0	-4	9	3	-1	7
dont: Variation des créances des banques déclarantes de la BRI ⁵	-1	-4	-1	-5	3	5	-1	-2
Crédits FMI	-3	-3	1	0	-2	-2	0	0
Autres entrées (chiffres nets)	12	14	4	5	-2	6	2	2
Investissement direct	9	14	4	4	3	6	1	2
Divers, non classé	3	0	0	1	-5	0	1	0

¹ Les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total. Le financement extérieur des pays en développement dont on ne peut classer les revenus en compte courant parmi les sous-groupes ci-dessus n'est pas détaillé dans le tableau. ² A l'exclusion des ENI d'Asie et des principaux pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient en position créditrice. ³ Correspond, avec un signe inversé, à la somme de la balance des paiements courants et des variations des avoirs extérieurs. ⁴ Y compris les arriérés d'intérêts. ⁵ Hors prêts bancaires aux centres extraterritoriaux.

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

simultanément le financement extérieur total a diminué de \$5 milliards (voir tableau de la page précédente). Ce déficit croissant a été essentiellement couvert au moyen des réserves officielles, qui se sont réduites de \$7 milliards en 1988, après avoir augmenté de \$12 milliards en 1987. De ce fait, le ratio des réserves officielles des pays débiteurs par rapport à leurs importations de biens et services est revenu de près de 26% en 1987 à 21½%, niveau guère supérieur à celui de 1982, lorsque la crise d'endettement avait éclaté.

... du fait de la diminution des financements extérieurs ...

La diminution des financements extérieurs en 1988 est d'autant plus préoccupante que leur montant total comprenait, l'an dernier, une proportion importante de nouveaux arriérés, estimée à quelque \$11 milliards, soit deux fois plus qu'en 1987. En valeur absolue, la plus forte réduction des financements en 1988 a concerné les fonds obtenus auprès de créanciers officiels, ce qui traduit une baisse importante des crédits bilatéraux ou des concours multilatéraux octroyés par les banques de développement à un certain nombre de pays à revenu moyen. Simultanément, la contraction des créances des banques déclarantes de la BRI s'est accentuée. Le seul élément relativement dynamique du financement extérieur en 1988 a été l'investissement direct, les entrées enregistrées à ce titre passant de \$9 milliards en 1987 à \$14 milliards. Cet accroissement s'explique en partie par le recours croissant à des programmes de conversion de dette en participations pour résoudre les problèmes d'endettement.

... surtout dans les pays exportateurs de pétrole endettés

Ce sont les pays exportateurs de pétrole endettés qui ont éprouvé le plus de mal à se procurer des ressources extérieures. Face à la détérioration substantielle de leurs paiements courants, ils ont dû puiser massivement dans leurs réserves. La situation des pays débiteurs non exportateurs de pétrole a été légèrement meilleure. En effet, ils ont réussi en tant que groupe à accroître leurs avoirs officiels, mais leurs arriérés ont nettement augmenté dans un certain nombre de cas. Dans la plupart de ces pays, les entrées de fonds officiels ont été bien inférieures à celles des années précédentes.

IV. Evolution sur les marchés nationaux des capitaux

Faits saillants

Depuis le début de 1988, les marchés des capitaux ont connu une période relativement calme, qui contraste avec l'agitation observée durant la majeure partie de 1987. Les rendements des obligations sont demeurés comparativement stables, et les cours des actions se sont régulièrement redressés par rapport aux creux où ils étaient tombés après le krach. Cependant, un certain nombre de préoccupations qui semblaient constituer la toile de fond de la crise boursière de 1987 sont toujours présentes: la poursuite des efforts de réduction du déficit budgétaire américain n'a donné que des résultats modestes, le processus d'ajustement des déséquilibres internationaux s'est récemment essoufflé et les pressions inflationnistes sont réapparues.

Plus d'une année s'est écoulée depuis l'effondrement des marchés boursiers en 1987, et l'on n'a guère progressé dans la compréhension des causes de cet événement. Récemment, la remarquable tenue de la place de Tokyo a remis en cause notre capacité d'analyse du comportement des cours des actions. L'absence de consensus sur les origines et les mécanismes de la crise boursière d'octobre 1987 explique en partie la relative discrétion des dispositions réglementaires adoptées par la suite. Toutefois, si la nécessité d'une action urgente, ressentie au lendemain du krach, s'est atténuée par la suite, c'est sans doute dû surtout aux résultats nettement meilleurs que prévu de l'économie réelle et aux effets relativement modérés à long terme de la crise boursière sur les marchés des capitaux. Le renouveau du marché des obligations à «haut rendement» et, d'une manière plus générale, la nouvelle vague de fusions et d'acquisitions constituent peut-être les deux exemples les plus frappants de cette apparente capacité de récupération.

Certes, cette vague a affecté de nombreux pays, mais aux Etats-Unis elle a été la principale cause d'une évolution que ce pays a été le seul à enregistrer, sous la forme d'une augmentation marquée du degré d'endettement («leverage») des entreprises non financières. Compte tenu surtout des niveaux sans précédent atteints dans un nombre important de cas, ce phénomène a suscité des préoccupations au sujet de la vulnérabilité financière des entreprises américaines. Il risque, en effet, d'amplifier tout ralentissement de l'activité économique et, ce faisant, de créer des tensions au sein du système bancaire et d'entraver le fonctionnement de la politique monétaire. Devant de tels risques, le renforcement récent du contrôle prudentiel sur l'engagement des banques dans des opérations comportant un degré d'endettement élevé semble parfaitement justifié.

L'année passée a marqué le début de la mise en œuvre de l'accord de

Bâle sur la convergence des normes de fonds propres des banques. Même si l'on a reconnu l'importance d'un renforcement du dispositif de contrôle prudentiel des banques, des préoccupations ont cependant été émises en ce qui concerne l'incidence défavorable possible des nouvelles normes sur les résultats des banques et sur leur prise de risques. La crise des caisses d'épargne et de crédit aux Etats-Unis a souligné la nécessité de disposer de structures réglementaires appropriées lorsque les politiques gouvernementales empêchent les forces du marché d'imposer l'indispensable discipline en matière de prise de risques. S'il est vrai que ces problèmes ont été dus en partie à des circonstances économiques extrêmement difficiles, cette crise n'en illustre pas moins parfaitement les difficultés qui peuvent apparaître lorsque les marchés exercent une discipline insuffisante dans le domaine du risque et que la surveillance de l'activité bancaire est inadéquate.

Le renforcement, ces dernières années, des procédures de contrôle prudentiel est allé de pair avec le processus de déréglementation et d'intégration des marchés des capitaux. Si la réforme du marché financier londonien («Big Bang») a intensifié la concurrence sur les marchés britanniques des valeurs mobilières, elle a également comporté des coûts d'ajustement; elle offre un contraste intéressant par rapport aux efforts de libéralisation plus progressifs entrepris au Japon. En ce qui concerne l'avenir, les contours du marché unique européen des services financiers, qui doit être réalisé d'ici à 1993, commencent à se dessiner de manière plus précise, bien que certaines questions essentielles demeurent encore sans réponse.

Evolution sur les marchés des actions et les marchés dérivés

En 1988, les marchés des actions ont généralement enregistré un retour à la normale ...

L'année 1988 pourrait être caractérisée comme celle qui a marqué le «retour à la normale» sur les marchés des actions après les bouleversements de 1987. Sur presque toutes les places boursières, les cours se sont sensiblement redressés à partir des minimums où ils étaient tombés après le krach. Ce redressement s'est accompagné d'une diminution substantielle de l'instabilité des cours par rapport à 1987 et de contractions, ou d'accroissements modestes, du volume des opérations sur les différents marchés.

Les cours des actions négociées sur les principales places boursières sont présentés dans le tableau de la page 88. Dans tous les cas, ils dépassent actuellement de plus de 25% les minimums enregistrés après le krach. Sur la plupart des marchés, ils sont supérieurs à leurs niveaux de fin 1986 mais demeurent inférieurs de 5 à 20% à leurs records de 1987. Les seuls marchés sur lesquels les cours se situent sensiblement au-dessous de leurs niveaux de fin 1986 sont ceux de l'Allemagne et de l'Italie, alors qu'au Japon, en Belgique, à Taïwan et en Corée du Sud ils s'inscrivent nettement au-dessus des maximums atteints avant le krach.

Le volume des opérations s'est fortement contracté sur les quatre principaux marchés des actions durant les mois qui ont immédiatement suivi le krach. Cependant, la reprise de l'activité observée par la suite s'est opérée à des rythmes différents. A la Bourse de Londres, le volume des transactions réalisées en 1988 a été inférieur de plus de 30% à celui de

Indices des marchés boursiers ¹					
Début de 1987 = 100					
Pays	Maximum de 1987		Minimum postérieur au krach		8 mai 1989
	Indice	Mois	Indice	Mois	Indice
Etats-Unis	138,3	Août	91,9	Décembre	125,6
Japon	144,5	Juin	108,2	Janvier ²	162,8
Royaume-Uni	147,2	Juin	94,1	Novembre	134,7
Canada	134,9	Août	93,1	Octobre	117,4
Allemagne	100,2	Janvier	58,7	Janvier ²	85,8
France	115,6	Mars	63,1	Janvier ²	116,5 ³
Italie	107,0	Avril	59,1	Février ²	84,5
Suisse	108,4	Octobre	67,0	Novembre	100,4
Pays-Bas	120,0	Août	69,0	Novembre	120,4
Espagne	156,2	Octobre	96,5	Décembre	145,6
Belgique	132,1	Août	85,6	Décembre	145,1
Australie	156,8	Septembre	78,3	Novembre	102,9
Hong Kong	154,3	Octobre	74,0	Décembre	127,7
Singapour	168,9	Août	78,6	Décembre	143,7 ³
Taïwan	449,7	Octobre	221,1	Décembre	804,3 ⁴
Corée du Sud	192,6	Décembre	167,2	Novembre	348,1 ⁴

¹ Pour les Etats-Unis, indice composite S & P 500; pour le Japon, indice TOPIX; pour le Royaume-Uni, indice FT des actions ordinaires; pour l'Allemagne, indice général FAZ; pour les autres pays, indices représentatifs. ² 1988. ³ 9 mai 1989. ⁴ 6 mai 1989.

Sources: Bourses de valeurs nationales.

1987, alors que la baisse enregistrée sur les marchés des actions aux Etats-Unis a été plus modeste, avec quelque 13%. En revanche, en Allemagne et au Japon, les achats et ventes d'actions se sont accrus de près de 10% l'an dernier.

Sur un certain nombre de marchés dérivés, l'activité s'est sensiblement réduite par rapport à la période antérieure au krach. En 1988, on a constaté une diminution d'environ deux cinquièmes du nombre des contrats à terme sur l'indice Standard & Poor 500, ce qui constitue le résultat le plus faible depuis 1983. De même, une contraction marquée a été enregistrée dans le domaine des options sur indices d'actions américaines. A Hong Kong, le volume des contrats à terme négociés sur l'indice Hang Seng a représenté en 1988 moins de 5% du chiffre de 1987, le marché ayant fait l'objet d'une importante restructuration de caractère réglementaire. A Londres, le volume des contrats à terme sur l'indice FT-SE a été faible durant la majeure partie de l'année, mais, du fait de la reprise observée au quatrième trimestre, il s'est situé, pour l'ensemble de l'année, à un niveau pratiquement inchangé par rapport à 1987.

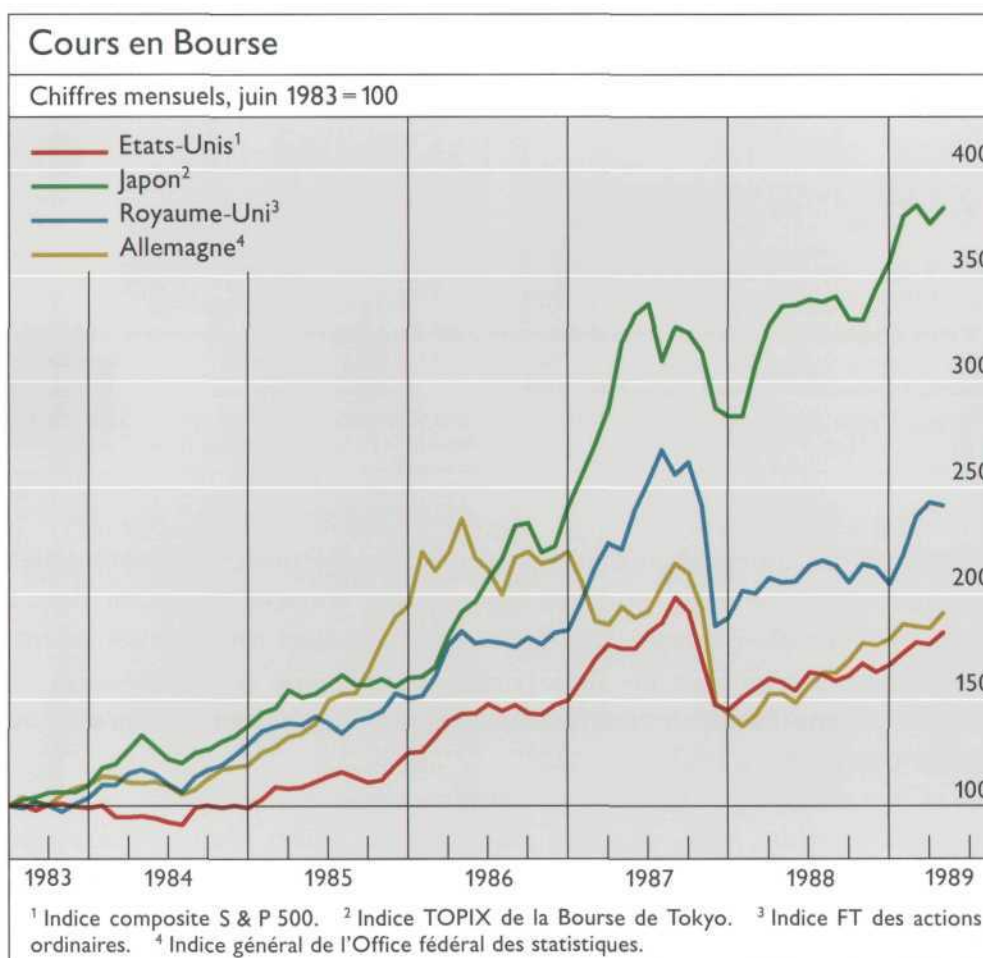
L'instabilité des cours des actions a été sensiblement moindre en 1988 et a retrouvé les niveaux enregistrés avant 1987. Comme l'indique le graphique de la page 90, elle est restée forte pendant un certain nombre de mois au lendemain de la crise boursière, mais, pendant la majeure partie de 1988 et au début de 1989, elle a été relativement faible par rapport à ces dernières années.

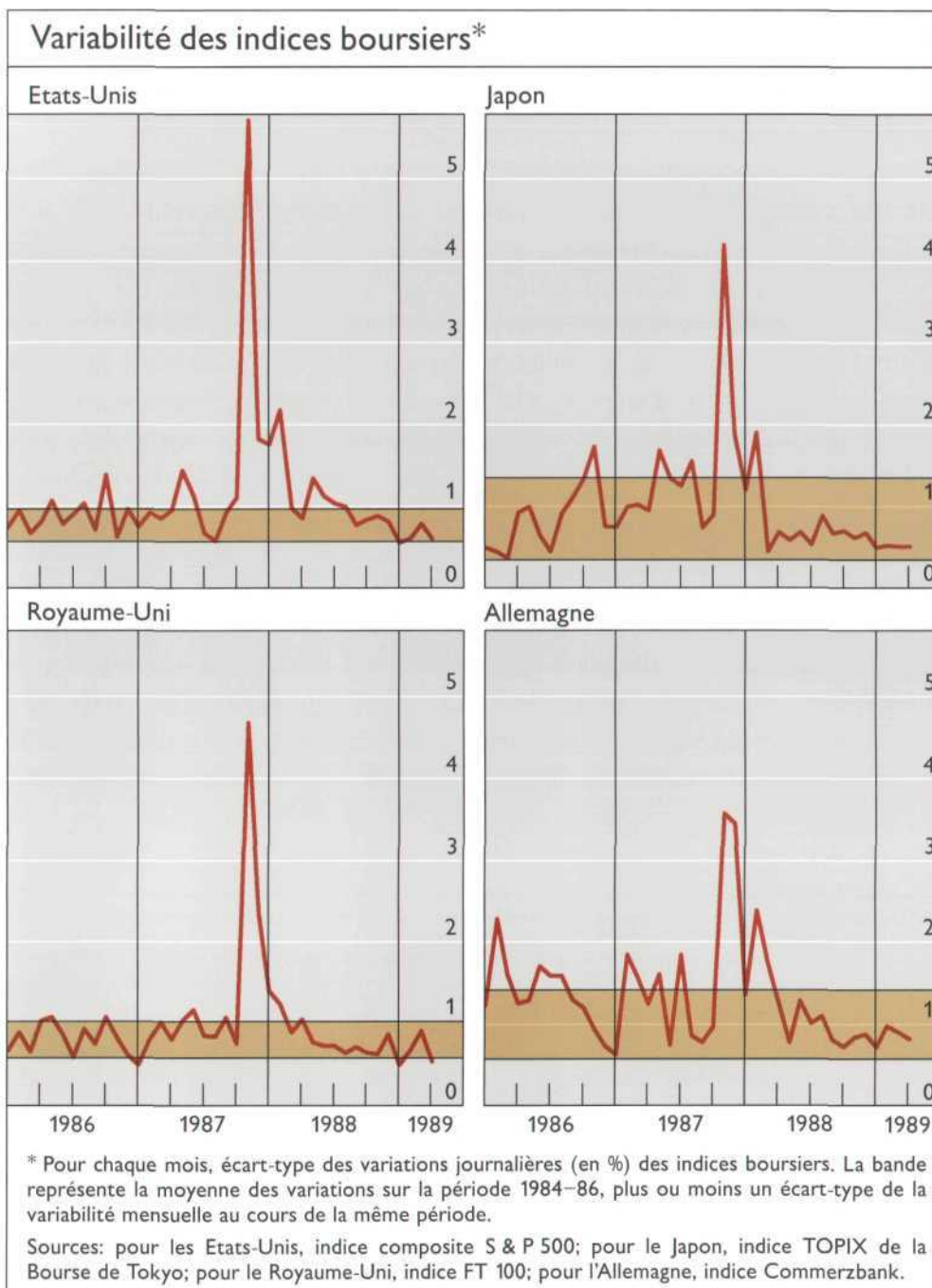
... bien que le volume de l'activité sur les marchés dérivés demeure faible ...

... et que les corrélations entre les cours journaliers soient plus fortes qu'avant le krach

En revanche, la corrélation entre les variations journalières des cours des actions sur les quatre principaux marchés est généralement demeurée supérieure aux niveaux antérieurs au krach, même si elle a diminué depuis la fin de 1987 (voir tableau de la page 91). Cette constatation donne à penser que les liens plus étroits entre les fluctuations à très court terme des cours, qui ont caractérisé la période d'avant et après la crise boursière, ont subsisté dans une certaine mesure.

A certains égards, les conditions économiques actuelles sont semblables à celles qui prévalaient avant le krach. L'inflation s'est accélérée dans plusieurs pays industriels, et, en réaction, les autorités ont resserré la politique monétaire. Les taux d'intérêt réels demeurent historiquement élevés. Le processus d'ajustement des déséquilibres commerciaux entre les pays industriels s'est ralenti et, dans certains cas, inversé en 1988. Le problème du budget fédéral américain paraît toujours aussi insoluble. En revanche, à d'autres égards, les conditions ont aussi changé de façon importante. Contrairement à ce qui s'était passé en 1987, le durcissement de la politique monétaire en 1988 et la forte hausse corrélative des taux d'intérêt à court terme dans la plupart des pays industriels n'ont pas donné lieu à des augmentations sensibles des taux à long terme (voir graphique de la page 92). Les différences de pente de la courbe de rendements entre octobre 1987 et le premier trimestre de 1989 donnent à penser que, dans les pays





considérés, les anticipations à moyen terme des investisseurs concernant les taux d'intérêt nominaux et l'inflation ont été révisées en baisse depuis l'époque du krach. En outre, la forte expansion, induite par l'investissement, de l'activité économique en 1988 semble indiquer que les perspectives de croissance dans les pays industriels sont aujourd'hui plus assurées qu'elles ne l'étaient en octobre 1987.

C'est peut-être la faiblesse de l'incidence que le krach paraît avoir eue dans la plupart des pays industriels qui constitue l'aspect le plus étonnant de l'évolution de l'activité économique en 1988. La crise boursière peut en partie expliquer l'augmentation modeste du taux d'épargne privée aux Etats-Unis, mais, à part cela, ses conséquences directes ne sont pas

Absence d'explications nouvelles sur les causes du krach

Corrélations entre les variations journalières (en %) des indices des cours des actions, 1984-89

Pays et rubriques	1984-86	1987	1988-89 ¹
Séances simultanées ²			
Royaume-Uni et Allemagne	0,127	0,514	0,314
Royaume-Uni et Etats-Unis	0,364	0,531	0,405
Début du «jour» en Amérique du Nord ³			
Etats-Unis et Japon	0,225	0,492	0,364
Etats-Unis et Allemagne	0,335	0,306	0,551
Début du «jour» au Japon ²			
Japon et Allemagne	0,123	0,393	0,359
Japon et Royaume-Uni	0,087	0,473	0,265
Japon et Etats-Unis	0,106	0,263	0,146
Début du «jour» en Europe ⁴			
Allemagne et Etats-Unis	0,113	0,394	0,097
Royaume-Uni et Japon	0,171	0,199	0,270
Allemagne et Japon	0,083	0,206	0,152

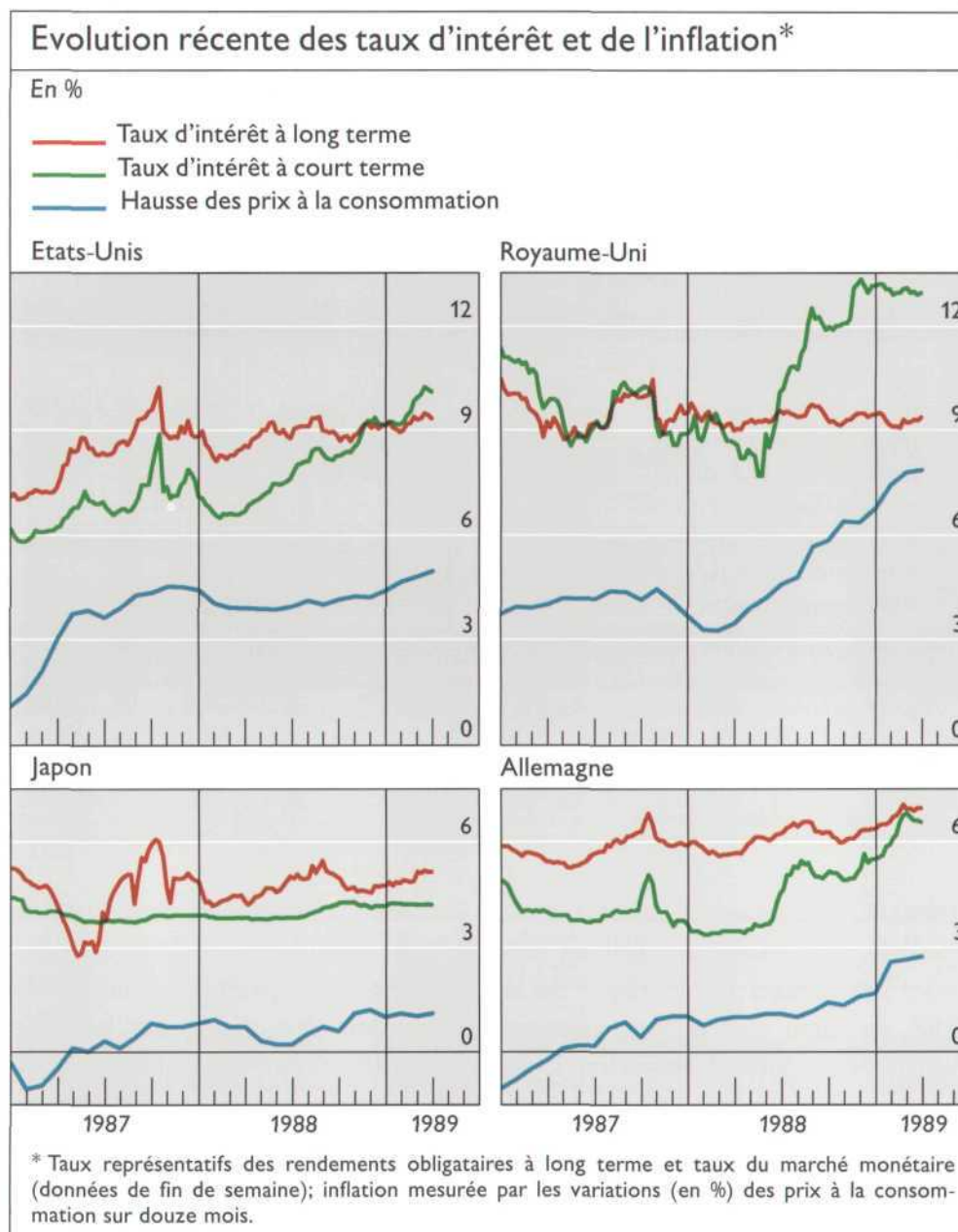
¹ Jusqu'à mi-mars 1989. ² Corrélation entre la variation (en %) des cours des actions le même jour.
³ Corrélation entre la variation (en %) des cours des actions aux Etats-Unis et les variations des cours des actions au Japon et en Allemagne le lendemain. ⁴ Corrélation entre la variation (en %) des cours des actions en Allemagne et la variation des cours des actions aux Etats-Unis le même jour, et corrélations entre les variations (en %) des cours des actions au Royaume-Uni et en Allemagne et la variation des cours des actions au Japon le lendemain.

Sources: voir graphique ci-contre.

vraiment apparentes. Peut-être est-ce une indication que les investisseurs n'avaient pas totalement pris en considération l'incidence de la hausse des cours des actions sur la valeur de leur patrimoine au premier semestre de 1987, de sorte que leur comportement n'a guère été affecté par la chute des cours au second semestre. Cette explication serait compatible avec la thèse selon laquelle le krach aurait correspondu en partie à l'éclatement d'une bulle spéculative. De même, l'importance du rebond des cours des actions à partir des minimums enregistrés après le mois d'octobre pourrait signifier que ce sont des défaillances momentanées des marchés qui auraient amené certains d'entre eux à tomber «trop bas». En revanche, l'assouplissement de la politique monétaire qui a suivi la crise boursière, la vive progression des marges bénéficiaires, en dépit de taux d'intérêt réels historiquement élevés, et, enfin, l'essor de l'investissement consécutif à cette amélioration en 1988 n'avaient probablement pas été anticipés en octobre 1987. Compte tenu de ces divers éléments, la hausse des cours des actions en 1988 semble parfaitement logique et n'apparaît pas incompatible avec l'hypothèse que des préoccupations suscitées par les données économiques fondamentales de l'économie auraient été en partie à l'origine du krach.

Le seul grand marché qui ait obtenu des résultats sensiblement meilleurs que les autres en 1988 a été le marché boursier japonais, où les cours ont nettement dépassé les sommets qu'ils atteignaient avant le krach. Cependant, même si l'on tient compte de l'excellent comportement de l'économie japonaise en 1988, on ne peut dire avec certitude quels sont les facteurs qui ont contribué à cette hausse des cours.

La vive progression du marché des actions au Japon ...



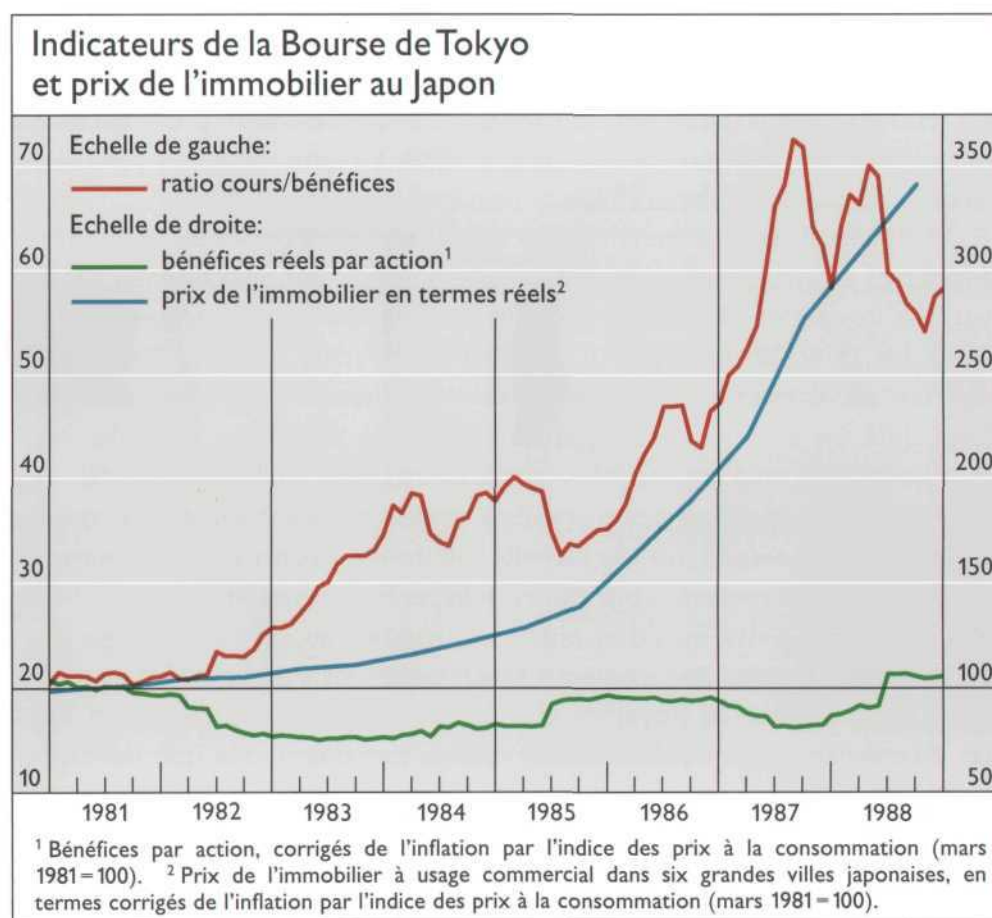
Il est extrêmement difficile de mesurer la valeur «fondamentale» des actions, puisqu'elle dépend des anticipations sur les conditions économiques futures et du mécanisme de formation du prix des actifs. L'écart de rendement et le ratio cours/bénéfices constituent deux indicateurs complémentaires de cette valeur fondamentale.

Avant le début des années soixante-dix, le ratio cours/bénéfices du marché boursier japonais était généralement inférieur à 20. Durant la décennie suivante, il a oscillé la plupart du temps entre 20 et 30. Toutefois, comme le montre le graphique de la page 93, à partir de la fin de 1985 il a enregistré une progression spectaculaire qui l'a porté à un niveau record de plus de 70 avant le krach. Au premier trimestre de 1989, il avait légèrement fléchi, pour revenir aux alentours de 60.

Plusieurs explications peuvent être avancées pour comprendre la hausse sans précédent des ratios cours/bénéfices des actions japonaises

après 1985. Tout d'abord, les rendements des obligations à long terme sont revenus de quelque 6% à 4% environ depuis 1985, ce qui, en soi, impliquerait une progression substantielle des ratios cours/bénéfices. Cependant, la diminution des taux d'intérêt nominaux a approximativement correspondu à la baisse de l'inflation. Cette baisse aurait dû réduire les anticipations concernant le taux d'accroissement des bénéfices nominaux, compensant ainsi dans une certaine mesure l'incidence favorable de la diminution des taux d'intérêt sur les cours des actions. Deuxièmement, les entreprises japonaises sont propriétaires d'une quantité importante de terrains. Comme le montre le graphique ci-dessous, les prix des terrains ont fortement augmenté au Japon depuis 1985. Cette évolution a peut-être sensiblement gonflé la valeur, aux prix du marché, des actifs des entreprises japonaises sans augmenter pour autant leurs bénéfices déclarés. Enfin, le niveau actuel des ratios cours/bénéfices peut traduire des anticipations d'une augmentation rapide des bénéfices par action à l'avenir.

Autre indicateur complémentaire de la valeur «fondamentale»: la différence entre le rendement des obligations à long terme et celui qu'offrent les dividendes, qui peut être assimilée au taux d'accroissement attendu des dividendes par action amputé d'une prime de risque. Cet «écart de rendement» pour le marché japonais est passé en 1987 de 2,8% au mois d'avril à 4,9% en septembre, avant de retomber à 3,5% au début de 1988. Au premier trimestre de 1989, il avoisinait 4%. En supposant, comme on le fait généralement, que les actions japonaises soient assorties d'une prime de



risque positive par rapport aux obligations d'Etat, cet écart de rendement implique l'anticipation d'un taux d'augmentation à long terme des dividendes par action d'au moins 4% par an. A son tour, l'anticipation de la progression à long terme des bénéfices par action des entreprises ne devrait pas être inférieure à ce taux, dans la mesure où la proportion des dividendes distribués ne peut monter indéfiniment.

Bien que, depuis 1970, les bénéfices des entreprises japonaises aient augmenté de 8,5% par an en moyenne, les bénéfices par action ne se sont accrus que de 2,9%, l'émission de nouvelles actions ayant continuellement dilué la progression des bénéfices par action des entreprises. Ces dernières années, l'accroissement des bénéfices par action n'a donc été que légèrement supérieur au rythme de l'inflation au Japon (voir graphique de la page 93). En outre, dans le même temps, la part des bénéfices distribués sous forme de dividendes a faiblement diminué. Il semblerait donc que les niveaux actuels des écarts de rendement et des ratios cours/bénéfices au Japon ne correspondent pas à l'évolution historique des bénéfices et des dividendes des entreprises. Ce sont des anticipations fondées davantage sur les plus-values futures que sur les bénéfices potentiels qui orientent le marché.

Evolution de la réglementation à la suite du krach. Au cours des mois qui ont suivi la crise boursière, un grand nombre de propositions visant à modifier la structure réglementaire des marchés des capitaux ont été formulées pour tenter de résoudre les problèmes apparus en octobre 1987. Les modifications mises en œuvre en 1988 ont cependant été relativement peu nombreuses. En fait, certaines recommandations, parmi les plus radicales, ont été reconsidérées pratiquement aussitôt après avoir été énoncées. Ainsi, aux Etats-Unis, le rapport intérimaire du Groupe de travail présidentiel sur les marchés des capitaux, publié en mai 1988, a rejeté deux des principales recommandations du Rapport Brady présenté en janvier 1988.

En général, les changements effectués cherchent à pallier les insuffisances techniques et structurelles qui ont semblé nuire au bon fonctionnement des marchés des actions lorsque les conditions sont devenues extrêmement difficiles, les 19 et 20 octobre 1987. Le marché boursier de Hong Kong est le seul qui ait entrepris une réforme de son dispositif réglementaire. Aux Etats-Unis, on a accru la capacité de traitement des transactions des marchés boursiers; on a augmenté la surface financière et la liquidité des systèmes de compensation des marchés à terme afin de réduire le risque au stade des règlements; les coefficients de fonds propres des teneurs de marché («market-makers») ont été relevés; enfin, un système coordonné de «coupe-circuit» a été introduit entre les marchés au comptant et les marchés à terme, de manière à pouvoir synchroniser les suspensions de transactions. En revanche, au Royaume-Uni, ce sont beaucoup plus les réactions des intervenants à la diminution du volume des opérations que les événements vécus pendant le krach qui ont amené des changements (voir ci-après). A l'échelle internationale, des dispositions préliminaires ont été prises afin d'examiner les possibilités d'améliorer la coordination entre les marchés, en particulier dans le domaine de la compensation et des règlements.

... n'est peut-être pas conforme à l'évolution des dividendes et des bénéfices

Diversité des réactions provoquées par le krach au niveau de la réglementation

Ce sont les recommandations qui n'ont pas été suivies dans les faits qui sont les plus controversées. Rien n'a été tenté pour uniformiser les dépôts de garantie sur les marchés au comptant et les marchés à terme, ni pour modifier de manière radicale la répartition des tâches de surveillance prudentielle de ces marchés aux Etats-Unis, comme le recommandaient le Rapport Brady et celui de la Commission des opérations de Bourse («Securities and Exchange Commission»). Certaines sociétés de courtage américaines ont individuellement limité leur recours à des stratégies d'opérations programmées, et, pendant une période expérimentale de six mois, la Bourse de New York (NYSE) a imposé des restrictions à l'usage des systèmes informatisés de passation des ordres. On n'a toutefois enregistré aucune véritable tentative visant à restreindre les opérations programmées, et notamment les techniques de couverture de portefeuille. Dans le même temps, la Bourse de Tokyo a créé, en septembre, un nouveau contrat à terme sur indice d'actions; l'Allemagne et la France, pour leur part, ont envisagé de faire de même en 1989, malgré le rôle négatif attribué par certains rapports aux marchés à terme américains dans le développement de la crise boursière.

Faible incidence du krach sur le marché des obligations à «haut rendement»

Le marché des obligations à «haut rendement». Autre indicateur de l'incidence relativement modeste du recul brutal des cours des actions en 1987: aux Etats-Unis, le marché des obligations à «haut rendement» a été relativement peu affecté. Les rendements de ces obligations ont augmenté d'environ un point en octobre 1987, mais l'écart moyen entre ces titres et les valeurs du Trésor américain assorties d'échéances comparables avait retrouvé, en avril 1988, ses niveaux antérieurs au krach.

Le compartiment des obligations «déclassées» constitue à présent une partie importante du marché obligataire

Le compartiment des obligations «déclassées» («junk bonds») fait désormais partie intégrante du marché obligataire américain. Il est composé de valeurs de qualité secondaire, c'est-à-dire d'obligations que les banques ne peuvent pas détenir au titre d'investissements normaux, en raison du risque élevé de défaillance qu'elles comportent. Ces titres à haut rendement représentent actuellement un cinquième environ du montant total des portefeuilles d'obligations de sociétés aux Etats-Unis.

Le marché des obligations à haut rendement est lié à l'augmentation du degré d'endettement des entreprises américaines. Alors qu'au départ ce marché constituait surtout un moyen, pour les entreprises moins solidement établies, de se procurer des ressources destinées à l'investissement, il est devenu, avec le temps, une source de plus en plus importante de fonds pour des opérations de rachat financées par l'emprunt (LBO = «leveraged buy-outs»). Ce type d'opérations a été à l'origine d'un tiers des émissions d'obligations à haut rendement effectuées en 1988. Ni la crise boursière de 1987 ni les divers autres chocs défavorables survenus en 1988 n'ont affecté la liquidité de ce marché. L'an dernier, la valeur des émissions a été supérieure à \$30 milliards, soit, pour la troisième année consécutive, plus de 20% du total des nouvelles émissions d'obligations de sociétés.

Les écarts de rendement entre les obligations à haut rendement et les autres titres à revenu fixe varient en fonction des conditions du marché et de la cote de crédit attribuée à l'emprunteur en question; en moyenne,

cependant, l'instabilité des cours sur le marché à haut rendement a été comparable à celle des obligations de qualité supérieure émises par les entreprises. Au cours des dix dernières années, le rythme annuel des défaillances n'a représenté en moyenne que 2,2% de l'encours, avec une fourchette comprise entre 0,2% et 6,7%. Même si ces chiffres sous-estiment le taux de défaillances, au niveau des obligations prises isolément, du fait de la progression rapide de leur encours durant cette période, au total les rendements de portefeuilles hypothétiques d'obligations «déclassées» qui prennent en compte ce facteur ont été régulièrement supérieurs à ceux des portefeuilles comparables d'obligations traditionnelles de sociétés. Etant donné toutefois que le marché à haut rendement était beaucoup plus étroit lors de la dernière récession, il n'a pas encore véritablement subi l'épreuve d'une phase de net ralentissement de l'activité.

Endettement et financement des entreprises non financières

En décembre dernier, la société RJR-Nabisco, géant de l'industrie du tabac et des produits alimentaires, a été acquise par un groupe financier et retirée de la cote officielle. L'opération a été conclue pour un montant sans précédent, et impensable jusqu'alors, de \$EU 25 milliards. Les quatre cinquièmes des fonds nécessaires à ce rachat ont été obtenus sous forme d'emprunts, contractés pour 70% environ auprès de banques. Cette transaction a marqué un sommet dans la succession des fusions et acquisitions enregistrées aux Etats-Unis depuis le début des années quatre-vingt, et dans laquelle les opérations de rachat financées par l'endettement (LBO) ont représenté une part de plus en plus grande. C'est également l'illustration la plus frappante de l'augmentation du degré d'endettement des entreprises non financières américaines au cours de cette période. Comme telle, elle a attiré l'attention sur les implications de ce processus sur la vulnérabilité financière, sur l'efficacité et la compétitivité des entreprises et, enfin, sur la nécessité de dispositions nouvelles pour y faire face.

Comme le montre le tableau de la page 97, établi d'après une mesure communément utilisée du degré d'endettement (ratio de l'endettement par rapport au montant total de l'actif évalué à sa valeur comptable), l'endettement des entreprises non financières américaines s'est, en effet, considérablement accru depuis le début des années quatre-vingt. Même si son niveau actuel n'est guère différent de celui du début des années soixante-dix, la tendance ascendante observée récemment a été particulièrement marquée et n'a pas donné de signe de ralentissement. En outre, elle ne concerne que les Etats-Unis parmi les pays figurant dans l'échantillon.

Dans le même temps, le degré d'endettement des entreprises américaines pourrait paraître relativement peu élevé à l'échelle internationale, car il est davantage conforme à ceux du Canada et du Royaume-Uni qu'à ceux, nettement supérieurs, des autres pays du Groupe des Sept. Si les caractéristiques et les conventions comptables des divers pays de l'échantillon expliquent en partie quelques-unes des différences constatées, il est peu probable cependant qu'elles contredisent l'impression d'ensemble.

L'endettement ne s'est accru qu'aux Etats-Unis ...

... tout en se maintenant à des niveaux peu élevés par référence aux autres pays

Le caractère spécifique de l'évolution observée aux Etats-Unis se trouve largement confirmé lorsqu'on évalue le capital-actions aux cours du marché plutôt qu'à sa valeur comptable (voir tableau de la page 98). On constate alors que le taux d'endettement des entreprises américaines semble être demeuré généralement stable au cours des années quatre-vingt, tandis qu'il a diminué dans les autres pays, et plus particulièrement au Japon. Les différences entre les estimations aux cours du marché ou à la valeur comptable traduisent essentiellement le dynamisme général des cours sur les marchés des valeurs depuis 1982. Les chiffres confirment la distinction fondamentale entre les pays à taux d'endettement relativement faible, tels que les Etats-Unis, le Canada et le Royaume-Uni, et les autres.

Les divers éléments qui sont à l'origine des différences entre les taux d'endettement des deux groupes de pays ont fait l'objet d'une attention particulière. On peut prendre en considération le fait que, dans le groupe à endettement faible, les marchés boursiers ont connu un développement relativement précoce alors qu'ailleurs leur expansion a été retardée par des entraves institutionnelles. Toutefois, depuis le début des années soixante tout au moins, l'importance du marché boursier en tant que source de financement paraît, en fait, avoir été plus faible aux Etats-Unis, et probablement au Royaume-Uni, que dans quelques pays à endettement élevé; ce qui suggère que, dans ces deux pays, on s'est davantage financé à partir des bénéfices non distribués. D'autres explications pourraient faire intervenir des différences structurelles dans la fiscalité des entreprises et de l'impôt sur les personnes physiques. Cependant, même si, dans certaines situations, les considérations d'ordre fiscal peuvent avoir joué un grand rôle dans le choix des formules de financement au niveau de l'entreprise, elles ne paraissent pas, pour l'ensemble de cette catégorie d'agents économiques, avoir été la cause déterminante des disparités d'endettement entre les différents pays. Si l'on se réfère, tout du moins, aux barèmes officiels représentatifs de la fiscalité des entreprises et de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, il semble qu'il y ait relativement peu de corrélation entre

Ratios endettement brut/actif total (valeurs comptables)						
Pays	1970	1975	1980	1985	1986	1987
Taux d'endettement faible						
Etats-Unis ¹	0,49	0,45	0,44	0,48	0,50	0,51
Royaume-Uni ¹	0,53	0,54	0,53	0,53	0,53	n.d.
Canada ²	0,54	0,61	0,59	0,58	0,57	0,57
Taux d'endettement élevé						
Japon ²	0,85	0,85	0,84	0,81	0,81	n.d.
Allemagne ²	0,65	0,65	0,66 ³	0,63	0,62	0,60 ³
France ²	0,66	0,70	0,69 ³	0,71	0,67	n.d.
Italie ⁴	0,66	0,68	0,65	0,68 ⁵	n.d.	n.d.
¹ Entreprises non financières, consolidées en totalité ou en partie. ² Entreprises non financières du secteur privé, non consolidées ou seulement en partie. ³ Rupture dans les séries. ⁴ Grosses entreprises manufacturières, non consolidées. ⁵ 1983. Sources: OCDE, Statistiques financières et tableaux nationaux d'opérations financières.						

Ratios endettement brut/actif total (aux cours du marché ¹)						
Pays	1970	1975	1980	1985	1986	1987
Taux d'endettement faible						
Etats-Unis	0,45	0,52	0,50	0,50	0,49	0,51
Royaume-Uni	0,51	0,64	0,63	0,52	0,48	0,48
Canada	0,50	0,58	0,54	0,47	0,45	0,45
Taux d'endettement élevé						
Japon	0,86	0,83	0,84	0,73 ²	0,63	0,59
Allemagne	0,72	0,76	0,81	0,71	0,70	0,77

¹ Entreprises non financières du secteur privé (pour l'Allemagne, ensemble des entreprises productives), l'actif total étant calculé comme la somme de l'endettement brut et du capital-actions évalué aux cours du marché. ² Rupture dans les séries.

Sources: Tableaux nationaux d'opérations financières et estimations BRI.

le classement des pays de l'échantillon, établi en fonction des avantages fiscaux de l'endettement par rapport au capital-actions, et le niveau observé de leur taux d'endettement (voir tableau de la page 99). Autre explication possible: le fait que les pays à taux d'endettement élevé ont enregistré une croissance relativement plus rapide, et donc des besoins d'investissement plus importants, au cours de l'après-guerre, avec simultanément des difficultés d'origine institutionnelle dans l'offre de capital-risque.

Même si les facteurs examinés précédemment paraissent fondés, ils ne permettent cependant pas d'expliquer comment, dans les pays à taux d'endettement relativement élevé, les entreprises ont pu supporter une charge de dette sensiblement plus lourde. En fait, la réponse à cette question tient en partie à un certain nombre de caractéristiques structurelles de ces pays, liées dans une large mesure à la nature des relations investisseur/entreprise. Trois de ces particularités sont les suivantes: la détention simultanée par les créanciers de titres d'emprunt et d'actions; la moindre dispersion des portefeuilles de titres de dette et d'actions et la politique suivie par les autorités.

En Allemagne comme au Japon, les banques possèdent généralement d'importantes participations dans des entreprises non financières (voir tableau de la page 100). Au Japon, elles détiennent environ un cinquième du montant total des actions. En Allemagne, elles n'en ont qu'un peu moins de 10% mais en contrôlent beaucoup plus grâce au système de vote par procuration. De plus, dans ces deux pays, leur influence se trouve renforcée par le fait qu'environ un tiers du stock d'actions au Japon et deux cinquièmes en Allemagne sont détenus par les entreprises non financières elles-mêmes. Les banques peuvent également être représentées dans les conseils d'administration. Cette constellation permet de mieux suivre les résultats et d'exercer un contrôle plus étroit sur les politiques des emprunteurs; en outre, elle tend à dissuader les banques d'entamer des procédures de cessation de paiements et de liquidation en période de difficultés financières. Il en résulte, par conséquent, un environnement plus favorable à l'endettement.

La concentration du capital-actions et, surtout, des créances d'emprunt entre les mains d'un nombre relativement restreint d'investisseurs est susceptible de favoriser l'endettement en permettant de résoudre plus

Certains éléments favorisent la capacité d'emprunt dans les pays à taux d'endettement élevé:

détention simultanée de titres d'emprunt et d'actions

Fiscalité et endettement, 1985					
Pays	Ratios de revenu après impôt ¹		Classement de l'avantage fiscal de l'endettement par rapport aux:		Classement de l'endettement ²
	Dividendes/intérêts	Plus-values/intérêts	Nouvelles émissions	Bénéfices non distribués	
Taux d'endettement faible					
Etats-Unis	0,54	0,76	2	5	7
Royaume-Uni	0,68	0,72	6	4	6
Canada	0,66	0,67	5	2	5
Taux d'endettement élevé					
Japon	0,49	0,63	1	1	1
Allemagne	1,00	0,82	7	6	4
France	0,66	0,93	4	7	2
Italie	0,61	0,71	3	3	3

¹ Ratio du revenu du capital-actions (dividendes ou plus-values) par rapport à celui de l'endettement (intérêts) perçu par un investisseur individuel représentatif dans une entreprise, après paiement de l'impôt sur les entreprises et sur les personnes physiques. Les valeurs inférieures à l'unité indiquent que le financement par voie d'emprunt est préféré au financement sur fonds propres, sous forme de nouvelles émissions d'actions (dividendes) ou de bénéfices non distribués (plus-values). Les ratios sont obtenus à partir d'estimations fondées sur des barèmes fiscaux représentatifs officiels. Les taux de l'impôt sur les plus-values sont ajustés pour tenir compte de la réalisation différée de tels gains. Ces estimations doivent être interprétées avec prudence, car elles ne tiennent pas compte des possibilités d'arbitrage ni de diverses formes d'impôts qui peuvent affecter, directement ou indirectement, les décisions d'endettement (par exemple, la fiscalité sur l'actif net et les taxes sur le chiffre d'affaires pour les opérations sur les marchés des titres). ² Valeurs comptables (voir tableau page 97).

Source: estimations BRI.

concentration
des actions
et des titres
d'emprunt

facilement des crises financières. Une telle concentration tend à limiter la possibilité, pour certains, de profiter de la résolution d'une crise sans supporter une part correspondante des coûts. Elle peut aussi réduire l'incitation des investisseurs à contraindre l'entreprise à la cessation de paiements (s'ils sont créanciers) ou à s'abstenir d'injecter de nouveaux fonds (s'ils sont actionnaires). En outre, il est possible que la concentration des créances favorise les relations à plus long terme entre l'emprunteur et le prêteur, ce qui, en améliorant la communication, peut amener les établissements financiers à faire preuve d'une plus grande tolérance vis-à-vis de l'endettement.

En fait, divers indicateurs font ressortir une plus forte concentration du capital-actions dans les pays à endettement élevé que dans ceux de l'autre groupe (voir tableau de la page 100). Dans le premier cas, les entreprises non financières détiennent la majorité des actions et les offres publiques d'achats hostiles sont extrêmement rares. En revanche, dans les pays à faible endettement, les particuliers possèdent des portefeuilles substantiels et les investisseurs institutionnels eux-mêmes préfèrent la diversification au contrôle. En ce qui concerne les ressources empruntées, le rôle limité dévolu dans les pays du premier groupe aux créances «titrisées», par opposition aux prêts des établissements de crédit, constitue une indication d'une dispersion moindre des créances d'emprunt et de l'importance relativement plus grande accordée à l'établissement de relations à long terme.

Les chiffres dont on dispose pour le Japon donnent à penser que la concentration de l'endettement y a été fort élevée, puisque la «banque principale» d'un groupe particulièrement représentatif d'entreprises non financières (Keiretsu) fournit aujourd'hui entre un cinquième et un tiers des capitaux empruntés du groupe, même si cette proportion était sensiblement supérieure au cours des années soixante. Il convient également de noter que le recours accru aux marchés des titres observé récemment au Japon, par suite en partie de la déréglementation, a essentiellement correspondu à des émissions de titres hybrides (obligations convertibles et obligations avec bons de souscription) et qu'il a coïncidé avec une réduction du taux d'endettement. De même, le renforcement généralisé de l'actif net des entreprises au cours des années quatre-vingt s'est produit au moment où les liens avec les établissements de crédit se sont affaiblis dans un certain nombre de pays, et notamment en Allemagne et en Italie.

Dans au moins trois des quatre pays à endettement élevé figurant dans le tableau (Italie, France et Japon), la politique suivie par les autorités semble avoir également contribué dans une large mesure à accroître la

Indicateurs des structures financières, 1985							
Rubriques	Pays à taux d'endettement faible			Pays à taux d'endettement élevé			
	Etats-Unis	Royaume-Uni	Canada	Japon	Allemagne	France	Italie
	en %						
Composition de l'endettement des entreprises: ¹							
Banques nationales	32	62	40	53	73	58	56
Autres établissements de crédit nationaux	9	6	21	38	5	18	29
Titres	56	19	32	8	4	15	7
Divers ²	4	13	6	2	17	10	7
Répartition de l'ensemble du capital-actions: ³							
Entreprises non financières	— ⁴	10	1	30	43	41	66
Banques ⁵	0	0	4	17	8	4	3 ⁶
Autres établissements financiers	28	52	21	22	9	8	3
Ménages	67	24	69	23	18	24	13
Etat	—	5	2	0	9	10	9
Divers ²	4	10	4	7	13	13	5
Pour mémoire:							
Capitalisation du marché boursier (en % du PIB) ⁷	49	64	43	57	24	13	13

¹ Endettement sur les marchés du crédit, à l'exclusion des crédits commerciaux. ² Essentiellement les non-résidents. ³ Comprend à la fois les entreprises financières et non financières. Pour le Japon, exercice budgétaire. ⁴ Résultat consolidé. ⁵ Pour le Royaume-Uni, secteur monétaire. ⁶ Actions des entreprises financières uniquement. ⁷ L'existence de participations croisées gonfle artificiellement la capitalisation boursière.

Sources: Tableaux nationaux d'opérations financières; Bourse de Tokyo; Morgan Stanley International; estimations BRI.

et interventions
de l'Etat

capacité d'endettement. Les autorités ont laissé aux établissements de crédit (en particulier, ceux qui sont spécialisés dans les prêts à long terme) le soin de fournir une assistance financière à l'industrie sous des formes diverses, telles que crédits subventionnés et/ou concours bénéficiant de la garantie de l'Etat. Les pouvoirs publics ont également joué un rôle actif en tant que propriétaires ou copropriétaires d'entreprises, tant financières que non financières (Italie et France), dans la réalisation d'objectifs de la politique officielle. Cette intervention a parfois permis d'éponger des pertes.

Ces éléments
ne jouent pas un
grand rôle aux
Etats-Unis ...

Peu d'indications permettent de penser que l'augmentation de l'endettement des entreprises américaines se soit accompagnée d'une évolution vers les caractéristiques des pays à taux d'endettement élevé qui pourrait constituer le signe annonciateur d'une plus grande capacité d'endettement. Au cours des années quatre-vingt, on n'a constaté aucun désengagement des marchés financiers en direction des établissements de crédit. En fait, entre 1982 et 1988, le pourcentage des titres dans le montant total de l'endettement des entreprises sur les marchés du crédit s'est légèrement accru, passant de 54% à 56%, et a revêtu de plus en plus la forme d'obligations à haut rendement. Ce sont précisément les fusions et acquisitions financées par l'emprunt, peu fréquentes dans les pays à endettement élevé, qui ont été en grande partie responsables de cette évolution. Selon certaines approximations, la moitié environ de l'accroissement de la dette des entreprises américaines sur les marchés du crédit entre 1982 et 1988 pourrait avoir été due aux opérations de fusion et d'acquisition, dont plus de 10% pour les seuls rachats d'entreprises financés par l'emprunt. Les programmes de rachat d'actions, souvent mis en place pour déjouer d'éventuelles tentatives de prises de contrôle, ont également eu un rôle important.

Parallèlement, on trouve également aux Etats-Unis certains aspects des relations investisseur/entreprise qui ont tendance à accroître la capacité d'endettement. Il n'est pas surprenant qu'ils soient présents dans la plupart des opérations assorties d'un endettement très élevé, telles que les rachats d'entreprises financés par l'emprunt, dans lesquelles les ratios endettement/actif se situent généralement entre 80% et 95% lors de la conclusion de la transaction. Le capital-actions de l'entreprise se trouve alors étroitement contrôlé par un nombre relativement restreint d'investisseurs. En outre, certains établissements détiendraient simultanément des titres d'emprunt et des actions ou des titres convertibles en actions, mais on ne dispose pas de statistiques précises sur ce point. Toutefois, la pratique consistant à céder des fractions du prêt initial, afin de réduire le risque de la banque ayant servi d'intermédiaire (participations secondaires), permet aux établissements de crédit de se protéger, mais elle entraîne aussi dans les faits une dispersion des créances détenues, ce qui risque, pour l'entreprise, de rendre plus difficile la résolution de crises financières.

L'atténuation des risques inhérents aux structures d'endettement à effet de levier tient en partie aux nouveaux instruments financiers et au jugement des dirigeants et spécialistes financiers des entreprises. Il est possible de réduire le risque de taux d'intérêt en recourant davantage aux

innovations financières, telles que swaps, plafonnements de taux d'intérêt, instruments financiers à terme et options. Dans le cas spécifique des opérations de rachat financées par l'emprunt, la couverture partielle du risque de relèvement des taux d'intérêt est une pratique courante qui constitue, d'ailleurs, une condition souvent exigée par les banques prêteuses. Le risque de liquidité induit par une récession peut également être plus faible que ne le suggèrent les chiffres sur l'endettement global, étant donné que l'augmentation de l'endettement et de l'effet de levier a été plus marquée dans des secteurs comparativement moins sensibles aux évolutions conjoncturelles, tels que celui des biens non durables. Selon les informations disponibles, 60% environ des opérations de rachat financées par l'emprunt seraient intervenues dans ces secteurs, notamment ceux des produits alimentaires et du tabac ainsi que du commerce de détail, l'un des objectifs essentiels de ces transactions étant la stabilité de la trésorerie.

... mais d'autres atténuent les risques

En définitive, l'accroissement sous-jacent de la capacité de supporter l'endettement, en particulier dans des opérations impliquant un important effet de levier, dépend en grande partie de l'amélioration de la productivité permise par les nouvelles structures. L'importance des remboursements contractuels liés à l'augmentation de l'endettement risque de restreindre la possibilité laissée aux dirigeants d'entreprises de poursuivre des objectifs orientés vers d'autres fins que la rentabilité, en les obligeant à se défaire d'actifs qui conviennent mieux à des usages différents ou à se soumettre au contrôle plus étroit des marchés financiers pour obtenir des ressources d'investissement. Le fait que les responsables d'entreprises détiennent un stock d'actions plus important, dans les opérations de rachat financées par l'emprunt réalisées à l'initiative de la direction (un cinquième environ de l'ensemble de cette catégorie de transactions), risque également de les sensibiliser davantage aux considérations de rentabilité et de leur permettre de bénéficier de leur connaissance, en principe plus complète, de la valeur potentielle de l'entreprise. Quoi qu'il en soit, les enseignements que l'on peut tirer des expériences antérieures, concernant les avantages procurés par un taux d'endettement plus élevé, demeurent contrastés et provisoires; toutefois, ils ne semblent pas être de nature à apaiser les préoccupations au sujet de la viabilité des entreprises restructurées dans le cadre de telles opérations de rachat dans un environnement économique plus défavorable. De ce point de vue, le nombre des entreprises ayant subi un déclassement de leur cote de crédit durant une période de croissance économique relativement vigoureuse constitue un élément peu encourageant.

La vulnérabilité en cas de détérioration de l'activité économique constitue une préoccupation justifiée

L'augmentation de l'endettement des entreprises non financières soulève des questions touchant les politiques à suivre tant au niveau des entreprises que du système financier. S'agissant des entreprises, dans la mesure où une structure financière plus exposée aux risques apparaît indésirable, il semblerait préférable de s'éloigner à plus long terme d'un système fiscal favorisant l'endettement pour évoluer vers un régime plus neutre en matière de choix de financement.

Questions concernant les politiques à suivre

Pour le système financier dans son ensemble, la principale préoccupation concerne le degré de risque encouru par le système bancaire américain.

Selon des estimations, à fin juin 1988, 10% environ de l'encours des prêts bancaires commerciaux et industriels étaient liés à des opérations de rachat financées par l'emprunt. En général, abstraction faite des crédits-relais, les échéances des prêts accordés dans ce cadre s'échelonnent entre environ quatre et neuf ans, mais on ignore quelle est la proportion des prêts à plus longue échéance détenue en dernier ressort par les banques américaines par opposition aux banques étrangères. Certes, l'éventualité, parfois évoquée, de voir se reproduire une crise comme celle de l'endettement des pays en développement n'est pas fondée, ne serait-ce qu'en raison du contrôle plus strict exercé par les banques sur les stratégies de leurs emprunteurs ainsi que des garanties qu'elles exigent. Dans le même temps, la nouveauté et la complexité des mécanismes financiers mis en œuvre et le fait qu'ils n'aient pas encore subi l'épreuve d'un environnement économique défavorable requièrent un contrôle prudentiel rigoureux. Les autorités de contrôle ont déjà pris certaines dispositions dans ce sens, sous la forme surtout d'un renforcement de la surveillance.

Les acquisitions assorties d'un endettement élevé n'ont pas constitué une pratique courante en dehors des Etats-Unis. La seule exception notable à cet égard a été le Royaume-Uni, où ces opérations sont devenues plus nombreuses et plus importantes, sans commune mesure toutefois avec l'évolution enregistrée aux Etats-Unis; on estime qu'en 1988 plus de 300 rachats de cette nature y ont été réalisés pour un montant ne dépassant guère \$EU 5 milliards. Cela étant, la participation des banques étrangères à ces transactions aux Etats-Unis s'est accrue au fur et à mesure que leur montant a augmenté. Les banques japonaises, en particulier, ont joué récemment un rôle très actif dans ce domaine, puisqu'elles auraient fourni quelque 45% du financement bancaire de la plus grande opération de ce type effectuée à ce jour.

Bien que l'Europe n'ait guère été touchée par les opérations comportant un endettement élevé, de très nombreuses restructurations d'entreprises ont été menées à bien. Contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, ces transactions ont été essentiellement motivées par des préoccupations stratégiques à long terme; elles ont eu principalement pour résultat d'accroître la taille des entreprises et ont souvent accentué la concentration dans des secteurs compartimentés, mais elles ont rarement été de nature hostile. Les principales forces qui ont alimenté ce processus de restructuration ont été le niveau déjà élevé de l'endettement, réduisant donc les possibilités d'emprunter davantage, l'existence de nombreuses barrières d'ordre réglementaire et institutionnel s'opposant aux acquisitions inamicales, surtout internationales et, peut-être en dernier lieu, les perspectives du marché unique de fin 1992. L'horizon 1992 imprimera probablement un nouvel élan à cette vague de restructurations. Dans l'immédiat, cette échéance a également contribué à faire prendre davantage conscience de la nécessité d'une plus grande uniformité entre les divers pays en ce qui concerne le cadre réglementaire régissant les prises de contrôle, celles en particulier auxquelles s'opposent les dirigeants en place des entreprises.

Réglementation de la structure financière des banques

En juillet 1988, le Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires des pays du Groupe des Dix et du Luxembourg («Comité de contrôle bancaire de Bâle») a approuvé un dispositif destiné à réaliser une convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres des banques (désigné dans ce texte par l'accord de convergence). Les origines de cet accord remontent au début des années quatre-vingt; les responsables de la surveillance bancaire de plusieurs pays du Groupe des Dix se sont alors trouvés aux prises avec une forte détérioration de la qualité des prêts bancaires aux pays en développement et avec un rapide processus de libéralisation financière, tendant à la fois à intensifier la concurrence entre banques et à accroître leurs possibilités d'entreprendre des investissements à haut risque. Dans le même temps, les ratios d'endettement des établissements de crédit se situaient, dans certains pays, à des niveaux historiquement élevés. Aussi les responsables du contrôle bancaire ont-ils été convaincus de la nécessité de renforcer la solidité des banques par un relèvement des normes de fonds propres.

Nouvel accord à l'échelle internationale sur le niveau des fonds propres des banques

Les premiers pas accomplis dans cette direction, sous la forme de simples ratios d'endettement dans certains pays et de ratios fondés sur les actifs à risque portés au bilan dans d'autres, ont eu un certain succès. On s'est très vite rendu compte, cependant, que de nouveaux progrès exigeraient un instrument de mesure plus élaboré pour apprécier le niveau des fonds propres et parvenir à une meilleure coordination entre les autorités de contrôle des différents pays. Une telle mesure était nécessaire pour limiter l'incidence défavorable qu'un resserrement des normes de fonds propres risquait d'avoir sur les choix concernant les portefeuilles des banques. Il était apparu, par exemple, que l'utilisation d'un ratio d'endettement simple les dissuadait de détenir des actifs liquides à faible risque, alors que des dispositifs fondés uniquement sur les postes du bilan les encourageaient à substituer des engagements hors bilan à leurs actifs traditionnels. Quant à l'amélioration de la coordination à l'échelle internationale, elle était indispensable pour éviter que les différences existant d'un pays à l'autre dans les définitions et exigences en matière de fonds propres n'accentuent les inégalités dans la concurrence entre banques de pays différents lors du renforcement des normes.

L'accord de convergence s'est efforcé de satisfaire ces impératifs en instaurant, au sein des pays du Groupe des Dix, un dispositif commun permettant de mesurer l'importance des fonds propres d'une banque et de fixer des normes minimales déterminant leur niveau en fonction du risque de crédit de la banque.

Pour la définition des fonds propres des banques, l'accord établit une distinction importante entre le «noyau de fonds propres», comprenant le capital-actions et les réserves publiées, qui doit représenter au moins la moitié du total des ressources propres reconnues d'une banque, et les «fonds propres complémentaires», qui englobent les autres types de réserves et divers instruments de dette. L'accent est mis sur le noyau de

Importance particulière du capital-actions

fonds propres, car on lui reconnaît unanimement la meilleure qualité en raison de la connaissance qu'on a de son montant nominal, de sa relative stabilité et de sa disponibilité immédiate pour éponger les pertes d'une banque continuant à exercer son activité. La part relative du noyau de fonds propres dans les ressources totales d'une banque constitue une variable essentielle pour la détermination des décisions de ses actionnaires et, en particulier, leur choix du dosage optimal entre risque et rendement du portefeuille.

Pondération des actifs en fonction du risque

Dans l'accord de convergence, le risque de crédit d'une banque est évalué en pondérant puis en additionnant les diverses grandes catégories d'actifs et d'engagements hors bilan. Les pondérations, qui sont pour la plupart précisées dans l'accord, sont choisies en fonction de l'appréciation du risque de crédit pour les différentes catégories d'engagements. Enfin, pour mesurer le niveau des fonds propres d'une banque, on rapporte son capital reconnu au total de ses risques de crédit dûment pondérés. L'accord de convergence prévoit une application échelonnée dans le temps des niveaux minimaux de ce ratio, qui doit atteindre 8% d'ici la fin de 1992.

Application sur une grande échelle des principes fondamentaux

Les modalités de l'accord de convergence valent uniquement pour les banques des pays du Groupe des Dix et du Luxembourg exerçant une activité internationale. Toutefois, du fait de décisions prises parallèlement par diverses autorités de contrôle nationales, ces principes fondamentaux seront appliqués dans un grand nombre de pays extérieurs au Groupe des Dix. Les Etats-Unis et les pays membres de la Communauté européenne ont l'intention d'imposer les principes fondamentaux de l'accord à toutes les banques. Au Japon, ce dernier n'aura force obligatoire que pour trente-cinq banques ayant des filiales ou succursales à l'étranger, tandis que les autres banques, y compris la plupart des banques «régionales», pourront choisir de se conformer aux réglementations existantes sur le plan national en matière de fonds propres.

Seuls sont couverts les risques de crédit

Actuellement, l'accord de convergence couvre uniquement le niveau des fonds propres par rapport au risque de crédit et ne s'étend pas aux diverses formes de risques de marché, tels que les risques de taux d'intérêt ou de positions de change. Il convient également de noter que, pour des raisons pratiques, la mesure des fonds propres se fonde essentiellement sur l'évaluation comptable de l'actif et du passif. Cependant, la possibilité d'inclure dans les fonds propres complémentaires une partie des plus-values sur actions non comptabilisées signifie que les fluctuations de la valeur de marché des actifs peuvent avoir, dans certains cas, une incidence importante sur le total des ressources propres reconnues des banques.

Certaines conséquences sont déjà visibles

C'est en décembre 1987 que le Comité a publié pour la première fois ses propositions sur les fonds propres des banques, même si l'évolution vers un accord international sur le niveau de fonds propres à maintenir en fonction des risques s'était dessinée bien avant cette date. Aussi, bien que les autorités de contrôle nationales n'aient commencé que récemment à mettre en application l'accord de convergence, certaines conséquences de la méthodologie qui l'inspire sont déjà perceptibles. Les banques japonaises, par exemple, ont été autorisées, en 1987, à augmenter leur capital-actions

en émettant sur le marché national des obligations convertibles. Au Japon et en France, les autorités ont facilité la titrisation par les banques de certaines catégories d'actifs, tandis qu'aux Etats-Unis les émissions de titres adossés à des actifs ont augmenté de plus de 50% en 1988, pour s'établir à \$15,3 milliards. Selon certaines indications, les banques japonaises s'emploient à éliminer progressivement le système des soldes compensatoires; elles investissent également une proportion plus importante de leurs ressources dans des obligations d'Etat assorties d'une pondération de risque égale à zéro et utilisent davantage les diverses possibilités d'obtenir des garanties de l'Etat.

Au moment de l'annonce de l'accord de convergence, plusieurs estimations ont été effectuées, afin de déterminer l'importance du supplément de noyau de fonds propres que les banques des divers pays devraient détenir pour respecter le ratio final de 8%. Les prévisions de cette nature sont extrêmement variables en fonction des hypothèses retenues en matière d'expansion future des bilans et des provisions pour créances douteuses. Aux Etats-Unis, il est apparu que la plupart des petites banques et des banques «super-régionales» se conformeraient facilement au minimum de 8%, de même d'ailleurs que plusieurs établissements situés dans les grands centres financiers. Toutefois, en ce qui concerne les quelque douze plus grandes banques américaines, les diverses estimations du montant global requis faisaient état de \$5 milliards à \$15 milliards. Les prévisions concernant les trente-cinq banques japonaises ayant une activité internationale situaient leurs besoins pour leur noyau de fonds propres additionnel aux alentours de Y 6.000 milliards à Y 8.000 milliards (soit quelque \$45 milliards à \$60 milliards). Un montant de cet ordre de grandeur semble à présent réalisable, compte tenu de la vigueur du marché boursier japonais et du fait que les banques japonaises paraissent bénéficier généralement d'une meilleure cote boursière sur leur marché national que ce n'est le cas dans certains autres pays pour leurs homologues étrangères. Au cours de la période de douze mois se terminant en mars 1989, les grandes banques japonaises ont été en mesure de collecter un montant total de Y 3.700 milliards d'actions et d'obligations convertibles. Au Royaume-Uni, en Allemagne et en Suisse, les grands établissements de crédit devraient également réussir sans trop de problèmes à se conformer au ratio de 8%. En France, toutefois, certaines banques contrôlées par l'Etat risquent d'éprouver des difficultés pour mettre à niveau leurs fonds propres, car leur accès à de nouvelles émissions d'actions auprès du secteur privé est limité.

Le relèvement des normes de fonds propres devrait renforcer de deux façons la solidité des diverses banques: d'une part, en augmentant la protection des créanciers contre des pertes éventuelles, que la banque continue d'exercer une activité ou qu'elle soit contrainte à la liquidation; d'autre part, en réduisant l'attrait des investissements à haut risque pour les actionnaires. Le second de ces mécanismes repose sur l'interaction entre les normes de fonds propres et d'autres formes d'interventions officielles dans l'activité bancaire.

Estimations
concernant la
mise à niveau des
fonds propres

Comment
devrait s'opérer
le renforcement
des bilans
des banques

En raison de l'importance primordiale du système bancaire pour l'économie d'un pays et de la nécessité de préserver la confiance des déposants, les gouvernements de nombreux pays ont pris des dispositions, sous forme, par exemple, de systèmes de garantie des dépôts ou d'octroi d'assistance financière d'urgence, pour éviter que des retraits massifs de dépôts n'engendrent des difficultés inopportunes et pour réduire au minimum le préjudice éventuel du système financier. Toutefois, en protégeant ainsi en partie les créanciers des banques contre certains des risques que comportent les décisions d'investissement de celles-ci, il se peut que ces initiatives des autorités interfèrent dans le jeu normal des forces du marché.

Il est possible, en particulier, que les créanciers deviennent moins sensibles à la tendance, que peut avoir une banque à la recherche de bénéfices, à choisir des projets d'investissement à haut risque susceptibles de générer des rendements substantiels. Les actionnaires profitent d'un tel choix, étant donné qu'ils retirent tout le bénéfice de ces placements s'ils s'avèrent fructueux mais n'enregistrent que des pertes limitées en cas de défaillance. Dans des conditions normales, les créanciers freineraient cette tendance en exigeant des rendements supérieurs pour tenir compte de l'augmentation du risque de défaillance du portefeuille de la banque. Toutefois, du fait de l'existence d'un filet de sécurité, les coûts d'une défaillance et, par suite, la tâche de la surveillance et du contrôle du risque bancaire se trouvent en partie transférés aux autorités de contrôle.

Pour s'acquitter de cette tâche, les autorités de contrôle utilisent essentiellement quatre méthodes: elles collectent des informations très complètes sur l'activité des banques; elles imposent des limitations directes aux opérations que les banques sont autorisées à effectuer, telles que le plafonnement des gros engagements et, dans certains pays, les restrictions sur les opérations sur titres ou les activités d'assurance; elles insistent sur le fait que les dirigeants des banques soient expérimentés, compétents et, par conséquent, disposés à s'astreindre à une certaine autodiscipline dans leurs efforts de valorisation du patrimoine des actionnaires; enfin, elles font appel aux normes de fonds propres pour s'assurer que la proportion du risque d'une banque assumé par les actionnaires ne tombe pas en dessous d'un certain niveau minimal. Le fait de relever ces normes augmente cette proportion et réduit donc le bénéfice procuré aux actionnaires par des placements comportant un risque de défaillance élevé. L'analyse présentée dans la section suivante sur la crise dans le secteur des caisses d'épargne et de crédit aux Etats-Unis montre clairement comment des établissements financiers bénéficiant de certaines formes d'aide officielle peuvent développer un goût immodéré pour des projets à haut risque si on les laisse opérer sans un niveau de fonds propres adéquat et sans un contrôle approprié.

L'accord de convergence pourrait également contribuer à modérer la propension à la prise de risques, grâce à l'égalisation de la concurrence qui en résulte entre banques de nationalités différentes. Cette évolution pourrait contribuer à supprimer la tentation, pour une banque placée en situation d'infériorité concurrentielle sur ses marchés traditionnels, en raison d'exigences de fonds propres relativement élevées, de se lancer dans des

activités à marge bénéficiaire plus forte et, par conséquent, de nature plus risquée pour survivre.

Même si le bien-fondé de l'accord de convergence a été largement reconnu, certaines préoccupations sont apparues. L'accord pourrait entraîner une augmentation des coûts de l'intermédiation bancaire et placer ainsi les banques dans une position concurrentielle défavorable vis-à-vis d'établissements financiers non bancaires; l'utilisation d'une échelle publiée de pondérations des risques est de nature à engendrer un système de répartition officielle du crédit; enfin, cet accord pourrait augmenter plutôt que diminuer la prise de risques par les banques.

Certaines préoccupations ont été émises:

L'une des conséquences d'une aide explicite ou implicite de l'Etat aux banques est de faire de l'endettement une forme de financement particulièrement intéressante pour elles. En effet, les créanciers ne demandent pas aux banques de les rémunérer pour la part de risque que supporte l'Etat. Comme un ratio de fonds propres plus élevé réduit les possibilités, pour une banque, de se financer par voie d'emprunt, l'argument selon lequel l'accord de convergence aura tendance à accroître les coûts des banques apparaît totalement fondé. Il se peut toutefois que la situation de concurrence qui en résultera pour l'activité bancaire s'apparentera davantage à celle qui prévaudrait si les interventions officielles, sous forme de réglementations prudentielles et de filet de sécurité, n'étaient pas nécessaires.

accroissement du coût du financement des banques

Le nouveau système de pondération des risques des actifs aura, très probablement, une incidence importante sur les choix des banques en matière d'emplois (voir également le Chapitre V). Il occasionnera, toutefois, certainement moins de distorsions qu'un ratio d'endettement simple appliquant les mêmes pondérations de risques à tous les engagements. En outre, l'accord de convergence cherche simplement à établir des normes minimales de fonds propres, tandis que le système de pondération des actifs à risque doit être l'un des instruments mis à la disposition des autorités de surveillance pour contrôler et répondre aux modifications des risques des emplois des banques. Ainsi, un établissement qui cherche à exploiter la simplicité du système de pondération, en choisissant systématiquement des actifs assortis de caractéristiques de rendement à risque élevé mais de faibles pondérations en matière de fonds propres, suscitera vraisemblablement, dans certains pays tout au moins, une réaction de l'autorité de contrôle locale, qui lui imposera un ratio de fonds propres supérieur au minimum prévu par l'accord de convergence. Si les autorités de contrôle veillent à ne pas trop compter sur la capacité de réaction automatique du nouveau système aux modifications de comportement des banques en matière de prise de risques, et si les établissements de crédit comprennent bien la finalité du fonctionnement du système, alors le risque de voir s'instaurer un système de répartition officielle du crédit sera limité.

risque d'une répartition du crédit

Il est difficile de dire a priori quels seront les effets de l'accord de convergence sur l'attitude des banques à l'égard du risque. Cette incidence sera fonction de plusieurs facteurs: taille de la banque, objectifs de ses dirigeants et de ses actionnaires, nature du filet de sécurité officiel et du cadre réglementaire déjà mis en place avant l'application de l'accord, conditions

et incidence sur la prise de risques par les banques

régiissant l'accès à des fonds propres supplémentaires et avantages comparatifs dont bénéficie l'établissement dans l'intermédiation financière vis-à-vis des organismes non bancaires. Puisqu'un relèvement des normes de fonds propres se traduit par un coût accru de l'intermédiation, on peut, à juste titre, être préoccupé par l'éventualité d'un renforcement de la tendance à la titrisation des actifs financiers. Comme les actifs de haute qualité sont habituellement ceux qui se prêtent le mieux à la titrisation, il pourrait en résulter une diminution de la qualité moyenne des actifs bancaires. Néanmoins, l'analyse effectuée précédemment sur les effets attendus de l'accord de convergence a conclu à l'existence de lourdes présomptions pour qu'en général un relèvement des normes de fonds propres réduise l'incitation des banques à prendre des risques.

La crise des caisses d'épargne et de crédit aux Etats-Unis

Ampleur des
difficultés des
caisses d'épargne

En 1988, les difficultés rencontrées par les caisses d'épargne et de crédit aux Etats-Unis sont devenues un sujet de préoccupation général. Cette catégorie d'institutions, spécialisées dans les prêts hypothécaires destinés essentiellement au logement, recouvre environ 3.000 établissements, avec des actifs de \$1.300 milliards, soit quelque 30% de l'actif de l'ensemble des organismes collectant des dépôts aux Etats-Unis. Au début de 1988, 515 caisses d'épargne et de crédit, représentant près d'un sixième des actifs de l'ensemble de ce secteur, étaient insolvables. La même année, l'organisme fédéral de garantie des dépôts auprès des caisses d'épargne (FSLIC = Federal Savings and Loan Insurance Corporation) a dépensé approximativement \$40 milliards pour fermer ou subventionner la vente de plus de 200 établissements en faillite, dont il garantissait le passif. Malgré cela, au début de 1989, selon les estimations du Conseil bancaire fédéral du crédit au logement (FHLBB = Federal Home Loan Bank Board), principale autorité de contrôle de l'activité des caisses d'épargne, 580 autres établissements étaient susceptibles d'avoir besoin d'une assistance financière fédérale pour un coût d'environ \$38 milliards.

Projet de
réforme de
l'Administration

La nouvelle Administration s'est trouvée devant deux problèmes à résoudre. Tout d'abord, collecter des ressources pour financer le passif supporté par le FSLIC en 1988 ainsi que celui qu'il allait devoir assumer pour venir en aide aux autres établissements en difficulté. Elle a donc proposé un plan de refinancement de \$90 milliards pour permettre au FSLIC de faire face à ces besoins.

Deuxièmement, mettre en place une protection appropriée pour empêcher la réapparition d'une telle crise. L'analyse des résultats obtenus par les caisses d'épargne au cours des huit dernières années a mis en évidence un certain nombre de carences dans les structures réglementaires régiissant leur activité et a conduit l'Administration à proposer de profondes modifications. L'organisme fédéral de garantie des dépôts bancaires (FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation), institution indépendante garantissant les dépôts des banques commerciales américaines, serait désormais chargé de gérer le régime d'assurance des dépôts des caisses

d'épargne. Les fonds de garantie des banques commerciales et des caisses d'épargne demeureraient toutefois distincts. Pour limiter l'autonomie des responsables de la surveillance des caisses d'épargne, le FHLBB exercerait les responsabilités qui lui auraient été laissées sous le contrôle du Trésor des Etats-Unis. En outre, ces établissements seraient assujettis à un système de normes de fonds propres fondées sur des critères de risque, comparables à celles qui sont appliquées aux banques commerciales. Au moment de la rédaction de ce Rapport, il semble que le Congrès soit disposé à accepter les propositions fondamentales, en atténuant toutefois le durcissement des normes de fonds propres.

Avant les années quatre-vingt, les caisses d'épargne et de crédit obtenaient des résultats satisfaisants. Le montant total des pertes du FSLIC au cours de la période 1934-79 n'était que légèrement supérieur à \$300 millions. En revanche, celles qu'il subira pour l'ensemble des années quatre-vingt seront probablement plus de 200 fois plus élevées. Les premières difficultés sérieuses dans ce secteur sont apparues en 1980. Comme, à ce moment-là, l'actif de ces organismes était constitué, pour 80%, d'hypothèques à taux fixe alors que leur passif consistait essentiellement en dépôts à court terme, la hausse sans précédent des taux d'intérêt nominaux a alors occasionné des pertes considérables. Si la diminution des taux d'intérêt à partir de 1982 a eu des répercussions favorables sur la plupart des caisses d'épargne, un nombre important d'établissements sont cependant demeurés à la fois insolubles et non rentables.

Les établissements insolubles ont pu néanmoins continuer à collecter des ressources, grâce à leur accès au système de garantie des dépôts. Le nombre de caisses d'épargne insolubles, mais dont les guichets sont restés ouverts, est ainsi passé de quatre-vingt-cinq à la fin de 1981 à 237 douze mois plus tard, puis à 445 à la fin de 1984. Mais alors qu'en 1982 les autorités de contrôle avaient obligé soixante-trois établissements à cesser leur activité, il n'y eut que trente-six fermetures en 1983 et vingt-deux en 1984.

Durant cette période, deux raisons essentielles ont incité les autorités de contrôle à faire preuve de bienveillance, c'est-à-dire à laisser des établissements insolubles poursuivre leur activité. Tout d'abord, les ressources dont disposait le fonds de garantie n'auraient probablement pas suffi pour couvrir le passif qui serait apparu si l'on avait fermé toutes les caisses insolubles. A la fin de 1982, les réserves totales du FSLIC s'élevaient à \$6,3 milliards. A ce moment-là, sur la base des méthodes comptables généralement admises (GAAP = Generally Accepted Accounting Practices), 237 caisses d'épargne étaient en situation d'insolvabilité, pour un actif net évalué à -\$2,2 milliards, un montant de créances «déclassées» («non-performing») de plus de \$6 milliards et une valeur de marché estimée à quelque -\$11 milliards. En second lieu, comme les résultats de l'ensemble de ce secteur s'amélioraient, les autorités de contrôle ont été portées à croire qu'en laissant des établissements en situation critique poursuivre leur activité les difficultés s'atténueraient.

C'est exactement le contraire qui s'est produit. Bien que la rentabilité globale du secteur ait continué de s'accroître jusqu'à la fin de 1985, le

Origines
de la crise:

choc des taux
d'intérêt

non-fermeture
des établis-
sements insol-
vables

nombre d'établissements insolvable a régulièrement augmenté, pour atteindre 470 à la fin de 1985 et 515 deux ans plus tard. La part des actifs détenus par de tels établissements est passée de plus de 9%, fin 1982, à près de 15%, fin 1987. En outre, la rentabilité des caisses d'épargne en situation critique s'est fortement détériorée à partir de 1986. La partie inférieure du graphique de la page suivante fait apparaître qu'à la fin de 1986 les pertes des 5% d'établissements d'épargne les moins performants représentaient, en rythme annuel, plus de 2% de leurs actifs, alors qu'à la mi-1988 ce taux dépassait 8%. En revanche, les résultats médians obtenus par le secteur dans son ensemble étaient relativement stables, avec des chiffres positifs tout au long de cette période.

A la différence toutefois de la situation du début des années quatre-vingt, les fortes pertes enregistrées par les caisses d'épargne depuis 1985 ont été dues en quasi-totalité à une diminution de la qualité de leurs actifs. Comme le montre la partie supérieure du graphique, alors qu'en 1981 et 1982 les pertes avaient résulté d'une insuffisance du revenu net d'intérêts, traduisant les problèmes de marges d'intérêts liés au fort renchérissement des ressources des caisses d'épargne, plus récemment elles ont essentiellement eu pour origine une diminution du revenu net hors exploitation, reflétant presque uniquement des pertes sur crédits.

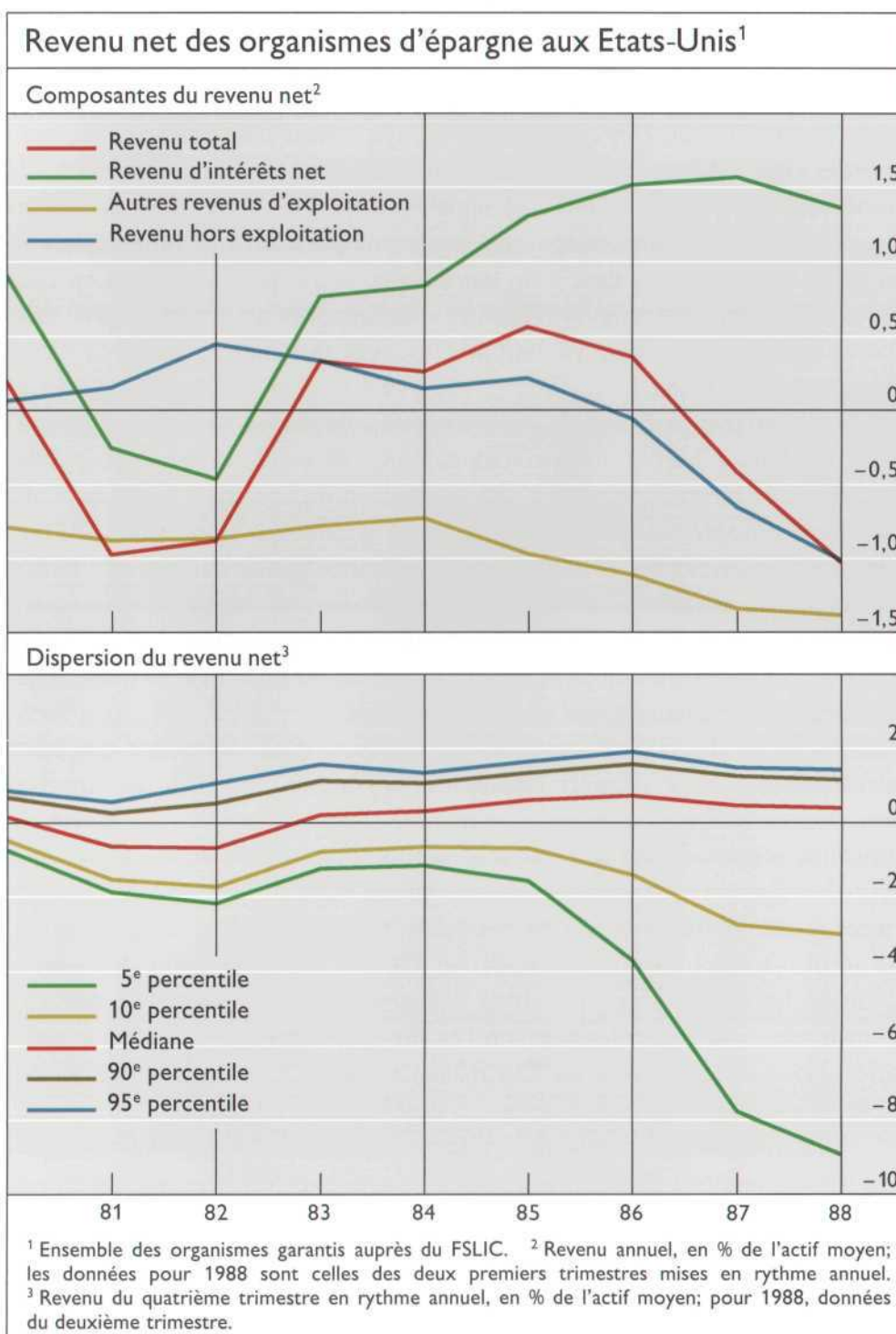
Au début de 1988, il apparaissait de plus en plus clairement que, sans fermeture des établissements insolvable, il y aurait, en définitive, aggravation des pertes que le fonds de garantie aurait à couvrir. En outre, la confiance accordée dans le passé à la méthode comptable traditionnelle des coûts historiques avait conduit à sous-estimer dans des proportions importantes le problème de la qualité des actifs. Pour remédier à cette situation, les autorités de contrôle ont décidé, en 1988, d'intensifier de manière spectaculaire les fermetures de caisses d'épargne; au cours de l'année, 205 d'entre elles ont cessé leur activité et dix-huit autres ont reçu une assistance, pour un coût total de \$38 milliards. Le FSLIC a émis divers instruments d'endettement pour financer en quasi-totalité ce soutien.

La diminution de la qualité des actifs des caisses d'épargne américaines pendant la seconde moitié des années quatre-vingt est due à trois causes essentielles. Tout d'abord, en 1983 et 1984, un certain nombre d'établissements ont cherché à restaurer leur rentabilité par le biais d'une expansion rapide de leur bilan et d'une augmentation du taux de rentabilité attendu de leurs actifs. Au cours de ces deux années, les actifs de l'ensemble du secteur ont progressé de 40%, soit à un rythme environ deux fois supérieur au taux d'accroissement des actifs des banques commerciales et du PNB nominal durant la même période. Pour parvenir à un tel résultat, il a toutefois été nécessaire, dans de nombreux cas, d'alléger sensiblement les conditions d'octroi des crédits.

En deuxième lieu, la baisse des prix des terrains agricoles liée à la modération de l'inflation au début des années quatre-vingt ainsi que l'effondrement des prix pétroliers à la fin de 1985 ont été à l'origine de sérieux problèmes économiques dans les régions du Sud-Ouest des Etats-Unis. Ces difficultés de caractère régional ont eu de profondes répercussions sur les

politiques
d'expansion
erronées

chocs
économiques
défavorables



caisses d'épargne et les banques de cette région, car les restrictions imposées à l'activité bancaire entre Etats rendaient difficile la diversification géographique des actifs.

Enfin, des pratiques frauduleuses ont été couramment relevées dans la gestion des caisses d'épargne en difficulté. Une grande partie de la fraude présumée a résulté de la concentration excessive des prêts sur des emprunteurs qui étaient liés, d'une manière ou d'une autre, aux dirigeants des établissements en proie à des problèmes financiers. Une étude portant sur les caisses fermées en 1988 a révélé d'importantes violations des restrictions

fraude

sur les prêts à un seul et même emprunteur et sur les opérations pour compte propre dans la moitié des cas environ qui ont engendré les plus grosses pertes subies par le FSLIC.

engagement
moral

Les risques excessifs assumés par les caisses d'épargne aux Etats-Unis durant les années quatre-vingt illustrent parfaitement le problème d'engagement moral que soulève l'assistance officielle aux établissements collectant des dépôts. Après 1982, compte tenu des pertes déjà enregistrées, les propriétaires de certains établissements ont considéré qu'ils n'avaient guère de chances de restaurer la rentabilité de leurs établissements s'ils s'en tenaient aux méthodes bancaires traditionnelles. La seule stratégie pouvant leur laisser espérer un rendement positif sur leurs investissements antérieurs leur a paru être de se lancer dans des projets à haut risque et dans une expansion rapide, en misant, en fait, sur la valeur, aux prix du marché, de la garantie de leurs dépôts. Les responsables de la surveillance et de la réglementation de ce secteur n'ont pas fait le nécessaire pour réprimer ces pratiques, soit en fermant les établissements insolvables, soit en usant de leur pouvoir pour limiter les prises de risques.

et failles dans
les structures
de contrôle

Cet échec peut être attribué en grande partie à une certaine incompatibilité entre les objectifs des interventions officielles dans ce secteur et à la concentration des responsabilités de l'application de ces interventions sur un seul organisme autonome, à savoir le FHLBB. Cette instance a trois types de responsabilités: elle est la principale autorité de contrôle et de surveillance; elle gère le régime de garantie des dépôts puisqu'elle coiffe le FSLIC; elle contrôle l'octroi de prêts subventionnés aux caisses d'épargne par l'intermédiaire du Système bancaire fédéral de crédit au logement (Home Loan Bank System). En d'autres termes, alors que le principal objectif du Système est de promouvoir l'activité des caisses d'épargne, l'une des missions majeures du FSLIC devrait être de limiter des prises de risques excessives. Du fait de cette double responsabilité de promotion et de freinage de l'activité des caisses d'épargne, le FHLBB ne dispose pas d'un objectif institutionnel clair pour guider son action.

L'expérience des caisses d'épargne américaines au cours des huit dernières années a également mis en évidence d'autres failles dans les structures de contrôle de cette activité. Tout d'abord, au début des années quatre-vingt, l'accès à la garantie des dépôts de ces établissements a été élargi et les normes de fonds propres ont été sensiblement abaissées. Ces modifications visaient à atténuer les problèmes sérieux, mais temporaires, de rentabilité que connaissaient alors la quasi-totalité des établissements; cependant, elles ont permis à un petit nombre d'entre eux de poursuivre les stratégies à haut risque qui ont donné lieu à la plupart des problèmes d'aujourd'hui.

Deuxièmement, le niveau inadéquat des primes d'assurance demandées et l'absence d'autres sources d'assistance financière pour faire face aux engagements au titre de la garantie des dépôts ont accru les difficultés rencontrées pour trouver des solutions aux problèmes de ce secteur. Lorsqu'au début des années quatre-vingt les pertes potentielles ont dépassé les réserves du FSLIC, les autorités de contrôle n'ont pas pu facilement se

procurer les ressources indispensables pour pouvoir fermer tous les établissements insolubles.

Troisièmement, pour continuer à bénéficier des avantages que leur procure le statut de caisses d'épargne, essentiellement un régime fiscal préférentiel, ces établissements doivent détenir une importante proportion de leurs actifs sous forme d'hypothèques. Comme les emprunteurs américains continuent à préférer les hypothèques à taux fixe, la gestion du risque de taux d'intérêt n'en est que plus difficile. Depuis le début des années quatre-vingt, les modifications d'ordre réglementaire et l'attention accrue accordée à ce problème par les dirigeants des caisses d'épargne ont atténué, mais non éliminé, le risque de taux d'intérêt de ces organismes. On peut donc penser qu'un système distinct d'établissements de crédit spécialisés dans les prêts à l'habitat constitue peut-être un coûteux moyen d'encouragement du financement immobilier. Enfin, les restrictions imposées aux Etats-Unis sur l'activité bancaire inter-Etats sont susceptibles d'augmenter le risque de solvabilité au sein du système bancaire, en raison des difficultés qui en résultent pour les banques pour diversifier leurs actifs sur le plan géographique.

Il convient de noter que, bien que l'ampleur des problèmes rencontrés par les caisses d'épargne aux Etats-Unis soit un phénomène unique, la nature profonde de cette crise n'a rien d'exceptionnel. En France, par exemple, les autorités se sont trouvées aux prises avec des difficultés analogues, l'an dernier, à la suite de deux faillites bancaires. Des problèmes d'engagement moral se posent à chaque fois que les tentatives des pouvoirs publics pour assurer la viabilité d'établissements financiers encouragent des activités présentant des risques, dont les coûts potentiels ne sont pas supportés en totalité par les détenteurs de créances sur ces établissements. Une surveillance adéquate et une surface financière appropriée réduisent les coûts qui peuvent résulter d'un tel comportement pour la collectivité.

Evolution sur les marchés des titres de Londres depuis le «Big Bang»

La réforme des règles d'accès à la Bourse de Londres et de la fonction de teneur de marché («market-maker»), communément appelée «Big Bang», s'est achevée en octobre 1986. Elle avait pour principal objectif d'accroître la concurrence sur les marchés nationaux de Londres des actions et des titres d'Etat («gilt-edged stock»), en espérant parvenir ainsi à abaisser les coûts de l'intermédiation, contribuer à maîtriser la prolifération des opérations hors Bourse, stimuler le développement des établissements financiers sous contrôle britannique et préserver le statut de Londres en tant que centre financier international.

A l'été de 1987, des progrès sensibles paraissaient avoir été accomplis dans la réalisation de ces objectifs. Un certain nombre d'indicateurs, tels que les volumes d'opérations, les taux de commissions, les marges des transactions et le nombre de teneurs de marché par titre, permettaient de penser que la qualité des marchés des actions et des fonds d'Etat s'était améliorée de manière substantielle. On avait enregistré un afflux important d'intermédiaires sous contrôle étranger, tant sur les marchés directement

Objectifs
du «Big Bang»

Réalisation de
progrès sensibles
un an après ...

affectés par le programme de réforme que sur divers autres marchés londoniens des capitaux. Parallèlement, plusieurs banques d'affaires intégrées sous contrôle britannique s'étaient constituées. La place de Londres était parvenue à attirer une proportion notable du marché secondaire de certains titres d'Etat et actions émis dans d'autres parties d'Europe. En fait, la gestion administrative des opérations était le seul domaine dans lequel les progrès n'étaient pas jugés satisfaisants.

... mais perte
de terrain depuis
le krach

L'évolution survenue depuis le krach d'octobre 1987 a cependant remis en question un grand nombre des résultats obtenus. Sur les marchés des actions, le chiffre d'affaires réalisé a sensiblement diminué, et certains indicateurs révèlent une détérioration de la qualité. Dans le même temps, la baisse des revenus de commissions et les pertes subies dans les activités de teneur de marché ont fortement accru la vulnérabilité des entreprises ayant des coûts fixes élevés. Selon une estimation, les pertes globales des teneurs de marché sur actions étaient de l'ordre de £500-600 millions en rythme annuel au début de 1989. En outre, du fait notamment des conditions difficiles sur les marchés, les teneurs de marché sur fonds d'Etat présentaient, à la fin de 1988, des pertes cumulées correspondant à 30% de leur capitalisation d'octobre 1986.

Devant cette situation, quelques entreprises se sont purement et simplement retirées de certains marchés et d'autres ont réduit leurs activités. Des voix se sont élevées également pour prôner une réforme des pratiques en vigueur sur les marchés, afin d'accroître la rentabilité sous-jacente de l'activité de teneur de marché. La Bourse a réagi en supprimant l'obligation faite à ces intermédiaires sur actions de négocier entre eux à leurs prix affichés et en les autorisant à notifier les grosses transactions le jour suivant et non plus immédiatement. Dans le domaine des fonds d'Etat, leurs obligations n'ont pas été modifiées.

Trois explica-
tions possibles
à la détérioration
des résultats

Pour expliquer ces évolutions, on peut avancer l'idée que le marché de Londres souffre simplement d'un désengagement de caractère mondial vis-à-vis des marchés des valeurs mobilières déclenché par le krach et qui traduit l'expansion excessive observée durant la période d'euphorie sur les marchés des actions de 1982 à 1987. Ce qui s'est passé aux Etats-Unis, où le secteur des opérations sur titres a enregistré d'importantes pertes d'emplois en termes nets et où certains intermédiaires étrangers ont renoncé à opérer en tant que négociants primaires sur les valeurs du Trésor américain, renforce ce point de vue. Une autre interprétation possible est que le marché de Londres subit des pressions externes spécifiques, comme celles qui résultent, sur le plan de la concurrence, de la modernisation des marchés des titres en Europe continentale ainsi que les effets secondaires exercés sur les marchés nationaux par la baisse, attendue depuis longtemps, du marché des euro-obligations.

Enfin, on pourrait faire valoir que la méthode de libéralisation du «Big Bang» aurait provoqué une expansion rapide, puis un effondrement, des marchés des titres de Londres, même en l'absence du krach ou d'autres pressions externes. Elle contraste avec d'autres programmes de libéralisation, notamment avec celui qui a été adopté au Japon, où chaque étape

s'effectue graduellement de manière à bouleverser le moins possible la position concurrentielle des différentes catégories d'intermédiaires. D'un côté, la méthode «Big Bang» a l'avantage de laisser les forces du marché déterminer le nombre et la nature des intermédiaires sur chaque marché et peut permettre aux autorités de faire porter plus clairement leur action sur la mise en place de critères élevés pour leur fonctionnement. D'un autre côté, elle comporte un risque: suite aux pertes subies par les intermédiaires durant la phase d'ajustement, les ressources disponibles pour assurer la fonction de teneur de marché, lorsque le marché aura finalement trouvé sa structure d'équilibre, pourraient être moins importantes que cela n'aurait été le cas avec une stratégie de libéralisation plus progressive. Ce danger est encore accru par le fait que les autorités peuvent sous-estimer au départ les coûts que devront supporter les teneurs de marché pour respecter des normes spécifiques de transparence et de liquidité.

Le marché unique européen des services financiers

Le programme de création d'un marché unique au sein de la Communauté européenne avant la fin de 1992 comprend environ 300 dispositions réglementaires détaillées et de grande portée. Il vise à faciliter la libre circulation des marchandises, des services, des personnes et des capitaux dans les douze pays membres de la Communauté, afin de profiter des avantages économiques résultant de l'intensification de la concurrence et des économies d'échelle. Plus de la moitié des réformes proposées ont déjà été approuvées, mais les points les plus délicats sont loin d'être résolus.

Le secteur des services financiers, qui recouvre les activités de banque, d'assurance et de placement, s'avérera peut-être l'un des éléments les plus importants du programme de marché unique. Selon des estimations, les bénéfices à moyen terme des réformes dans ce secteur pourraient représenter 1,5% du PIB de la Communauté, soit un tiers du bénéfice total attendu de ce programme.

Les services financiers constituent un élément clé du programme de marché unique

Les mesures proposées en matière de services financiers peuvent être regroupées en quatre catégories: contrôle prudentiel, mouvements de capitaux, politique de fusion et fiscalité. Les divers projets de directives sur le contrôle bancaire se trouvent à un stade d'élaboration avancé, tandis que la directive sur les mouvements de capitaux, qui prévoit un calendrier pour la suppression totale des contrôles de change dans la plupart des pays membres, a été approuvée en juin 1988. En revanche, la configuration probable des futurs accords sur la politique de fusion et l'harmonisation de la fiscalité (notamment TVA, impôt sur les bénéfices, retenue à la source et taxe sur le chiffre d'affaires) est encore floue. La législation du marché unique ne couvre pas certains instruments de la politique monétaire, tels que les réserves obligatoires.

Le projet de deuxième Directive bancaire, qui définit le système de contrôle bancaire proposé, repose sur trois concepts: tout d'abord, le «contrôle par le pays d'origine» par le biais d'un agrément unique pour l'ensemble de la Communauté et qui permet aux banques agréées dans l'un

Le nouveau système de contrôle prudentiel

ou l'autre des pays membres d'établir des succursales et d'offrir des services dans tous les pays de la Communauté; deuxièmement, une liste recensant largement les activités bancaires (à l'exclusion toutefois de l'assurance) qui seront couvertes par l'agrément; enfin, l'harmonisation des normes de contrôle «essentielles», notamment la définition des fonds propres et l'application de ratios minimaux à cet égard. Le projet de Directive sur les services en matière d'investissement, qui concerne essentiellement le contrôle des établissements de courtage autres que les banques, obéit à des principes identiques (en laissant cependant aux autorités du pays d'accueil la responsabilité de l'application des dispositions régissant l'activité sur les marchés des valeurs mobilières). En revanche, le concept de l'agrément unique ne s'applique au domaine de l'assurance que pour les opérations transfrontières à grande échelle. L'établissement de succursales et l'assurance transfrontière des risques peu élevés demeurent soumis à l'autorisation des différents pays membres.

Quelques
conséquences
probables

Le système de surveillance décrit précédemment est conçu pour améliorer l'accès des établissements financiers aux divers marchés nationaux, en supprimant les autorisations multiples et en réduisant au minimum les chevauchements de compétences entre les autorités de contrôle nationales. La persistance d'importantes différences dans les méthodes de contrôle prudentiel des divers pays membres est en conformité avec la méthodologie qui sous-tend l'ensemble du programme de marché unique et traduit une attitude délibérée. On admet toutefois qu'une harmonisation plus poussée s'avérera peut-être nécessaire si ces différences engendrent des distorsions sérieuses sur les marchés.

Le dispositif de contrôle prudentiel proposé agira probablement comme un catalyseur dans le processus de mutations structurelles des marchés européens des capitaux. Ainsi, les banques universelles autorisées à effectuer des opérations de prise ferme de titres ou de crédit-bail dans leur propre pays pourront faire de même, aux termes de l'agrément unique, dans tous les autres pays membres, même dans ceux qui n'accordent pas encore ce droit à leurs propres banques. Aussi le marché unifié aura-t-il probablement tendance à évoluer vers la formule de la banque universelle. Toutefois, cette évolution n'ira peut-être pas jusqu'à la détention, par les banques, de participations à long terme dans des entreprises non financières puisque, aux termes du projet, chaque participation ne peut dépasser 10% des fonds propres de la banque, avec un plafond fixé à 50% pour l'ensemble des participations.

D'une manière plus générale, on a déjà constaté que des liens nouveaux allaient sans doute pouvoir s'établir entre les banques des divers pays de la Communauté, par le biais de participations croisées, ainsi qu'entre les banques et les compagnies d'assurances. Toutefois, les possibilités de réaliser des acquisitions pures et simples paraissent plutôt limitées. Selon des estimations, seulement une banque sur huit parmi les 162 plus grands établissements d'Europe serait une cible d'acquisition potentielle.

La dimension
extérieure

Les relations du marché unique européen avec l'extérieur ont suscité d'importantes controverses. Des pays et entreprises hors CE redoutent,

en effet, que la libéralisation au sein de la Communauté ne s'accompagne d'un renforcement des barrières commerciales vis-à-vis du reste du monde, éventualité fermement repoussée tant par la Commission que par les pays membres. Les services financiers, en général, et la deuxième Directive bancaire, en particulier, ont été au centre de ce débat, étant donné que le projet de directive a été la première proposition de marché unique à comporter une clause de réciprocité.

Aux termes de la plus récente proposition de la Commission, la clause de réciprocité de la deuxième Directive bancaire conférerait à la Commission le pouvoir de limiter ou de suspendre l'établissement ou l'acquisition dans la Communauté de nouvelles filiales bancaires par des banques mères de pays tiers, s'il ne s'avère pas que les banques de la Communauté bénéficient d'un «véritable traitement national» dans le pays d'origine de la banque mère – autrement dit du même traitement que les banques nationales. Dans le cas où le traitement national est accordé, sans que soient garanties, pour la Commission, les mêmes possibilités d'accès au marché et de concurrence que celles qui sont données par la Communauté aux banques hors CE, la Commission pourrait chercher à engager des négociations avec le pays concerné. La Commission a également précisé que la clause de réciprocité ne serait pas appliquée de manière rétroactive aux établissements hors CE ouverts avant 1993, de même qu'elle ne serait pas invoquée pour contraindre d'autres pays à adopter une structure financière semblable à celle de la Communauté. A la date de rédaction du présent Rapport, les pays membres ne se sont pas encore prononcés sur la forme à donner à la clause de réciprocité ni sur la nécessité d'inclure ou non une clause de cette nature dans la Directive.

Presque tous les pays de la Communauté disposent actuellement de certains pouvoirs en matière de réciprocité dans le domaine des services financiers (qui ne portent cependant, dans certains cas, que sur l'activité d'assurance). C'est également le cas du Canada, de la Suisse, du Japon et de certains Etats des Etats-Unis, même si ce dernier pays applique, au niveau fédéral, une politique de traitement national inconditionnelle aux banques sous contrôle étranger. La mise en œuvre de ces pouvoirs à l'échelle de la Communauté peut être considérée dans une certaine mesure comme un maintien du statu quo, étant donné que l'octroi de l'agrément unique européen à des filiales bancaires sous contrôle de pays hors CE affaiblira considérablement l'efficacité des politiques de réciprocité poursuivies par chacun des pays membres. En revanche, accorder de nouveaux pouvoirs de réciprocité au niveau communautaire pourrait comporter des risques, même si l'intention sous-jacente est de favoriser le processus de libéralisation financière dans le monde. Les autres pays risquent de prendre des mesures de rétorsion, et, si l'une ou l'autre partie entreprend alors une action dans un cas spécifique, cela pourrait déclencher un cercle vicieux qui limiterait progressivement l'accès au marché.

Une solution à ce problème résultera peut-être des négociations menées actuellement au sein du GATT, en vue d'instaurer un dispositif multilatéral couvrant les échanges de services financiers. Si ces discussions

La clause de réciprocité bancaire proposée ...

... suscite des controverses

aboutissent, les raisons d'être de négociations bilatérales sur la réciprocité pourraient s'en trouver réduites. En outre, des réformes appliquées de manière indépendante aux principaux marchés des capitaux hors de la Communauté européenne – telles que l'élimination graduelle des restrictions sur l'établissement de succursales bancaires entre Etats aux Etats-Unis et la poursuite de l'assouplissement des restrictions sur les activités des banques dans le domaine des titres aux Etats-Unis et au Japon – pourraient diminuer les risques de conflits entre les politiques mises en œuvre au fur et à mesure de la poursuite du processus d'intégration financière à l'échelle internationale.

V. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

La stagnation des marchés internationaux des capitaux escomptée par beaucoup au lendemain du krach boursier ne s'est finalement pas matérialisée. Après avoir fléchi dans les derniers mois de 1987, l'activité obligataire s'est fortement redressée. Les prêts bancaires ont progressé à un rythme légèrement plus lent que celui, exceptionnel, de 1987, mais sont restés importants quels que soient les critères retenus. En données corrigées des effets des variations de change, des duplications d'écritures et des amortissements, le montant total des crédits acheminés par les marchés internationaux des capitaux peut être estimé à \$315 milliards. Ce chiffre est inférieur de \$65 milliards à celui de 1987, mais nettement plus élevé que la moyenne antérieure.

Des facteurs d'ordre général et quelques influences particulières ont modelé la croissance des marchés en 1988. La reprise, vaste et inattendue, de l'activité économique mondiale et l'expansion concomitante des échanges commerciaux ont soutenu la demande de crédit, malgré le fort relèvement des taux d'intérêt à court terme. Le redressement des marchés boursiers, l'ampleur des fusions et rachats d'entreprises et la nécessité pour les banques de renforcer leurs fonds propres en vue de se conformer aux nouvelles directives internationales en matière de surveillance ont également stimulé les emprunts. Enfin, les incertitudes relatives aux dispositions réglementaires et fiscales ont contribué à de vastes transferts d'opérations des marchés nationaux vers les marchés internationaux. En revanche, contrairement à ce qui s'était passé en 1987, le financement des déséquilibres des paiements courants parmi les principaux pays industriels a échappé dans une large mesure aux marchés.

L'année dernière, l'activité a été, à certains égards, moins soutenue que ne l'indiquent les agrégats bruts. Sur le marché secondaire, et malgré la reprise de l'activité primaire, les transactions sur titres se sont fortement contractées. Les prêts se sont concentrés sur certaines catégories d'emprunteurs. Dans le contexte de la mutation en cours des services financiers, des modifications de l'environnement réglementaire et fiscal et de la faiblesse des marges dans plusieurs secteurs de l'intermédiation, les banques et autres institutions financières ont réparti différemment leur contribution aux divers marchés. Dans le domaine bancaire, en particulier, la croissance a été presque entièrement imputable aux institutions japonaises, tandis qu'on assistait ailleurs à un retrait important.

Du point de vue de la situation de l'endettement international, 1988 a été une année riche en événements, mais aussi quelque peu décevante. Malgré un environnement exceptionnellement favorable, la situation économique de maints pays débiteurs a continué de se détériorer, en particulier

en Amérique latine et en Afrique subsaharienne. Dans plusieurs de ces pays, l'inflation s'est accélérée et le revenu par habitant a encore diminué. La dégradation des termes de l'échange et la vive hausse des taux d'intérêt sur le dollar ont alourdi le poids réel du service de la dette. Les investissements ont stagné et la perspective de voir les pays fortement endettés résoudre leurs problèmes par la croissance s'est encore éloignée. Aussi les discussions ont-elles porté de plus en plus sur l'allégement pur et simple de la dette. Au début, les réductions de dette étaient essentiellement un élément de négociation des banques avec les pays débiteurs et reposaient en grande partie sur les incitations du marché. Plus récemment, le secrétaire américain au Trésor a lancé une initiative proposant le recours aux ressources du FMI et de la Banque mondiale pour encourager et financer ces accords. Si cette nouvelle stratégie n'est pas encore bien définie, elle a quand même donné un caractère officiel à l'allégement de la dette et amélioré les perspectives des pays débiteurs. Quels que soient les détails de sa mise en œuvre, elle aura sûrement une forte incidence sur la configuration de l'endettement international.

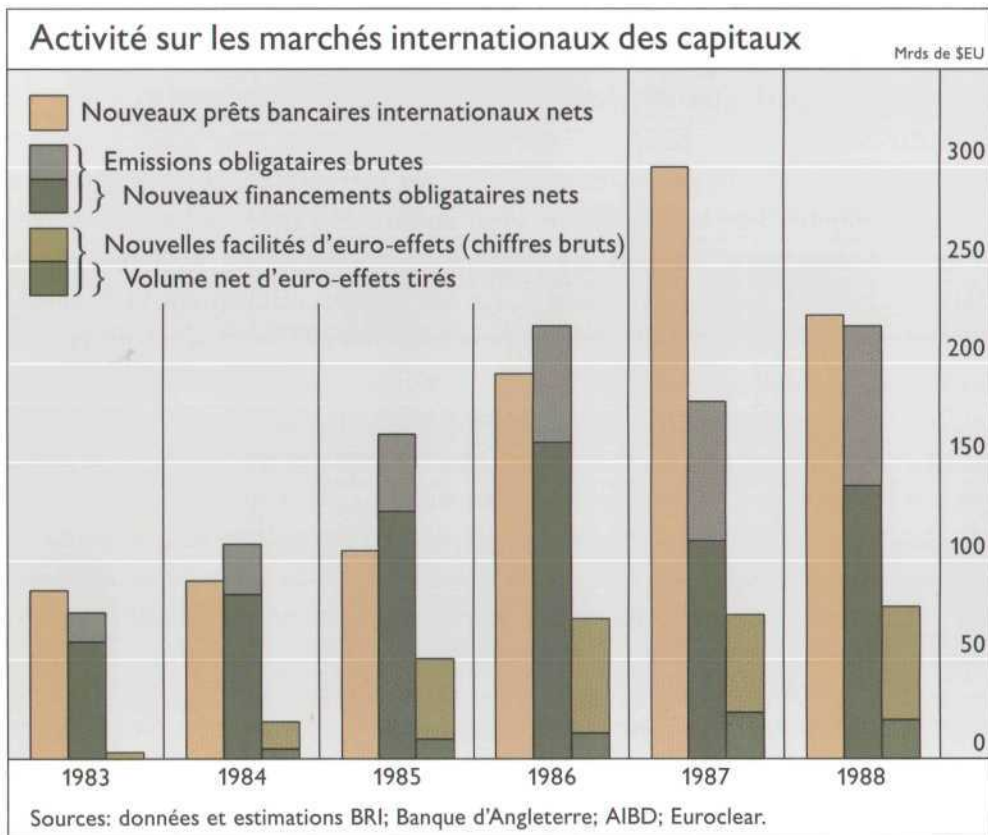
L'intermédiation financière internationale en période de mutation

Croissance plus modérée de l'activité bancaire internationale imputable essentiellement à l'évolution du marché interbancaire

L'activité sur les marchés internationaux des capitaux a continué de s'accroître rapidement l'année dernière, bien que le volume total des nouveaux prêts ait été quelque peu inférieur à celui de 1987. Dans le secteur bancaire, les créances externes et les créances locales en devises ont progressé de 10%, contre 17% un an auparavant. Ce ralentissement a résulté en grande partie de l'évolution interbancaire, où, après une croissance extrêmement forte en 1986 et 1987, l'activité s'est révélée moins soutenue. L'ouverture du marché extraterritorial au Japon en décembre 1986 avait déclenché d'amples mouvements de fonds interbancaires entre le Japon et les autres grands centres financiers. Au début de 1988, ce mouvement a paru toucher à son terme, bien que les opérations d'arbitrage entre le marché interne et l'euro-yen aient parfois fortement stimulé l'activité interbancaire. Un autre facteur, d'ordre plus général, a été l'entrée en vigueur des nouvelles directives internationales en matière de fonds propres, qui ont incité les banques à alléger leur bilan. Les possibilités réduites de prises de positions sur taux d'intérêt à la suite de l'aplatissement des courbes de rendements, la plus grande stabilité des marchés des changes et l'augmentation moindre des réserves officielles en dollars investies auprès du système bancaire international semblent également avoir contribué au fléchissement de l'activité interbancaire.

Evolution des prêts finals des banques

En termes nets des duplications d'écritures résultant des opérations interbancaires, le montant total des concours bancaires internationaux, qui avaient atteint \$300 milliards en 1987, s'est élevé, selon les estimations, à \$225 milliards l'année dernière. Ce repli, par rapport il est vrai à une expansion extrêmement rapide en 1987, s'est opéré malgré la forte reprise de l'économie mondiale induite par les investissements. L'ampleur des liquidités des entreprises et la concurrence des marchés des titres nationaux et



internationaux expliquent essentiellement le léger amoindrissement du rôle d'intermédiaire joué par le secteur bancaire international. Par ailleurs, la demande d'emprunts avait été en 1987 grandement stimulée par les prises de positions spéculatives des résidents japonais sur les marchés obligataires et monétaires, qui avaient représenté près de 50% du total des emprunts directs des agents non bancaires au sein de la zone déclarante. Cette activité semble avoir perdu de son attrait l'année dernière, en raison du relèvement des taux d'intérêt à court terme. L'expansion du crédit final a également été tempérée par la décélération continue des prêts aux pays hors zone. Les importants programmes de conversion de dette entrepris par plusieurs gros débiteurs ont entraîné une forte contraction des créances bancaires sur ces pays. En outre, un certain nombre de pays asiatiques qui ont enregistré d'amples excédents commerciaux ont réduit l'encours de leur dette bancaire.

Contrairement à la croissance plus modérée des agrégats globaux bruts et nets, certains secteurs plus spécifiques de l'activité internationale des banques ont enregistré une forte expansion. Le volume des crédits consortiaux annoncés, en particulier, s'est encore accru pour retrouver son niveau record du début des années quatre-vingt. Le soutien financier aux prises de contrôle et restructurations de sociétés en a été le principal moteur.

Les émissions obligataires internationales, qui s'étaient quasiment interrompues au cours des derniers mois de 1987 dans le sillage du krach boursier, se sont redressées de manière spectaculaire. En présence d'un net accroissement des taux d'intérêt à court terme, les émissions annoncées

Dynamisme des émissions sur les marchés obligataires internationaux

(\$225 milliards) ont même légèrement battu leur record de 1986. Toutefois, en raison de la forte progression des amortissements normaux et anticipés, les flux nets sont restés quelque peu inférieurs aux maximums atteints précédemment. L'expansion a été généralisée du point de vue des instruments et des monnaies, bien que, dans certains cas, celui des obligations liées aux actions, par exemple, l'activité ait eu tendance à dépendre fortement des emprunteurs japonais. Les swaps ont, une fois de plus, été un facteur de soutien déterminant et sont apparemment à l'origine de la majorité des nouvelles émissions. Dans le compartiment à court terme, les placements nets d'euro-effets sont revenus de \$23 milliards en 1987 à \$19 milliards, soit de 17% à 12% du total du financement net sous forme de titres. Toutefois, malgré ce ralentissement, le marché des euro-effets a semblé faire preuve d'une vigueur intrinsèque, le lancement de nouvelles facilités continuant de s'accroître à un rythme extrêmement rapide.

L'un des faits saillants, l'an dernier, a été le rôle moindre joué par l'ensemble des marchés dans le financement des déséquilibres courants des

Prêts nets sur les marchés internationaux (estimations)

	Montants à fin 1983	Variations ¹					Montants à fin 1988
		1984	1985	1986	1987	1988	
	en milliards de dollars EU						
Créances extérieures des banques déclarantes ²	2.107,7	124,7	232,0	510,3	597,5	419,4	4.485,3
Créances locales en monnaies étrangères	450,6	27,5	63,4	147,7	162,6	75,0	1.019,7
moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes	1.318,3	62,2	190,4	463,0	460,1	269,4	3.115,0
A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets) ³	1.240,0	90,0	105,0	195,0	300,0	225,0	2.390,0
B = Nouveaux placements nets d'euro-effets	0,0	5,0	10,0	13,0	23,3	19,5	72,1
Emissions effectives d'obligations internationales		105,6	161,9	219,6	181,2	219,4	
moins: amortissements et rachats		24,6	38,9	59,3	71,1	81,5	
C = Financement net obligataire	320,0	81,0	123,0	160,3	110,1	137,9	1.085,4
D = (A + B + C) = Total des financements	1.560,0	176,0	238,0	368,3	433,4	382,4	3.547,5
moins: duplications d'écritures ⁴	60,0	31,0	58,0	78,3	53,4	67,4	347,5
E = Financements internationaux nets	1.500,0	145,0	180,0	290,0	380,0	315,0	3.200,0

¹ Les données bancaires sur les mouvements en monnaies autres que le dollar sont converties en dollars aux taux de change constants de fin de trimestre et les obligations hors dollar aux taux en vigueur aux dates d'annonce. Les chiffres sur les montants sont convertis aux taux de change courants. ² Banques situées dans les pays du Groupe des Dix plus le Luxembourg, en Autriche, au Danemark, en Espagne, en Finlande, en Irlande, en Norvège, aux Antilles néerlandaises, aux Bahamas, à Bahreïn, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, ainsi que les succursales des banques américaines au Panama. ³ En plus des créances externes directes sur les utilisateurs finals, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, des 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, des 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 reprêter à l'étranger; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et d'autres postes semblables. ⁴ 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.

principaux pays industriels. Contrairement à 1987, les entrées de capitaux privés ont financé la quasi-totalité du déficit courant des Etats-Unis, mais en court-circuitant pour la plupart les marchés internationaux. Le secteur privé américain, qui se procure traditionnellement une grande quantité de fonds sur le marché euro-obligataire, a emprunté \$8 milliards à peine, soit 38% de moins qu'en 1987. Les prêts directs octroyés par les banques à l'étranger à la clientèle non bancaire aux Etats-Unis ont eux aussi diminué, de \$27 milliards à \$16 milliards, et le système bancaire américain a obtenu un montant net de \$13,5 milliards seulement auprès des non-résidents, contre \$48 milliards en 1987. En ce qui concerne les principaux pays excédentaires, des distorsions de caractère réglementaire et fiscal ont alimenté les mouvements de fonds à double sens entre les marchés internes et internationaux. On peut attribuer en partie le «surfinancement» de l'excédent courant japonais au financement des flux de crédits intérieurs par les marchés internationaux. De même, la faiblesse du deutsche mark, l'an passé, peut être partiellement imputée à l'attirance des investisseurs allemands pour les titres étrangers disponibles à intérêts élevés et exempts d'impôts. En revanche, au Royaume-Uni, les entrées de fonds bancaires à court terme ont été la principale contrepartie identifiée des déficits des paiements courants du pays.

Pendant la période sous revue, les marchés ont subi l'influence d'éléments qui avaient été masqués en partie, les années précédentes, par le dynamisme de l'économie et les perspectives d'une relative stabilité des taux d'intérêt. Pour la première fois, il a été possible de mieux évaluer, dans une approche à un peu plus long terme, les répercussions d'une remise en cause sans précédent de multiples réglementations, le caractère changeant de certains aspects de l'intermédiation bancaire et obligataire et la résistance de nombreux instruments nouveaux à un environnement rendu moins propice par le krach boursier et par le relèvement plus récent des taux d'intérêt à court terme.

Le changement le plus important, au niveau de la réglementation, qui a influé ces dernières années sur le caractère global de l'intermédiation financière internationale a été l'accord sur la convergence des normes de fonds propres conclu par le Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires des pays du Groupe des Dix (voir Chapitre IV). Si les nouvelles normes s'appliquent spécifiquement aux banques internationales, elles touchent dans la pratique un éventail beaucoup plus large d'institutions. Elles ont eu pour conséquence directe, entre autres, d'obliger un certain nombre de banques à se procurer un volume important de capitaux pour renforcer leurs fonds propres. Comme les émissions d'actions occasionnent souvent des frais directs élevés et modifient la composition de l'actionnariat, les banques ont émis de nombreux «titres hybrides», qui ont été reconnus par les autorités de contrôle bancaire comme entrant dans la seconde des deux catégories de fonds propres. Dans la deuxième moitié de 1988, ces émissions d'instruments de dette subordonnée sur les seuls marchés internationaux se sont élevées à \$5,5 milliards, soit à 18% du total de leurs émissions obligataires. La nécessité de se procurer davantage de capitaux a également incité les banques à rechercher une meilleure rentabilité

Amoindrissement du rôle des euromarchés dans le financement des déséquilibres des paiements courants

Facteurs de nature réglementaire et structurelle

Incidence du nouvel accord international de convergence en matière de fonds propres

afin d'être mieux à même de collecter ces fonds. A cet égard, les nouvelles directives en matière de fonds propres auront probablement un effet modérateur sur l'expansion globale des bilans bancaires et, en particulier, sur les activités traditionnellement assorties de faibles marges. Le ralentissement des prêts finals et des transactions interbancaires, l'année dernière, traduit sans doute cette évolution.

Conséquences
sur le bilan
des banques

Une autre modification du comportement des banques tient aux effets possibles des pondérations variables des divers types d'activités sur la composition des portefeuilles des banques. Selon des indications de plus en plus nombreuses, les banques se seraient détournées des actifs à pondération élevée au profit de ceux qui ont une faible pondération ou une meilleure rentabilité et auraient cherché à élargir leurs marges sur les opérations existantes. Par exemple, l'expansion des transactions hors bilan et l'élimination d'actifs par titrisation se sont poursuivies, voire accélérées. Ces créances «titrisées» assorties d'une pondération de risques moindre dans les directives prudentielles, et qui n'existaient auparavant qu'aux Etats-Unis, sont soudainement apparues dans d'autres pays, notamment au Japon, en France et au Royaume-Uni. Sur les marchés internationaux, un certain nombre d'émissions de NTV, l'an dernier, ont été celles d'institutions britanniques spécialisées garanties par des créances hypothécaires. Les nouvelles normes en matière de fonds propres ont peut-être aussi encouragé les banques à participer au montage de \$27 milliards de crédits consortiaux internationaux destinés à financer des fusions et rachats de sociétés; ces crédits offrent, en effet, des marges supérieures à celles des prêts traditionnels. Les commissions sur swaps de devises, dont la pondération est assez élevée dans le cadre des nouvelles directives, auraient aussi, selon certaines sources, été relevées, et les informations dont on dispose sur les montants en circulation semblent indiquer que les banques ont donné la préférence aux swaps de taux d'intérêt.

Autres influences
dues à la
réglementation
et à la fiscalité

Les changements continuels de la réglementation financière au Japon ont, eux aussi, fortement influé sur les marchés internationaux. L'année dernière, lorsque les taux d'intérêt à court terme des marchés de l'euro-yen ont dépassé ceux du marché interbancaire nippon, on a assisté à des sorties massives de fonds libellés en yens et au transfert d'une partie de l'activité interbancaire vers l'euro-yen. Cette tendance s'est largement inversée en novembre, à la suite de la mise en place par la Banque du Japon de nouvelles procédures sur les marchés monétaires internes. Sur les marchés internationaux de titres, les émissions d'obligations assorties de droits de souscription d'actions ont été favorisées par les réglementations concernant l'émission de tels titres sur le marché interne.

En Allemagne, comme examiné en détail par la suite, l'instauration, en janvier 1989, d'une retenue à la source (supprimée ultérieurement) a incité un certain nombre de sociétés allemandes à émettre des titres libellés en deutsche marks par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger. En Italie, après un nouvel assouplissement du contrôle des changes, les résidents non bancaires ont obtenu d'importants montants en devises auprès des banques nationales.

Si les modifications apportées aux réglementations ont eu une incidence sur l'ensemble de l'activité, d'autres facteurs ont marqué l'évolution des divers marchés. L'expansion sur l'interbancaire, hors transactions avec le Japon et les établissements des banques japonaises à l'étranger, qui s'était accélérée provisoirement en 1985 et 1986, s'est par la suite nettement ralentie et, en 1988, s'est limitée presque exclusivement aux opérations entre établissements affiliés. On peut attribuer cette décélération à trois types de facteurs. En premier lieu, le fléchissement antérieur des prêts consortiaux, en liaison avec la crise d'endettement international, ainsi que la quasi-disparition du marché des NTV, souscrites jusque-là abondamment par les banques, ont réduit la demande de financement indexé au LIBOR au sein de l'interbancaire. Parallèlement, la reprise de l'activité sur le marché des crédits consortiaux depuis 1987 a correspondu à une diversité beaucoup plus grande des possibilités d'emprunt, y compris parfois des émissions de titres négociables. En deuxième lieu, contrairement à ce qui s'était passé au début des années quatre-vingt, les banques ont recouru à une plus vaste panoplie d'instruments, comptabilisés en grande partie hors bilan, dans la gestion de leurs actifs et passifs. L'an dernier, les positions à découvert sur taux d'intérêt dans le cadre des contrats à terme en eurodollars négociés à la Bourse de Chicago (CME), instrument le plus prisé par les banques pour la couverture de leurs risques de taux d'intérêt, se sont accrues de 80% pour ressortir à \$529 milliards. Le marché des options sur taux d'intérêt afférentes aux contrats à terme libellés en eurodollars semble avoir pris son essor, et les contrats à terme de taux d'intérêt auraient progressé. En dernier lieu, les modifications des réglementations ont également contribué à la faible croissance de l'activité interbancaire. Bien que les nouvelles directives internationales en matière de fonds propres n'attribuent qu'une pondération assez faible aux actifs interbancaires, les banques semblent avoir hésité encore plus qu'auparavant à se porter sur ce marché du fait de sa faible rentabilité.

Facteurs
à l'origine du
ralentissement
de l'expansion
du marché
interbancaire

Les marchés internationaux des valeurs mobilières ont été gravement touchés par le krach boursier. La recherche de la qualité s'est reflétée au départ dans le volume élevé de titres d'Etat acquis par les investisseurs étrangers et dans la différenciation de taux d'intérêt entre les euromarchés et les marchés des effets publics. Les préoccupations au sujet de la qualité des signatures se sont progressivement atténuées, mais le volume des transactions sur les marchés secondaires a continué de pâtir du désintérêt des investisseurs. Il est cependant difficile de savoir si ce phénomène a représenté un changement de comportement dû à l'effondrement des marchés boursiers et à des facteurs structurels à plus long terme ou s'il résulte simplement d'influences macro-économiques, telles que l'aplatissement des courbes de rendements. Premièrement, les opérations des teneurs de marché ont été réduites à la suite des pertes notables encourues par un grand nombre d'établissements au lendemain du krach boursier. Deuxièmement, comme déjà mentionné, les titres émis par les entités japonaises, qui ont été les plus gros emprunteurs en 1988, ont eu tendance à refluer vers le Japon et n'ont pas fait l'objet de transactions actives par la suite sur les

Les marchés
obligataires
internationaux
après le krach
boursier

Causes de la
contraction des
transactions
sur le marché
secondaire

marchés internationaux. Troisièmement, les placements privés, qui sont taillés sur mesure pour des investisseurs bien précis et dont le marché secondaire est très limité, auraient représenté, selon les estimations, plus de 20% du total des émissions en 1988. Enfin, le type des titres émis a très nettement changé. Les NTV, utilisées comme instruments sur le marché monétaire et dont le volume atteignait, de ce fait, un niveau assez élevé, sont supplantées depuis 1987 par du papier commercial à court terme placé auprès d'investisseurs finals et ne faisant pas l'objet de transactions actives.

La contraction du volume des transactions secondaires s'est nettement répercutée sur la rentabilité des banques et des firmes de courtage, l'an passé. La surcapacité de certains secteurs a obligé plusieurs intermédiaires à se retirer, et nombre d'entreprises ont fait l'objet de vastes plans de restructuration, avec notamment des licenciements massifs. Sur le marché primaire, les chefs de file ont revu les procédures de souscription d'euro-obligations pour tenter de limiter une concurrence excessive et de restaurer la rentabilité.

Réduction du rôle
de l'innovation
financière

Au lendemain de l'effondrement boursier, l'innovation financière dans le sens de la création de larges marchés pour les nouveaux instruments n'a pas été particulièrement vigoureuse. En raison de la prime de liquidité demandée par un grand nombre d'investisseurs, certains types de titres aux caractéristiques particulières, qui avaient été négociés avec de fortes décotes au cours de la dernière partie de 1987, sont tombés en défaveur. Néanmoins, un grand nombre d'instruments apparus au début des années quatre-vingt ont continué de prospérer. Le marché des swaps sur taux d'intérêt et sur devises est resté dynamique et a été l'objet de plusieurs innovations mineures. Comme mentionné précédemment, les contrats à terme en eurodollars se sont fortement accrus; en outre, ceux qui sont liés à des instruments émis sur les marchés internes, tels que le contrat portant sur les obligations d'Etat allemandes lancé en septembre 1988 sur le marché à terme de Londres (LIFFE), ont remporté un grand succès.

Le secteur bancaire international

Evolution des agrégats globaux

Ralentissement
de l'expansion
des agrégats
bancaires
internationaux

Après deux années d'expansion exceptionnelle, l'activité bancaire internationale a retrouvé en 1988 un rythme de croissance plus modéré. En dollars courants, les avoirs externes des banques déclarantes se sont accrus de \$290 milliards, pour atteindre \$4.485 milliards en fin d'année, alors qu'en 1987 la progression avait été de \$927 milliards. A noter toutefois que la différence d'une année sur l'autre se trouve amplifiée par les modifications intervenues dans la base d'évaluation. En 1987, la dépréciation continue du dollar avait fait fortement augmenter la valeur en dollars des positions bancaires libellées en d'autres monnaies, tandis qu'en 1988 l'appréciation de la monnaie américaine a eu l'effet inverse. Abstraction faite de cette incidence, le ralentissement de l'expansion des avoirs externes des banques déclarantes ressort nettement moindre, puisqu'elle est revenue de \$597 milliards en 1987 à \$419 milliards.

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale									
Postes	Montants à fin 1985	Variations, hors incidence des fluctuations de change							Montants à fin 1988
		1986	1987	1988					
				Année	TI	TII	TIII	TIV	
en milliards de dollars EU									
A. Opérations externes:									
Total des créances	2.574,2	510,3	597,5	419,4	76,7	94,9	212,5	35,3	4.485,3
dont:									
<i>créances interbancaires</i>									
<i>au sein de la zone déclarante</i>	1.527,0	443,9	496,0	350,7	62,6	73,6	200,2	14,2	3.068,1
<i>créances sur la clientèle</i>									
<i>non bancaire intrazone</i>	356,9	39,7	78,5	60,1	17,5	19,2	9,8	13,7	594,9
Total des engagements	2.537,7	535,4	686,5	510,7	85,9	144,0	216,3	64,5	4.620,5
dont:									
<i>à l'égard de la clientèle non</i>									
<i>bancaire dans la zone déclarante</i>	351,7	71,9	50,0	43,9	3,5	17,7	7,6	15,1	551,2
dont:									
<i>dépôts reçus d'institutions</i>									
<i>monétaires officielles</i>	145,2	-12,8	44,3	9,0	-2,9	13,5	-0,9	- 0,7	204,8
B. Opérations locales									
en monnaies étrangères: ¹									
Total des créances	562,8	147,7	162,6	75,0	41,1	-45,3	76,6	2,6	1.019,7
dont:									
<i>sur le secteur non bancaire</i>	212,2	68,4	100,2	68,1	22,4	- 0,2	21,3	24,6	477,9
Total des engagements	477,1	112,9	119,3	33,7	32,2	-62,3	84,1	-20,3	798,1
dont:									
<i>envers le secteur non bancaire</i> ²	67,9	17,3	20,4	22,1	5,8	3,8	2,5	10,0	137,5
Pour mémoire:									
Total des crédits consortiaux									
annoncés		29,9	88,7	103,8	24,6	22,6	26,5	30,2	
¹ Pour les banques situées en Europe, au Canada et au Japon uniquement. ² A l'exclusion des positions des banques situées au Japon.									

Comme les deux années précédentes, les engagements externes des banques déclarantes ont augmenté beaucoup plus que leurs avoirs. L'accroissement de \$91 milliards de leurs positions débitrices extérieures nettes qui en est résulté indique que les banques déclarantes ont utilisé au total un montant considérable de ressources extérieures pour des prêts internes, tant en monnaie nationale qu'en devises. En fait, leurs créances en devises sur la clientèle non bancaire nationale se sont de nouveau très nettement renforcées (\$68 milliards, soit 17%), tandis que les dépôts identifiés en devises qu'elles ont reçus des résidents non bancaires sur le plan local n'ont progressé que de \$22 milliards.

Le ralentissement de l'expansion des avoirs externes des banques s'explique en grande partie par l'évolution de l'activité interbancaire intrazone, (+\$351 milliards l'an dernier, contre +\$496 milliards en 1987). Les opérations effectuées par les banques sises au Japon, comme fournisseurs ou

Croissance inégale
du marché
interbancaire

collecteurs de fonds, ont constitué l'essentiel de cet accroissement avec une augmentation d'un tiers, alors que la croissance des créances entre les autres banques déclarantes s'est réduite de manière spectaculaire, revenant à 2% seulement. L'expansion des créances externes directes sur la clientèle non bancaire au sein de la zone déclarante est demeurée soutenue, avec 11%. En revanche, celle des prêts aux pays hors zone s'est encore ralentie et n'a été que de 1%.

En résumé, après élimination des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre les banques déclarantes, mais compte tenu de l'utilisation par les banques de fonds internationaux pour des prêts internes, on peut estimer à quelque 10% l'expansion, l'an dernier, de l'encours des nouveaux crédits acheminés par le marché bancaire international.

Origines et emplois intrazone des fonds bancaires internationaux

Il apparaît que les nouveaux crédits bancaires internationaux accordés l'an dernier ont été utilisés en quasi-totalité (\$216 milliards, soit 96%) au sein de la zone déclarante. Les prêts directs au secteur non bancaire se sont élevés à \$128 milliards avec, par ordre d'importance, le Japon (\$47 milliards), le Royaume-Uni (\$17 milliards), les Etats-Unis (\$16 milliards), l'Italie (\$12 milliards) et les Pays-Bas (\$10 milliards). Dans le cas des résidents japonais et britanniques, ces fonds ont été essentiellement obtenus sous forme de prêts en devises auprès des banques nationales et peuvent avoir été utilisés dans une large mesure pour financer des acquisitions de titres internationaux.

On peut estimer à \$88 milliards le montant des fonds ayant servi à financer des prêts bancaires locaux en monnaie nationale, les plus gros

Concentration
des prêts finals
en quasi-totalité
sur la zone
déclarante

Origines et emplois des fonds bancaires internationaux (estimations)									
	Variations, hors incidence des fluctuations de change								Montants à fin 1988
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	
	en milliards de dollars EU								
Emplois									
Zone déclarante	92	42	52	77	77	168	277	216	1.568
Hors zone	66	39	28	13	24	14	11	7	720
Non attribué	7	14	5	0	4	13	12	2	102
Total	165	95	85	90	105	195	300	225	2.390
Origines									
Zone déclarante	137	93	81	60	85	166	217	153	1.655
Hors zone	17	-12	1	31	18	- 2	49	40	518
Non attribué	11	14	3	- 1	2	31	34	32	217
Total	165	95	85	90	105	195	300	225	2.390
Solde									
Zone déclarante	-45	-51	-29	17	-8	2	60	63	- 87
Hors zone	49	51	27	-18	6	16	-38	-33	202
Non attribué	- 4	0	2	1	2	-18	-22	-30	-115

utilisateurs nets ayant été les banques sises aux Etats-Unis (\$22 milliards), au Royaume-Uni (\$20 milliards) et au Japon (\$17 milliards).

S'agissant du passif des bilans des banques, un montant de \$153 milliards, soit environ les deux tiers des nouveaux fonds reçus par le marché, a été fourni par la zone déclarante. En outre, l'augmentation de \$32 milliards du poste «Non attribué», qui résulte en grande partie de l'émission de titres par les banques elles-mêmes (les acquéreurs ne pouvant généralement pas être identifiés), est sans doute imputable pour l'essentiel aux investisseurs de la zone déclarante. Les dépôts directs identifiés du secteur non bancaire se sont chiffrés à \$66 milliards, les plus gros fournisseurs ayant été les Pays-Bas (\$13 milliards), les Etats-Unis (\$10 milliards) et la Belgique-Luxembourg (\$8 milliards). En outre, il semble qu'un montant de près de \$28 milliards ait transité par les comptes fiduciaires des banques situées en Suisse. Le rôle important joué par la clientèle non bancaire néerlandaise, tant au niveau des origines que des emplois du marché, s'explique principalement par le choix fréquent des Pays-Bas comme domiciliation des établissements financiers des sociétés internationales. L'approvisionnement du marché par les banques elles-mêmes s'est élevé à près de \$60 milliards (estimations), mais ce chiffre englobe également un certain montant de dépôts de banques centrales.

Abondance de l'offre de nouveaux fonds en provenance de la zone déclarante

Activité avec les pays hors zone

L'accroissement des créances identifiées sur les pays hors zone s'est encore ralenti, pour ressortir à seulement \$6,8 milliards l'an dernier. Dans le même temps, l'apport de ces pays aux banques s'est poursuivi à un rythme relativement rapide (\$39,5 milliards). Les principaux déposants ont été les pays en développement hors OPEP, à l'exclusion de Taïwan, (\$19,2 milliards), les pays développés extérieurs à la zone (\$12,7 milliards) et les pays de l'OPEP (\$11 milliards). En revanche, Taïwan, qui avait sensiblement renforcé ses dépôts auprès des banques déclarantes ces dernières années, les a réduits de près de \$8 milliards en 1988.

Les pays hors zone fournisseurs nets de fonds aux banques déclarantes

La lenteur du rythme de croissance globale des prêts aux pays hors zone a été due essentiellement à l'Amérique latine. Les créances identifiées sur ce groupe de pays, qui avaient baissé de \$3,9 milliards en 1987, ont de nouveau enregistré une contraction en valeur absolue de \$10,8 milliards, soit près de 5%. Ce recul a porté pour plus de la totalité sur trois pays: le Mexique (-\$5,8 milliards), le Brésil (-\$3,9 milliards) et le Chili (-\$1,7 milliard) (voir tableau page 152). Les banques ont fourni \$5,6 milliards d'argent frais dans le cadre de nouveaux programmes de restructuration (dont \$4 milliards au Brésil, \$1,1 milliard au Mexique et \$0,5 milliard à l'Argentine), mais ces crédits ont été largement compensés par la diminution des encours de créances résultant de programmes de conversion de dette, de cessions d'actifs avec décote par rapport à la valeur nominale, d'annulations et d'utilisation des garanties. En ce qui concerne les dépôts, le Mexique, qui a subi d'importantes pertes de réserves de change l'an dernier, a retiré \$5,2 milliards, après des apports de \$6,5 milliards en 1987. La plupart des

Accentuation de la baisse des créances notifiées sur l'Amérique latine

autres pays d'Amérique latine, notamment le Brésil (\$2,7 milliards) et l'Argentine (\$1,6 milliard), ont renforcé leurs avoirs auprès des banques.

En Asie, le plus gros emprunteur a été de loin la Chine (\$7,2 milliards), qui a également renforcé ses dépôts (\$5,1 milliards). En revanche, plusieurs pays d'Asie ont effectué des remboursements substantiels, notamment la Corée du Sud et les Philippines (\$1,9 milliard dans chaque cas), Taïwan

Activité des banques déclarantes de la BRI avec les pays extérieurs à la zone									
	Variations, hors incidence des fluctuations de change								Montants à fin 1988
	1981	1982	1983	1984 ¹	1985	1986	1987	1988	
	en milliards de dollars EU								
Emprunts auprès des banques déclarantes									
Pays développés non déclarants	16,8	16,0	7,2	5,3	6,9	6,7	5,1	2,5	130,2
Europe de l'Est	4,8	- 4,6	- 1,1	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,0	87,0
OPEP ²	4,2	8,2	9,8	-2,1	0,2	0,4	2,0	5,2	129,0
PVD hors OPEP (sauf Taïwan)	39,4	20,0	13,1	10,6	11,6	- 0,9	-6,4	- 7,2	357,4
<i>dont: Amérique latine</i> ³	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	1,6	-3,9	-10,8	214,9
<i>Chine</i>	-0,4	- 0,6	0,4	1,4	4,9	0,7	4,8	7,2	23,7
<i>Autres pays d'Asie</i>	5,0	5,1	3,5	4,2	4,0	- 2,2	-5,6	- 1,8	80,7
<i>Afrique</i>	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	- 1,0	22,7
<i>Moyen-Orient</i>	2,3	1,7	0,3	-0,4	0,2	- 0,8	-1,1	- 0,7	15,4
Taïwan	0,5	- 0,2	- 0,5	-0,8	-0,6	4,0	8,3	- 1,7	16,3
Total des emprunts	65,7	39,4	28,5	12,9	23,8	13,8	11,2	6,8	719,9
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>quatorze pays lourdement endettés</i> ⁴	33,5	16,5	8,5	2,4	0,7	2,0	-5,9	-14,2	265,0
Dépôts auprès des banques déclarantes									
Pays développés non déclarants	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,3	7,2	6,3	12,7	68,3
Europe de l'Est	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,4	34,7
OPEP ²	3,2	-18,2	-13,0	4,2	6,6	-22,1	19,3	11,0	178,5
PVD hors OPEP (sauf Taïwan)	8,3	3,4	8,3	13,9	-1,0	- 1,5	17,5	19,2	199,4
<i>dont: Amérique latine</i> ³	4,7	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,8	6,7	2,3	80,7
<i>Chine</i>	2,3	2,9	1,3	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,1	22,0
<i>Autres pays d'Asie</i>	-0,7	1,4	1,9	3,1	1,0	- 0,3	2,1	10,3	55,2
<i>Afrique</i>	0,5	- 0,8	0,2	1,0	1,4	- 0,1	1,6	1,5	16,7
<i>Moyen-Orient</i>	1,5	1,8	- 0,9	-1,7	1,5	- 1,0	1,9	- 0,1	24,7
Taïwan	1,2	1,2	2,1	5,4	6,7	14,4	6,5	- 7,9	37,5
Total des dépôts	16,6	-11,7	1,4	30,9	18,3	- 1,8	48,8	39,5	518,3
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>quatorze pays lourdement endettés</i> ⁴	2,5	- 9,5	7,0	13,4	2,6	- 4,7	7,1	1,5	97,0

¹ A compter de 1984, la couverture statistique a été élargie de manière à inclure les variations des positions des banques situées en Espagne, en Finlande, en Norvège, aux Antilles néerlandaises et à Bahreïn, ainsi que toutes les banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour. ² Comprend, en outre, Brunei, Oman et Trinité-et-Tobago, mais non Bahreïn à partir de 1984. ³ Inclut les pays de la zone des Caraïbes qui ne sont pas classés comme centres bancaires extraterritoriaux. ⁴ Pays du plan Baker, sauf la Yougoslavie.

(\$1,7 milliard) et la Malaisie (\$1,3 milliard). A noter également de nouveaux fléchissements modestes des créances des banques déclarantes sur les pays en développement hors OPEP d'Afrique et du Moyen-Orient.

L'activité bancaire s'est accélérée l'an dernier vis-à-vis de deux groupes de pays hors zone, à savoir l'Europe de l'Est et les pays de l'OPEP. Les nouveaux crédits à ce dernier groupe se sont élevés à \$5,2 milliards, les plus gros emprunteurs ayant été les Emirats Arabes Unis (\$2,1 milliards), la Libye et l'Arabie Saoudite (\$0,8 milliard dans chaque cas). Par contre, les créances sur le Nigeria ont de nouveau fléchi (-\$1,3 milliard). L'Arabie Saoudite (\$10,6 milliards) et les Emirats Arabes Unis (\$5,4 milliards) ont été les principaux fournisseurs d'argent frais, tandis que la plupart des autres pays de ce groupe ont réduit leurs dépôts auprès des banques déclarantes, en particulier la Libye dont les retraits se sont élevés à \$1,8 milliard, soit une diminution de 26%.

Les nouveaux prêts aux pays d'Europe de l'Est ont fortement augmenté, passant de \$2,3 milliards en 1987 à \$8 milliards, et ont pratiquement atteint leur précédent record. Toutefois, après avoir effectué des retraits en 1987, ces pays ont également renforcé leurs dépôts auprès des banques déclarantes (+\$4,4 milliards). Comme à l'accoutumée, l'Union Soviétique a été le principal emprunteur (\$5,5 milliards) et déposant de nouveaux fonds (\$1,7 milliard). Des montants importants ont également été obtenus par la République démocratique allemande (\$2,5 milliards) et la Bulgarie (\$1,8 milliard), ces deux pays ayant, en outre, nettement accru leurs dépôts (+\$1,6 milliard et \$0,7 milliard respectivement).

Evolution dans les divers centres

L'expansion plus modeste de l'activité bancaire internationale l'an dernier n'a pas été répartie de manière uniforme entre les divers centres. En Europe et dans les centres extraterritoriaux, l'accroissement de l'activité s'est nettement ralenti. En revanche, les avoirs externes des banques situées au Japon ont continué de se renforcer rapidement (+29%, soit les deux cinquièmes de la croissance totale des avoirs extérieurs des banques déclarantes). A la différence de 1987, ce renforcement est intervenu essentiellement en monnaies étrangères et a été surtout comptabilisé par l'intermédiaire du marché extraterritorial japonais (JOM). Au cours des deux ans d'existence de ce dernier, les avoirs extérieurs des banques sur le JOM ont ainsi fortement progressé, pour être portés à \$331 milliards, dépassant de quelque \$22 milliards les facilités bancaires internationales (IBF) aux Etats-Unis (qui existent déjà depuis décembre 1981). Sur une base nette, et en dépit de la poursuite des prêts en yens aux non-résidents, le système bancaire japonais a de nouveau été importateur de fonds à hauteur de \$23 milliards. Après les banques sises au Japon, ce sont les établissements situés dans les centres extraterritoriaux d'Asie qui ont le plus fortement accru leurs avoirs extérieurs l'an dernier (17%), rythme inférieur de moitié toutefois à celui de 1987. En revanche, l'augmentation des avoirs extérieurs des banques opérant dans les centres des Caraïbes s'est ralentie de manière spectaculaire, revenant à seulement 2%.

Accroissement
des prêts aux
pays d'Europe de
l'Est et de l'OPEP

Expansion
toujours rapide
des positions
extérieures des
banques au Japon

Contraction
des emprunts
extérieurs nets
des banques
aux Etats-Unis

L'expansion des avoirs extérieurs des banques aux Etats-Unis s'est accélérée à 9% l'an dernier, tandis que celle de leurs engagements est retombée de 17% en 1987 à 11%. Comme expliqué précédemment à la page 124, cela signifie que ces banques ont joué un rôle nettement moins important qu'en 1987 dans le financement du déficit de la balance américaine des paiements courants. Une caractéristique notable de l'évolution aux Etats-Unis a de nouveau été l'accroissement relativement marqué des avoirs et engagements extérieurs en monnaies étrangères des banques. Bien que ces positions soient encore considérablement inférieures à celles en dollars, elles ont plus que doublé en l'espace de deux ans.

Ralentissement
de l'activité
bancaire externe
en Europe

En Europe, le ralentissement de l'octroi des prêts externes de 1987 à 1988 a été particulièrement sensible dans le cas des banques situées au Royaume-Uni (de 11% à 4%), en Belgique (de 12% à 1%) et en Suisse (de 14% à zéro) mais, aux Pays-Bas, au Luxembourg, en France et en Allemagne, l'activité a continué de progresser à un rythme relativement

Evolution dans les divers centres bancaires										
Positions extérieures des banques dans les pays suivants:	Variations, hors incidence des fluctuations de change								Montants à fin 1988	
	Avoirs bruts				Engagements bruts				Avoirs bruts	Engage- ments bruts
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988		
	en milliards de dollars EU									
Royaume-Uni	30,7	87,5	89,1	34,0	-15,1	- 9,6	- 6,2	-27,7	883,6	- 78,4
France	7,4	14,9	37,9	23,3	2,7	1,1	1,6	- 9,9	275,9	- 16,3
Allemagne	19,4	38,8	17,0	17,4	13,0	27,7	4,1	8,8	206,0	76,2
Luxembourg	9,6	15,2	19,0	19,5	0,1	- 1,4	1,1	4,6	188,6	17,1
Belgique	16,1	18,7	16,5	1,3	- 0,7	- 1,1	- 2,7	- 2,6	142,8	- 24,7
Pays-Bas	5,2	5,9	12,5	15,1	0,9	- 3,8	0,9	2,9	122,3	8,2
Suisse	9,1	10,3	16,4	0,0	1,0	0,7	4,7	- 3,8	117,0	37,2
Italie	8,7	3,8	-1,5	2,7	3,0	- 4,7	- 5,1	- 7,5	62,8	- 35,2
Autriche	5,2	6,1	1,6	-0,6	- 0,4	- 0,7	- 1,9	- 1,3	50,3	- 6,2
Espagne	1,8	2,9	-0,1	-0,4	3,1	- 1,6	- 5,2	- 5,3	24,3	- 11,0
Danemark	4,1	-1,2	4,0	3,6	- 0,7	- 0,3	0,6	0,9	19,8	1,0
Suède	1,5	1,2	2,9	0,5	- 1,4	- 2,3	- 5,7	- 9,9	14,9	- 29,0
Finlande	-0,2	1,7	0,3	0,6	- 1,6	- 0,8	- 5,8	- 4,1	9,2	- 16,7
Irlande	0,3	0,5	1,2	0,1	0,1	- 0,5	0,0	- 0,8	5,3	- 6,0
Norvège	1,3	1,3	0,7	-1,3	- 1,9	- 2,6	- 2,6	0,0	5,1	- 13,1
Total des pays européens déclarants	120,2	207,4	217,6	115,7	2,0	0,3	-21,9	-55,8	2.128,0	- 97,0
Etats-Unis	3,0	50,3	31,4	46,5	-35,3	-23,6	-48,0	-13,5	555,8	- 34,5
dont: IBF	11,8	35,7	31,5	32,0	- 4,4	-17,2	-18,8	1,3	309,4	- 26,5
Japon	53,4	126,6	166,5	166,7	12,0	-21,1	-24,5	-23,2	733,7	- 38,7
dont: marché extraterritorial		88,7	89,9	138,5		0,7	- 0,2	2,7	331,0	3,0
Canada	1,2	6,8	-0,4	-6,5	- 0,4	2,9	- 2,7	- 3,2	48,0	- 23,3
Autres centres d'Asie*	29,7	85,6	135,7	88,7	3,4	11,9	9,2	8,1	598,3	43,1
Centres des Caraïbes	24,5	33,6	46,7	8,3	10,1	4,5	- 1,1	- 3,6	421,4	15,2
Total	232,0	510,3	597,5	419,4	- 8,1	-25,1	-89,0	-91,3	4.485,3	-135,2
* Dont Bahreïn.										

rapide. A l'exception de l'Allemagne, du Luxembourg, des Pays-Bas et du Danemark, les banques opérant dans les pays européens déclarants ont été importateurs nets de fonds. Cela a été le cas, en particulier, des établissements sis au Royaume-Uni (\$27,7 milliards), en France, en Suède (près de \$10 milliards dans chaque cas) et en Italie (\$7,5 milliards).

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

La part du dollar dans l'expansion des avoirs extérieurs des banques situées dans les pays industriels déclarants est revenue de 48% en 1987 à 38%. Comme les engagements externes en dollars ont enregistré un accroissement nettement plus marqué, la position débitrice extérieure nette en dollars des banques s'est élargie de près de \$80 milliards. Cette détérioration traduit surtout l'utilisation par les banques, en termes nets, des fonds en dollars à des fins internes. Un autre facteur ayant joué un rôle important à cet égard a été le fait que, malgré les risques de change, les déposants ont été attirés par le niveau élevé des taux d'intérêt du dollar, tandis que les emprunteurs ont préféré s'endetter dans les monnaies à faible taux d'intérêt.

Diminution de la part du dollar dans les avoirs extérieurs

Le dollar mis à part, l'expansion la plus forte a porté sur les avoirs en yens (\$75,9 milliards), sous forme essentiellement de prêts extérieurs accordés par les banques sises au Japon. Si l'on considère uniquement les positions en monnaies étrangères, il apparaît que l'accroissement des avoirs extérieurs en monnaies autres que le dollar est surtout intervenu en deutsche marks, en livres sterling et en Ecus, le yen arrivant seulement en

Forte expansion des avoirs en yens

Répartition par monnaie des positions extérieures des banques déclarantes ¹											
Monnaies		Variations, hors incidence des fluctuations de change								Montants à fin 1988	
		Avoirs				Engagements				Avoirs	Engagements
		1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988		
		en milliards de dollars EU									
Dollar EU	A	52,9	188,7	184,3	93,6	41,2	209,8	193,4	161,0	1.328,3	1.535,5
	B	1,4	43,1	15,1	29,9	33,5	63,1	63,4	41,9	489,7	519,3
Autres monnaies	A	77,9	69,2	101,4	115,6	90,6	106,8	130,8	123,3	920,2	1.018,4
	B	45,6	90,1	114,3	83,4	34,0	53,0	124,7	92,0	727,3	585,8
<i>dont:</i> ²											
deutsche mark	A	13,4	0,3	31,9	31,2	15,9	28,0	41,5	41,5	293,0	340,2
	B	15,5	26,4	4,0	13,3	3,0	2,3	4,4	8,0	145,4	79,6
franc suisse	A	15,3	7,9	-1,5	-4,8	18,9	17,5	10,5	-16,1	113,9	138,8
	B	2,8	3,3	3,5	-0,7	2,4	1,4	4,7	- 0,6	55,0	20,9
yen	A	21,0	20,8	30,8	14,0	19,4	21,3	23,8	7,5	159,3	141,3
	B	22,1	43,9	92,5	61,9	17,9	29,4	89,9	46,5	344,4	268,8
livre sterling	A	4,8	8,5	5,2	22,8	7,1	10,1	13,9	21,7	69,1	86,3
	B	2,3	8,8	8,3	6,8	5,6	9,4	15,6	24,7	77,0	117,3
Ecu	A	14,3	6,2	8,4	16,1	12,8	2,7	5,9	17,2	86,0	76,9
Remarque: A = positions en euromonnaies; B = positions extérieures en monnaie nationale.											
¹ Positions des banques dans les pays industriels déclarants uniquement. ² A l'exclusion des positions des banques aux Etats-Unis.											

quatrième position. Toutefois, les chiffres concernant le yen sont fortement sous-estimés, étant donné que l'on ne dispose pas de ventilation par monnaie des positions des banques situées dans les centres extraterritoriaux d'Asie. Exprimée en rythme d'expansion, la progression de près de 50% des avoirs en eurolivres a été particulièrement prononcée. En revanche, les positions en francs suisses ont fléchi l'an dernier. Les engagements extérieurs des banques déclarantes en cette monnaie ont régressé de plus de 10%, ce qui constitue la première grande baisse jamais enregistrée, et les engagements en eurofrancs suisses sont à présent inférieurs à ceux en yens.

Reprise de
l'activité en Ecus

Après deux années d'expansion relativement médiocre, l'activité en Ecus des banques s'est accélérée en 1988. Compte tenu des positions vis-à-vis des résidents, l'accroissement des avoirs en Ecus est passé de \$11,1 milliards en 1987 à \$23,9 milliards. A noter toutefois que cette évolution a été due uniquement à la reprise de l'activité interbancaire, tandis que les nouveaux prêts aux agents non bancaires ont régressé, revenant de \$5,2 milliards en 1987 à \$4,6 milliards. Les dépôts de la clientèle non bancaire, qui ne s'étaient pas accrus dans l'ensemble au cours des deux années précédentes, se sont légèrement gonflés (+\$1,6 milliard), tout en demeurant faibles par rapport à la dimension totale du marché.

Structure par nationalité des prêts bancaires internationaux

Le tableau de la page 137 montre l'évolution de l'activité bancaire internationale (définie comme l'activité externe, plus les opérations locales en monnaies étrangères, à l'exclusion, dans ce dernier cas, des transactions

Structure du marché bancaire de l'Ecu								
	Avoirs				Engagements			
	Variations, hors incidence des fluctuations de change			Montants à fin	Variations, hors incidence des fluctuations de change			Montants à fin
	1986	1987	1988	1988	1986	1987	1988	1988
en milliards de dollars EU								
Positions envers la clientèle non bancaire:								
internes	0,0	3,0	2,4	12,4	-0,5	0,1	1,0	4,8
externes intra-Communauté	0,7	1,2	1,6	9,5	-0,4	0,2	0,0	2,4
externes hors CE	0,9	0,2	-0,1	2,5	0,0	0,2	0,4	1,3
non attribué*	0,3	0,8	0,7	4,0	0,0	0,2	0,2	1,2
Total envers la clientèle non bancaire	1,9	5,2	4,6	28,4	-0,9	0,7	1,6	9,7
Positions envers les banques:								
internes	0,0	-0,2	5,4	20,2	-0,2	0,2	7,9	22,3
externes intra-Communauté	0,6	2,2	9,8	46,7	1,7	1,9	9,8	48,0
externes hors CE	1,0	1,3	1,2	8,1	0,4	2,2	2,6	11,1
non attribué*	2,7	2,6	2,9	15,1	1,0	1,1	4,2	13,0
Total interbancaire	4,3	5,9	19,3	90,1	2,9	5,4	24,5	94,4
Grand Total	6,2	11,1	23,9	118,5	2,0	6,1	26,2	104,1
* Comprend les institutions internationales autres que la BRI.								

avec les établissements affiliés) selon le pays d'origine des banques déclarantes. Malheureusement, les chiffres de flux indiqués ne peuvent pas être donnés sur une base nette de l'incidence des fluctuations de change. Autrement dit, du fait de l'appréciation du dollar l'an passé par rapport aux autres monnaies utilisées dans les transactions internationales, notamment le deutsche mark et le franc suisse, les variations enregistrées en 1988 sous-estiment les augmentations effectives en volume. Cette incidence a été particulièrement marquée pour les banques d'Europe continentale.

L'évolution en 1988 a été principalement caractérisée par trois développements. Le fait essentiel a été la prépondérance des banques japonaises (c'est-à-dire les banques situées au Japon et sous contrôle national, plus leurs établissements affiliés dans les autres pays déclarants). Elles ont représenté près de 90% de l'expansion de l'activité internationale des banques déclarantes dans les pays industriels, contre un peu moins de 50% en 1987. De ce fait, leur part dans le total des avoirs internationaux s'est encore accrue, passant de 36% à la fin de 1987 à 38%. Ceux des autres banques déclarantes ont augmenté de moins de 1% en 1988. Des baisses en valeur absolue des créances exprimées en dollars ont même été enregistrées pour les banques canadiennes (-18%), belges (-12%), autrichiennes (-9%), suisses (-7%) et britanniques (-6%), même si, dans le cas des banques européennes, ces fléchissements ont été essentiellement dus à l'incidence des variations de change. Sur une base nette des opérations entre établissements affiliés, les avoirs bancaires internationaux des banques américaines se sont également contractés en valeur absolue. Toutefois, la diminution de l'importance relative des banques américaines au cours des dernières années se trouve surestimée dans la mesure où elles effectuent davantage d'opérations hors bilan que les autres banques.

La deuxième caractéristique marquante de l'année écoulée a été la vive expansion de l'activité externe entre établissements du même groupe, qui a représenté les deux tiers de l'augmentation totale. L'activité purement interbancaire s'est développée de \$59 milliards dans le cas des banques japonaises, tandis qu'elle s'est contractée dans l'ensemble de \$37 milliards en ce qui concerne les autres banques déclarantes; toutefois, là encore, l'incidence des variations de change semble être pour beaucoup dans cette baisse. La valeur en dollars courants des créances directes sur le secteur non bancaire s'est accrue de \$49 milliards, soit de 4%, les banques japonaises représentant à elles seules les deux tiers de cette progression.

Troisièmement, parmi les principales nationalités des établissements bancaires, les banques japonaises ont été les seules à être prêteurs nets de fonds au secteur non bancaire, l'augmentation de leurs crédits à cette clientèle dépassant de près de \$21 milliards leurs engagements sous forme de dépôts. Les banques japonaises se sont essentiellement procuré les ressources nécessaires à ces prêts nets sur le marché interbancaire (notamment en s'endettant auprès de banques hors zone du même groupe) et au moyen d'émissions de titres. Les banques des autres grands pays ont reçu d'importants dépôts du secteur non bancaire, tandis que la valeur en dollars de leurs créances sur ce secteur a fléchi. Cette évolution semblerait

Prépondérance
accrue
des banques
japonaises

Expansion
marquée de
l'activité inter-
établissements

Différentes catégories d'avoirs et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques¹

	Variations en dollars courants en 1988						Montant total	
	Etablis- sements du même groupe	Autres banques	Institu- tions monétaires officielles	Secteur non bancaire	Titres ²	Total	fin 1985	fin 1988
	en milliards de dollars EU							
Banques japonaises								
Avoirs	110,7	59,0	1,2	33,1	—	204,0	706,2	1.756,4
Engagements	121,1	65,2	4,4	12,4	8,8	211,9	671,6	1.706,3
Banques américaines								
Avoirs	40,0	-13,4	-0,2	-0,4	—	26,0	590,2	675,2
Engagements	49,2	-11,3	-4,6	6,8	-3,8	36,3	552,3	688,9
Banques françaises								
Avoirs	13,4	- 3,0	-0,1	-2,9	—	7,4	244,0	384,1
Engagements	16,0	4,5	-2,7	5,4	4,7	27,9	248,7	400,4
Banques allemandes								
Avoirs	1,3	7,7	-0,1	-2,0	—	6,9	191,2	353,8
Engagements	4,6	0,5	-3,6	10,1	-1,2	10,4	157,6	275,0
Banques britanniques								
Avoirs	-1,9	-12,3	1,4	-2,3	—	-15,1	192,8	238,6
Engagements	-2,1	- 3,8	0,4	3,5	-0,1	- 2,1	203,0	266,8
Divers								
Avoirs	-9,5	-16,3	1,1	23,7	—	- 1,0	789,1	1.190,1
Engagements	-0,9	-15,5	6,9	18,9	8,8	18,2	781,6	1.226,8
Total								
Avoirs	154,0	21,7	3,3	49,2	—	228,2	2.713,5	4.598,2
Engagements	187,9	39,6	0,8	57,1	17,2	302,6	2.614,8	4.564,2

¹ Positions externes en toutes monnaies plus positions locales des banques situées dans les dix-sept pays suivants: Allemagne, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, Etats-Unis (positions externes en dollars uniquement), Finlande, France, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Les données sur les banques américaines couvrent également les positions externes des succursales des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, au Panama, à Hong Kong et à Singapour. Les chiffres sont classés selon la nationalité de la banque mère.

² Engagements résultant des émissions, par les banques, de CD et autres titres. Les portefeuilles-titres des banques ne sont pas notifiés sous un poste séparé, mais inclus dans les autres catégories d'actifs.

indiquer une insuffisance de débouchés rentables pour les prêts ou l'adoption de politiques d'expansion prudentes.

Marché des prêts consortiaux

Mise sur pied d'importantes facilités d'emprunt en faveur des entreprises dans le cadre notamment de fusions et d'acquisitions

Le marché des prêts consortiaux a connu l'an dernier une nouvelle expansion marquée, les facilités d'emprunt mises sur pied ayant dépassé \$100 milliards, soit un niveau comparable à celui qu'on avait enregistré au début de la décennie. Il s'est toutefois agi, dans de nombreux cas, de crédits de précaution ou de remplacement de lignes existantes, lesquels n'ont pas entraîné de nouveaux apports de fonds. A la différence de la fin des années soixante-dix et du début des années quatre-vingt, où les emprunts des gouvernements, en particulier des pays en développement, avaient constitué la principale force du marché, ce sont les entreprises non bancaires des pays industriels qui se sont taillé la part du lion en 1988 dans les nouvelles

facilités. Le processus de restructuration financière entrepris dans certains pays (voir Chapitre IV) et les efforts mis en œuvre par les entreprises pour diversifier leurs sources de financement ont été principalement à l'origine de cette évolution. Dans le même temps, l'ampleur des liquidités et le désir de diversifier leurs portefeuilles de prêts ont fait que les banques se sont montrées fort empressées à satisfaire les demandes d'emprunt des entreprises, l'intensité de la concurrence s'étant traduite par une baisse des commissions et des marges. Les crédits consortiaux mis sur pied pour le financement des fusions et acquisitions ont représenté environ un quart de l'ensemble et plus de la totalité de l'accroissement en 1988. Le souci de souplesse s'est reflété dans le montage d'un volume considérable de facilités à options multiples, qui permettent aux emprunteurs de se procurer des ressources par émission de titres à court terme et sous forme de prêts bancaires.

Les entreprises non bancaires du Royaume-Uni ont été les principaux emprunteurs (\$35,6 milliards); elles ont utilisé un volume important de ces ressources pour financer des fusions et acquisitions, concernant surtout des entreprises aux Etats-Unis. En outre, une part fort importante (22%) des nouveaux crédits a été libellée en livres sterling. Un volume notable de facilités a également été mis sur pied pour les emprunteurs américains (\$12,6 milliards), français (\$9,9 milliards) et australiens (\$6,8 milliards).

Prédominance
des emprunteurs
britanniques

Le marché international des titres

Le marché des euro-effets

Le marché des titres internationaux à court et moyen terme (europapier commercial, euro-effets avec engagement de prise ferme et effets à moyen terme) s'est encore développé l'an dernier. Le volume total des titres en circulation s'est accru de \$19,5 milliards et a atteint \$72 milliards, tandis que les nouveaux programmes annoncés ont encore progressé, pour ressortir à \$77 milliards (voir tableau de la page suivante). Même si, dans de nombreux cas, ces opérations importantes ne sont pas entièrement réalisées, le rythme soutenu des montages organisés souligne le potentiel de croissance des emprunts sur ce marché. Le secteur de l'europapier commercial est demeuré le plus dynamique, alors que les opérations avec engagement de prise ferme ont représenté moins de 5% des nouvelles facilités. Celles-ci, actuellement jugées trop onéreuses et peu pratiques par les emprunteurs de première catégorie, ont tenu une large part du marché jusqu'en 1985. En fait, l'encours des euro-effets assortis de prise ferme s'est même contracté de 20% l'an dernier. Dans le même temps, le marché des effets à moyen terme, qui assure le lien entre les échéances de l'europapier commercial et des obligations à long terme, s'est fortement développé: il a représenté près de 20% des nouvelles facilités et l'encours des tirages a plus que doublé, pour s'établir à \$5,7 milliards.

Expansion
globale de
l'activité ...

... mais nouveau
recul des facilités
avec engagement
de prise ferme

Contrairement aux années précédentes, les modifications des techniques et instruments de placement ont généralement joué un rôle secondaire en 1988. En outre, la faiblesse des marges bénéficiaires, qui a caractérisé

Principales caractéristiques du marché des euro-effets								
	Années			1988				Montants à fin 1988
	1986	1987	1988	TI	TII	TIII	TIV	
	en milliards de dollars EU							
Nouvelles facilités annoncées								
Facilités avec engage- ment de prise ferme	15,0	3,9	3,7	1,0	1,0	1,6	0,1	
Europapier commercial	50,3	56,9	58,1	16,6	13,0	15,1	13,4	
Effets à moyen terme*	5,5	12,1	15,1	5,8	1,2	6,9	1,2	
Total	70,8	72,9	76,9	23,4	15,2	23,6	14,7	
Nouvelles émissions nettes								
Euro-effets avec enga- gement de prise ferme		1,7	-3,3	-0,8	-1,4	-0,5	-0,7	13,6
Europapier commercial		19,4	19,8	9,8	5,4	5,8	-1,2	52,8
Effets à moyen terme		2,2	3,1	0,4	0,5	0,8	1,4	5,7
Total	13,0	23,3	19,5	9,4	4,5	6,1	-0,5	72,1

* Y compris les opérations sur europapier commercial avec option d'émission d'effets à moyen terme.

Sources: Banque d'Angleterre et Euroclear.

* Y compris les opérations sur europapier commercial avec option d'émission d'effets à moyen terme.

Sources: Banque d'Angleterre et Euroclear.

de nombreux segments des marchés des titres, a entraîné une nouvelle diminution du nombre d'intermédiaires actifs. A cet égard, deux événements marquants se sont produits en dehors du marché des euro-effets: l'ouverture par le gouvernement du Royaume-Uni, en octobre 1988, d'un marché de bons du Trésor libellés en Ecus destiné aux investisseurs internationaux, et l'expansion des émissions en Ecus du Trésor italien. Fin mars 1989, l'encours de ces valeurs atteignait \$10 milliards. Ainsi, l'éventail des instruments à court terme en Ecus s'est élargi et on dispose de nouveaux critères de référence pour les taux d'intérêt de ce compartiment.

Pays d'origine
des emprunteurs

En ce qui concerne le pays d'origine des emprunteurs, le marché des euro-effets est resté largement axé sur les pays développés. Les plus gros emprunteurs en 1988 ont été ceux du Royaume-Uni (\$5,5 milliards), d'Australie (\$3,6 milliards) et des Etats-Unis (\$3,1 milliards). S'agissant des nouvelles facilités, les principales opérations ont été réalisées en faveur des résidents du Royaume-Uni (\$10,9 milliards), des Etats-Unis (\$9,8 milliards) et de Suède (\$8,9 milliards).

Rôle des euro-
effets dans
l'activité du
marché financier
international ...

Le secteur des euro-effets a joué un rôle important dans l'évolution récente du marché financier international, malgré sa taille relativement modeste. Premièrement, l'euro-papier commercial, en particulier, a constitué pour les investisseurs une source de financement international à court terme moins coûteuse que les crédits bancaires, et en est venu à représenter pour eux un véritable instrument du marché monétaire international. A cet égard, le marché des euro-effets complète le marché des obligations internationales à long terme. Deuxièmement, en raison de la souplesse des nouvelles émissions (possibilité d'adapter les taux d'intérêt en fonction des conditions du marché et de la cote de crédit de l'emprunteur au moment

du tirage), l'europapier commercial a contribué au déclin du secteur des notes à taux variable (NTV) tel qu'il était au début des années quatre-vingt. Troisièmement, le marché des euro-effets a favorisé l'intégration à l'échelle internationale des divers marchés nationaux. L'exemple le plus frappant à cet égard est celui du compartiment du dollar, où un nombre croissant d'émetteurs américains et britanniques ont entrepris des émissions simultanées de papier commercial sur le marché national et sur l'euromarché. Cette tendance a permis une plus grande convergence des taux d'intérêt entre les marchés internes et internationaux.

Enfin, l'expansion des euro-effets a coïncidé avec l'ouverture de marchés du papier commercial dans plusieurs pays. Au Japon, où ces émissions ont été autorisées pour la première fois en novembre 1987, ces titres ont représenté 12% du volume total des emprunts des entreprises en 1988, et, en fin d'année, leur encours global atteignait \$74 milliards. Cette progression devrait se poursuivre, car les nouvelles mesures de déréglementation ont augmenté le nombre de sociétés japonaises admises à bénéficier des euro-effets, autorisé les non-résidents à effectuer de telles émissions et élargi la gamme des échéances possibles. Les marchés internes ont également connu une croissance significative ces dernières années au Canada, en Espagne, en France et en Suède. Au Royaume-Uni, si le marché interne du papier commercial s'est développé lentement depuis son ouverture en 1986, la dernière loi de finances habilite un groupe beaucoup plus étendu d'emprunteurs potentiels et admet une plus grande diversité d'échéances.

L'expansion des marchés internes du papier commercial et leur internationalisation pourraient, en raison de leurs caractéristiques, modifier la structure par monnaie du marché des euro-effets. A l'heure actuelle, ces titres sont, à 90% environ, libellés en dollars EU. Cependant, les émetteurs ont été de plus en plus nombreux à échanger, dans le cadre de swaps, leurs dettes en d'autres monnaies, et, en 1988, 40% des nouvelles facilités comportaient une option multidevise autorisant des émissions en monnaies autres que le dollar. Les marchés de l'europapier commercial en yens et en livres sterling devraient, eux aussi, se développer à la suite des récentes mesures de déréglementation. Néanmoins, les émissions en dollars resteront vraisemblablement prépondérantes. Cela tient surtout à la taille considérable du marché américain par rapport aux autres marchés à court terme et aux multiples possibilités d'arbitrage qu'il offre avec les marchés internationaux. De surcroît, des facteurs d'ordre réglementaire et fiscal continueront sans doute à limiter l'émission de papier commercial sur le plan national et sur l'euromarché, dans d'autres grandes monnaies comme le deutsche mark et le franc suisse.

On peut se demander si l'expansion continuelle des marchés nationaux du papier commercial ne se fera pas au détriment des opérations sur titres internationaux à court terme. La poursuite du développement du marché des euro-effets dépendra, de toute évidence, des facteurs qui ont favorisé la fonction d'intermédiation financière des euromarchés en général: d'une part, la souplesse de l'organisation, l'efficacité des techniques d'émission et de placement ainsi que la commodité des conditions de règlement; d'autre

... et leur interaction avec l'évolution sur les marchés nationaux du papier commercial

Modifications de la structure par monnaie du marché des euro-effets

Atténuation des limites entre marchés internes et internationaux des titres à court terme

part, les réglementations et régimes fiscaux applicables aux résidents et non-résidents. A titre d'exemple, si la pratique des cotes de crédit devait se généraliser sur les marchés internationaux et être normalisée à l'échelle mondiale, les emprunteurs qui s'étaient auparavant abstenus de faire appel aux marchés nationaux pour ne pas être soumis à cette appréciation pourraient revoir leur attitude. L'an dernier, l'usage plus répandu de cette pratique sur les euromarchés a pu indirectement contribuer à l'accroissement de \$10 milliards, soit près de 25%, du volume de papier commercial émis aux Etats-Unis par les emprunteurs étrangers. Dans le même ordre d'idées, si les systèmes de compensation nationaux et internationaux parviennent à une intégration plus étroite, la nécessité d'un marché distinct pour les investisseurs internationaux pourrait se faire moins sentir.

Le marché obligataire international

Reprise de l'activité après le krach boursier

Contrairement à la crainte largement répandue en début d'année d'une baisse importante des émissions, le marché primaire des obligations internationales a été très dynamique en 1988. A \$225 milliards, le volume des émissions annoncées a été supérieur de 27% à celui de 1987 et pratiquement égal au niveau record de 1986. Cette reprise de l'activité primaire a été particulièrement marquée au premier semestre, après le fort ralentissement des derniers mois de 1987 consécutif au krach boursier. On a également observé, l'an dernier, davantage de retraits d'obligations en circulation, ce qui s'explique par le nombre accru des émissions venant en

Principales caractéristiques de l'activité sur le marché obligataire international

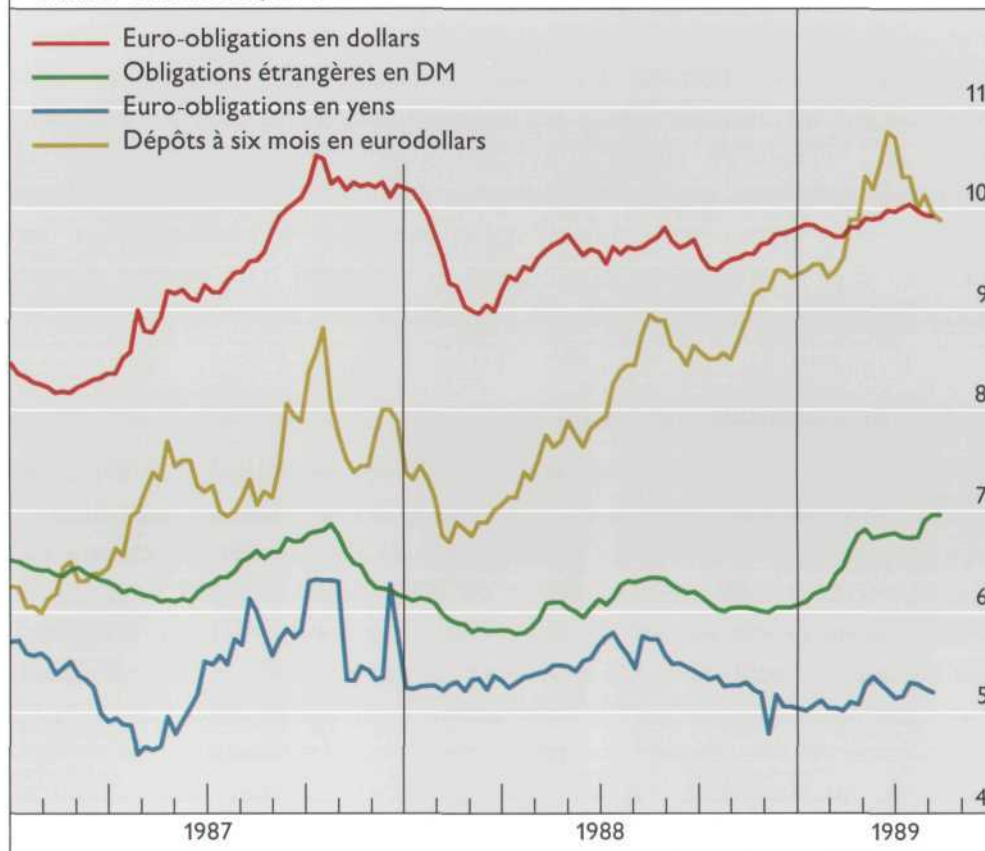
	Années			1987	1988				Montants à fin 1988
	1986	1987	1988	TIV	TI	TII	TIII	TIV	
	en milliards de dollars EU								
Emissions brutes annoncées ¹	221,7	177,1	225,4	28,1	59,7	62,5	56,4	46,7	1.085,4
dont:									
émissions classiques à taux fixe	146,6	121,3	160,8	20,5	48,9	41,5	35,7	34,7	
notes à taux variable	47,7	12,1	22,4	5,0	2,7	6,1	6,8	6,7	
émissions liées aux actions ²	27,3	43,7	42,1	2,6	8,0	14,9	14,0	5,2	
Emissions brutes effectives ³	219,6	181,2	219,4	35,0	47,5	56,9	61,3	53,6	
moins: amortissements normaux	22,8	34,7	41,2	8,7	11,8	7,9	7,2	14,0	
moins: amortissements anticipés	36,5	36,4	40,3	11,9	9,2	10,3	10,1	10,8	
= Emissions nettes	160,3	110,1	137,9	14,4	26,5	38,7	44,0	28,8	
dont:									
émissions classiques à taux fixe	109,0	71,4	100,1	7,8	21,5	29,6	23,3	25,7	777,8
notes à taux variable	28,9	0,4	3,7	3,0	0,3	1,0	4,5	-2,1	158,8
émissions liées aux actions ²	22,4	38,2	34,1	3,5	4,7	8,1	16,2	5,1	148,7

¹ Les obligations en monnaies autres que le dollar sont converties en dollars aux taux de change en vigueur aux dates d'annonce. ² Obligations convertibles et obligations assorties de droits de souscription d'actions. ³ Converties aux taux de change en vigueur à la date d'émission.

Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.

Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars

Chiffres du mercredi, en %



remboursement et le volume toujours élevé des amortissements anticipés, rachats et opérations de conversion. En conséquence, si le volume net des fonds obtenus sous forme d'obligations internationales (\$138 milliards) est supérieur de 25% au niveau de 1987, il demeure toutefois en deçà du record de \$160 milliards enregistré en 1986.

Plusieurs facteurs se sont conjugués pour favoriser la reprise de l'activité obligataire internationale. Premièrement, les particularités nationales en matière de réglementation et de fiscalité ont incité les émetteurs à se porter vers les centres extraterritoriaux, même si les acheteurs finals des titres résidaient pour la plupart dans le même pays qu'eux. Ces éléments expliquent en partie le volume notable des émissions liées aux actions effectuées par les résidents japonais, les montants records émis en livres sterling et la progression spectaculaire des obligations étrangères en deutsche marks. Deuxièmement, la perspective d'une plus grande stabilité du dollar sur les marchés des changes a concouru au renforcement de l'activité dans le compartiment de cette monnaie, qui, tant en profondeur que sur le plan de la liquidité, n'est encore égalé par aucun autre. Troisièmement, l'utilisation d'une gamme élargie de monnaies secondaires ainsi que la poursuite de l'expansion des swaps ont également stimulé les émissions. En effet, la part dans le total des émissions annoncées des obligations libellées en monnaies autres que le dollar EU, le deutsche mark, le franc suisse et le yen, qui

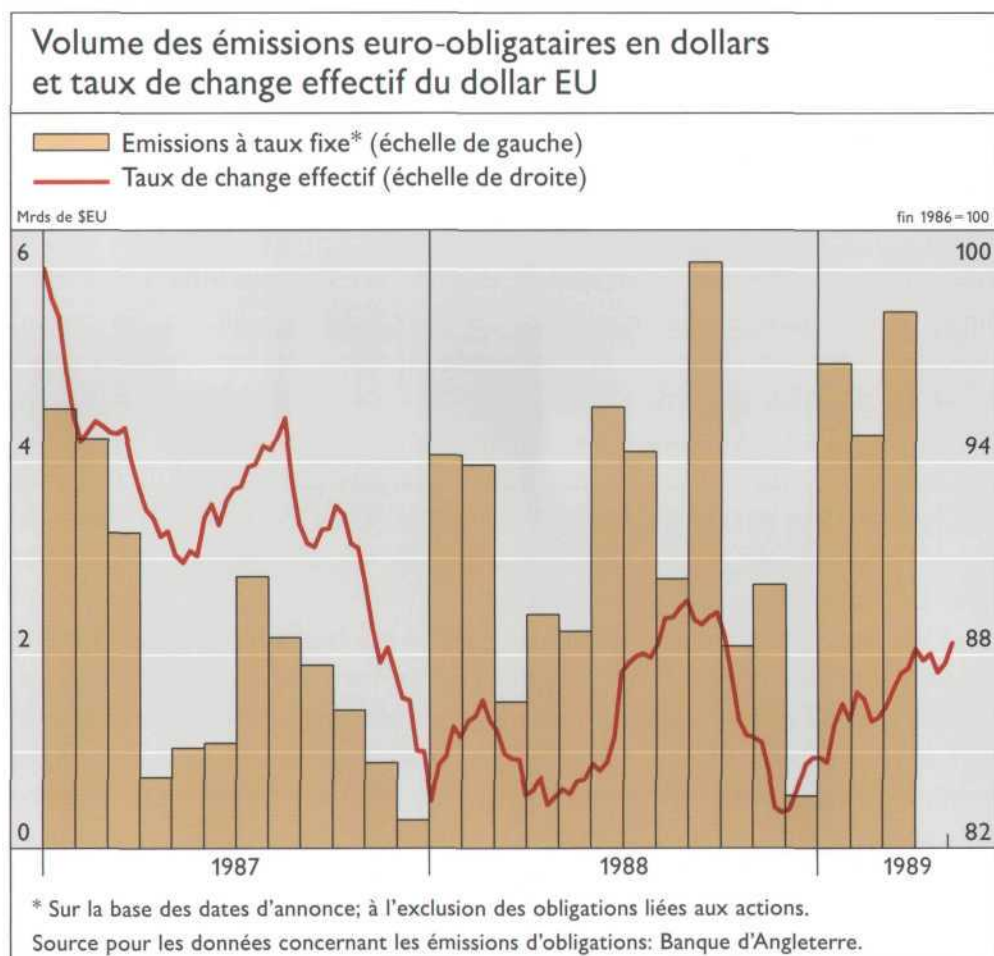
Facteurs
à l'origine de
l'accroissement
des émissions

s'était déjà accrue de 17% en 1986 à 28% en 1987, s'est élevée à 32%. Quatrièmement, les marchés obligataires internationaux ont peut-être bénéficié temporairement d'une désaffection des investisseurs pour les actions après la crise boursière de fin 1987. Enfin, l'activité primaire brute a été soutenue par un afflux croissant de capitaux provenant des amortissements.

Obligations classiques à taux fixe. Malgré la nette montée des taux d'intérêt à court terme et l'aplatissement des courbes de rendements, les émissions annoncées d'obligations classiques à taux fixe se sont vivement accrues, passant de \$121,3 milliards en 1987 à \$160,8 milliards. Les investisseurs ont été particulièrement sensibles à l'évolution sur les marchés des changes. Par voie de conséquence, l'activité primaire s'est nettement intensifiée dans les compartiments de certaines monnaies chaque fois que les conditions demeuraient favorables, évolution qui est allée de pair avec l'accroissement des opérations de swap.

La part du dollar dans le montant total des obligations classiques à taux fixe annoncées est remontée de 25% en 1987 à 29%, niveau qui demeure bien inférieur à ceux des années précédentes. Malgré une forte reprise immédiatement après la crise boursière, l'activité primaire au premier semestre de 1988 s'est de nouveau ressentie d'une recherche de la qualité. Les écarts de rendement entre l'eurodollar et les valeurs du Trésor américain sont demeurés exceptionnellement larges, et le volume moyen

Dynamisme
des émissions
d'obligations
classiques à taux
fixe en dollars



des émissions a été particulièrement important afin de répondre à la préférence des investisseurs pour la liquidité. Avec le raffermissement du dollar au cours de l'été, les entreprises américaines sont revenues sur le marché international, de sorte que les émissions en dollars ont alors vivement progressé. Au quatrième trimestre, cependant, en raison des offres publiques d'achat, d'une ampleur sans précédent, annoncées aux Etats-Unis (voir Chapitre IV) et, par conséquent, de la perte de crédit de nombreuses sociétés américaines, les cours en eurodollars des obligations des entreprises américaines ont nettement chuté et les émissions se sont pratiquement interrompues. La faiblesse passagère du dollar au cours de ce même trimestre a également contribué à ralentir les émissions en dollars.

La proposition d'instaurer, en Allemagne, une retenue à la source sur les revenus d'intérêts a joué un rôle important dans l'expansion des émissions internationales en deutsche marks, qui sont passées de \$12,9 milliards en 1987 au niveau record de \$21,2 milliards. De nombreux investisseurs ont délaissé le marché interne des obligations en deutsche marks, au point que les émetteurs étrangers, y compris les filiales de sociétés allemandes, ont été en mesure, dans certains cas, d'emprunter sur le marché obligataire international à des conditions plus favorables que le gouvernement fédéral allemand sur son marché national. Les émissions classiques à taux fixe en francs suisses ont vivement progressé au premier semestre de 1988. Cependant, comme les rendements à long terme demeuraient inférieurs à ceux d'autres monnaies et que le franc suisse continuait à s'affaiblir, le placement des nouvelles émissions est devenu de plus en plus difficile. Dans le même temps, un volume substantiel d'obligations en francs suisses en circulation a été remboursé et, malgré la reprise des émissions brutes, les nouveaux emprunts en francs suisses sont revenus, en termes nets, de \$2,4 milliards à \$1 milliard.

Le yen est la seule grande monnaie dont l'activité d'émission se soit contractée l'an dernier, précisément dans le secteur des obligations classiques à taux fixe, de \$21,9 milliards en 1987 à \$18,8 milliards. En termes nets, les nouveaux emprunts ont baissé de façon particulièrement marquée, revenant de \$18,5 milliards à \$11,6 milliards. Ce ralentissement a été essentiellement dû à trois facteurs: des circonstances défavorables aux swaps, des rendements faibles et le sentiment de certains investisseurs que le yen avait déjà atteint son maximum vis-à-vis du dollar. Dans ce contexte, les nouveaux emprunts en yens ont souvent pris la forme d'émissions spéciales liées à l'évolution de la Bourse de Tokyo.

Un trait marquant en 1987 et en 1988 a été le grand intérêt des investisseurs pour les obligations à coupon relativement élevé, c'est-à-dire libellées en monnaies comme la livre sterling, le dollar canadien, le dollar australien et, à certains égards, l'Ecu. Les émissions classiques à taux fixe en sterling sont passées de \$9,2 milliards en 1987 à \$11,7 milliards. L'appréciation du taux de change et la baisse des taux d'intérêt ont contribué à soutenir le volume d'émissions au premier semestre de 1988. Malgré la disparition de ces conditions favorables à la fin du printemps, l'activité a été stimulée dans une certaine mesure par une pénurie de titres à long terme, due au fait que

Incidence
de la retenue
à la source
en Allemagne

Stagnation des
émissions en yens

Prédominance
des émissions
en monnaies à
rendement élevé

Redressement
des émissions
liées aux actions

le gouvernement britannique a cessé d'emprunter sur le marché des fonds d'Etat, en raison de l'apparition d'un fort excédent du secteur public. Ainsi, pour une bonne part, les valeurs en livres émises sur le marché international ont finalement été acquises par les investisseurs institutionnels du Royaume-Uni. Les obligations classiques à taux fixe en dollars canadiens se sont chiffrées à \$13,2 milliards en 1988, soit 8% des émissions de cette nature. Toutefois, l'activité primaire n'a pas été régulière et s'est concentrée sur certaines périodes précises où elle était soutenue par les possibilités de swaps. Le secteur du dollar australien, qui avait été particulièrement dynamique en 1987, a quelque peu régressé. Les émissions en Ecus se sont nettement contractées durant l'été 1988 mais, les craintes d'un réaligement au sein du SME s'étant estompées, elles se sont vivement accélérées en fin d'année et le volume total d'émissions classiques à taux fixe est passé de \$7,2 milliards en 1987 à \$10,7 milliards.

Obligations liées aux actions. Après leur recul à la suite du krach boursier, les émissions liées aux actions se sont nettement redressées au premier semestre de 1988, de sorte que les émissions annoncées totalisent \$42,1 milliards sur l'ensemble de l'année, soit une baisse de \$1,6 milliard seulement par rapport à 1987. Les emprunteurs japonais ont représenté, à eux seuls, près de 85% de ce total et une proportion encore plus grande en termes de financement net. Les obligations assorties de bons de souscription d'actions, en dollars EU pour la plupart, ont constitué l'essentiel des nouveaux titres. L'activité a été particulièrement dynamique aux deuxième

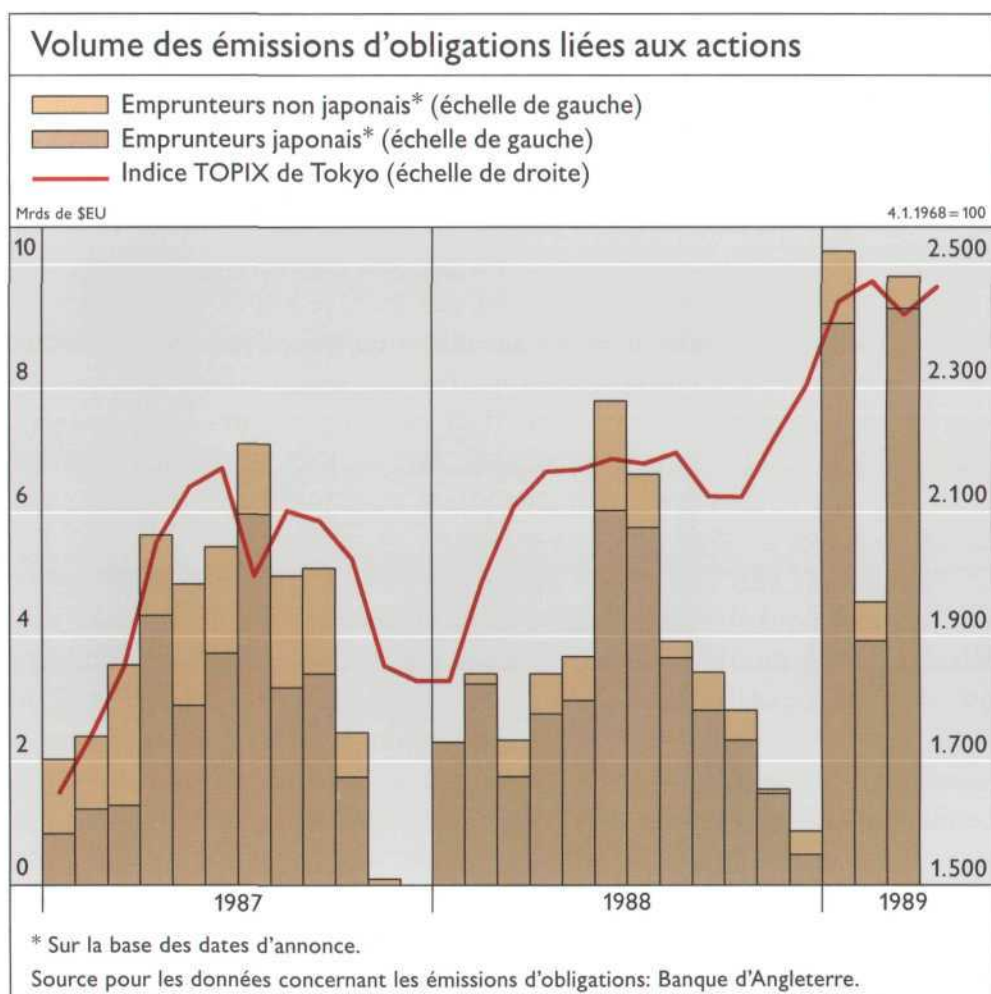
Structure par monnaie du marché obligataire international

		Nouvelles émissions				Montants			
		1985	1986	1987	1988	1982	1985	1987	1988
		en milliards de dollars EU							
Total des émissions	A	163,8	221,7	177,1	225,4				
	B	123,0	160,3	110,1	137,9	259,1	556,7	990,8	1.085,4
Dollar EU	A	98,6	121,6	63,3	83,0				
	B		79,7	31,0	44,6	145,5	314,8	425,8	469,9
Franc suisse	A	14,6	23,1	24,1	26,7				
	B		15,4	7,9	5,0	42,6	78,6	157,8	139,3
Yen	A	12,3	22,3	24,8	20,4				
	B		19,7	21,3	12,7	16,5	42,8	122,2	132,7
Deutsche mark	A	11,3	16,3	15,3	23,6				
	B		11,5	4,3	16,0	31,4	50,6	99,2	103,7
Livre sterling	A	6,4	11,4	15,2	23,4				
	B		10,9	13,9	20,4	4,6	19,1	54,8	73,4
Ecu*	A	7,5	7,0	7,6	11,3				
	B		5,9	7,5	9,7	3,2	16,5	41,0	46,5
Divers	A	13,1	20,0	26,8	37,0				
	B		17,2	24,2	29,5	15,3	34,3	90,0	119,9

Remarque: A = émissions brutes annoncées; B = émissions effectives, déduction faite des amortissements.

* A l'exclusion des obligations émises sur les marchés nationaux des emprunteurs.

Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.



et troisième trimestres, tandis que, en raison d'une saturation du marché durant les trois derniers mois de 1988, les obligations avec bons de souscription des sociétés japonaises ont alors fortement régressé malgré la vigueur de la Bourse de Tokyo. Environ 60% des émissions d'obligations convertibles ont été libellées en francs suisses et ont été réalisées en quasi-totalité par des emprunteurs japonais.

Notes à taux variables. Après être tombées à un minimum de \$12,1 milliards en 1987, les émissions de NTV annoncées sont remontées à \$22,4 milliards l'an dernier. Toutefois, la structure du marché s'est fortement modifiée par rapport à la période d'euphorie de 1984–86. Dans le compartiment du dollar, l'activité a stagné et le volume d'opérations sur le marché secondaire a de nouveau diminué, le climat demeurant perturbé par les séquelles de l'effondrement du secteur sans échéance et par ses répercussions sur les portefeuilles bancaires de NTV à échéance déterminée. Deux autres éléments ont affecté l'activité primaire: la contraction des besoins de financement des gouvernements et les conditions plus favorables sur les émissions à taux fixe assorties de swaps ou sur les titres à court terme. Il en est résulté un volume exceptionnellement important de remboursements de NTV libellées en dollars (\$15,8 milliards) et une forte proportion de placements privés. En revanche, les émissions de NTV des emprunteurs du

Modification
structurale du
marché des NTV

Royaume-Uni sur le marché de l'eurolivre sterling se sont accrues, passant de \$1,5 milliard à \$9,8 milliards. Pour une très large part, les emprunteurs ont été des sociétés et établissements spécialisés de crédit immobilier et les titres ont bénéficié de garanties hypothécaires.

En 1988, le marché des NTV a également été caractérisé par l'apparition de nouveaux instruments. En particulier, un montant important d'émissions (\$1,9 milliard) a pris la forme de notes à taux révisable, qui se distinguent des NTV traditionnelles en ce sens que la marge de rémunération au-dessus du taux d'intérêt de référence, tel le LIBOR, est révisée à chaque échéance, afin de tenir compte de la modification de la cote de crédit de l'émetteur ou des primes pratiquées. Par ailleurs, pour se mettre en conformité avec les nouvelles directives prudentielles, un grand nombre de banques ont émis des titres de dette subordonnée.

Modifications
dans la réparti-
tion par secteur
des emprunteurs

En ce qui concerne la *répartition par secteur* des emprunts obligataires internationaux l'an dernier, la part des gouvernements et institutions internationales a continué de diminuer par rapport à celle du secteur privé. En termes nets, les gouvernements ont fortement réduit leurs émissions, qui représentaient encore 17% en 1986 et n'ont été que de 6% en 1988. Cette évolution peut s'expliquer par la compression des déficits budgétaires dans des pays dont les gouvernements sont traditionnellement de gros emprunteurs sur les marchés internationaux et, d'autre part, par l'attrait d'autres marchés, comme celui des euro-effets, où les financements ont été moins onéreux. En 1988, cette désaffection à l'égard des marchés obligataires internationaux s'est reflétée, en particulier, dans des amortissements anticipés de \$8 milliards de NTV par les gouvernements. La part des institutions internationales a diminué de façon plus progressive et s'est traduite par un volume d'emprunts assez stable dans un marché en expansion.

Les émissions des banques et autres établissements financiers se sont fortement développées, et leur part globale dans les nouveaux financements nets s'est accrue de 37% en 1987 à 45%. Cette évolution a résulté en partie des nouvelles directives internationales en matière de fonds propres, mais d'autres facteurs d'ordre réglementaire, comme le projet de retenue à la source en Allemagne (qui a incité les banques allemandes à se procurer des fonds par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger), ont également contribué à cette expansion. La part des sociétés non financières dans le total des émissions nettes, qui avait fortement progressé en 1987, a légèrement fléchi. Cette baisse a été due à l'incidence conjuguée de la forte contraction des emprunts des entreprises américaines et du développement des émissions des sociétés japonaises. Globalement, les émissions des entreprises japonaises sur les marchés obligataires internationaux ont représenté, sur une base nette, 10% du volume total de leurs financements sur les marchés interne et international en 1988.

Pays d'origine
des émetteurs

S'agissant de la *répartition géographique* des emprunteurs, les ressortissants japonais ont été de loin les plus gros émetteurs en 1988, les titres liés aux actions ayant représenté les trois quarts des \$40 milliards de leurs nouveaux emprunts nets. Les résidents du Royaume-Uni ont largement doublé leur collecte, de \$9,5 milliards en 1987 à \$19,2 milliards. La clientèle

française, canadienne et autrichienne a aussi nettement développé ses emprunts sur les marchés obligataires internationaux. Les ressources nettes obtenues par les Etats-Unis, qui constituaient encore il y a quelques années un élément prépondérant, se sont de nouveau contractées, à \$6,6 milliards, et n'ont guère représenté que 5% du total net de l'activité primaire.

Au premier trimestre de 1989, les émissions annoncées d'obligations internationales se sont très fortement accrues, pour parvenir au niveau record de \$79,1 milliards. Ce sont les obligations liées aux actions qui ont été les plus dynamiques, leur marché primaire progressant de \$5,2 milliards au quatrième trimestre de 1988 à \$24,6 milliards, ce qui constitue la plus forte expansion trimestrielle jamais enregistrée. Les émetteurs japonais, qui ont bénéficié de la vigueur exceptionnelle de la Bourse de Tokyo, se sont taillé la part du lion. Le compartiment des obligations classiques à taux fixe, dans lequel les émissions ont atteint \$51,2 milliards, a été nettement influencé par les anticipations de taux de change et de taux d'intérêt. La fermeté du dollar et les opérations de swap ont stimulé les émissions

Evolution au
début de 1989

Volume
considérable
d'émissions liées
aux actions

Pays d'origine des émetteurs d'obligations internationales									
Emetteurs		Nouvelles émissions				Montants			
		1985	1986	1987	1988	1982	1985	1987	1988
		en milliards de dollars EU							
Japon	A	20,2	31,8	42,7	50,8				
	B		27,0	36,8	40,1	17,7	63,7	152,8	183,4
Etats-Unis	A	40,2	41,7	22,6	17,1				
	B		33,9	12,2	6,6	36,0	98,5	160,8	163,7
Canada	A	8,8	17,0	9,0	12,9				
	B		13,0	3,0	6,4	41,4	56,9	81,5	86,9
Royaume-Uni	A	14,4	20,2	11,1	25,9				
	B		17,5	9,5	19,2	11,1	29,8	64,2	81,8
France	A	11,9	13,4	8,5	16,4				
	B		5,6	3,3	10,1	18,4	39,0	57,9	65,4
Autres pays développés ¹	A	43,0	74,9	60,5	76,8				
	B		53,6	36,6	47,9	67,3	150,0	294,6	328,1
Pays en développement ²	A	6,2	3,0	2,2	3,7				
	B		0,5	-0,9	-1,1	18,0	27,9	34,0	31,9
Europe de l'Est	A	0,4	0,6	0,6	1,2				
	B		0,6	0,5	1,2	0,6	1,0	2,4	3,5
Institutions internationales	A	18,7	19,1	19,9	20,4				
	B		8,5	9,1	7,4	48,8	89,9	142,8	140,6
Total	A	163,8	221,7	177,1	225,4				
	B	123,0	160,3	110,1	137,9	259,1	556,7	990,8	1.085,4
Remarque: A = émissions brutes annoncées; B = émissions effectives, déduction faite des amortissements.									
¹ Autres pays déclarants de la BRI plus pays développés non déclarants. ² Pays en développement OPEP et hors OPEP.									
Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.									

d'obligations en dollars EU, qui sont passées de \$8,4 milliards au quatrième trimestre à \$19,3 milliards; cependant, en raison des incertitudes entourant les taux d'intérêt et de l'inversion de la courbe de rendements, les emprunts se sont nettement concentrés sur le compartiment à court terme. En ce qui concerne les autres monnaies, les obligations classiques à taux fixe se sont fortement accrues en yens, livres sterling, dollars canadiens et dollars australiens, mais se sont vivement contractées en francs suisses et en Ecus. Le premier trimestre a également été caractérisé par la forte proportion des émissions à taux fixe (20% environ) comportant des options non liées aux actions, notamment des clauses de remboursement anticipé, phénomène tout à fait inhabituel ces dernières années.

La situation de l'endettement international

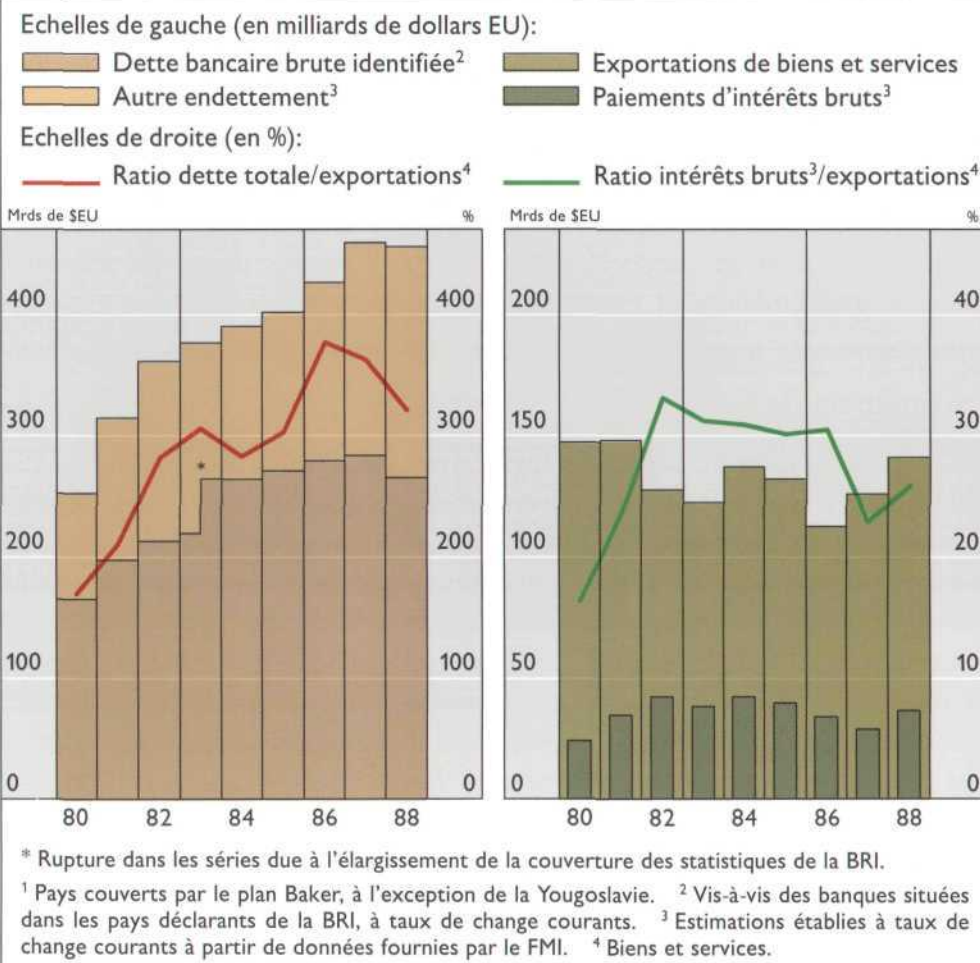
Persistance de problèmes dans les pays lourdement endettés

Malgré la poursuite de politiques restrictives, des efforts répétés sur la voie de réformes structurelles et une conjoncture internationale extrêmement propice, les pays en développement aux prises avec de graves problèmes d'endettement se sont heurtés à maintes difficultés l'année dernière. Dans les quatorze pays lourdement endettés à revenu moyen (les pays du plan Baker moins la Yougoslavie), la croissance économique s'est encore ralentie, le revenu par habitant a fléchi et le chômage a augmenté. Parallèlement, l'inflation s'est accélérée pour la deuxième année consécutive et a atteint des taux records nettement supérieurs à 200%. Exception faite de la réduction des taux d'inflation, la situation a été tout aussi sombre dans les pays d'Afrique subsaharienne, où le rythme rapide d'expansion démographique s'est reflété dans la chute particulièrement prononcée du revenu par habitant. En outre, comme on l'a vu dans les chapitres précédents, le ratio de l'investissement brut par rapport au PIB dans les deux groupes de pays est resté largement en deçà des niveaux d'avant 1982, et suffit à peine dans certains cas à maintenir la valeur du capital existant. Cela fait sérieusement douter des perspectives de solution à plus long terme du problème de l'endettement international par une accélération de la croissance économique.

Redressement des exportations et légère contraction de la dette dans les pays concernés par le plan Baker

Dans certains domaines importants, tels que les résultats des exportations et la réduction de la dette, les pays lourdement endettés à revenu moyen ont réussi à faire quelques progrès l'an dernier. Grâce à la période de prospérité qu'a connue le monde industriel, leurs exportations en volume ont progressé de 12%, taux de croissance inégalé depuis le déclenchement de la crise d'endettement, bien qu'une partie des gains ait été absorbée par une nouvelle détérioration des termes de l'échange. La dette totale de ce groupe a diminué pour la première fois durant la présente décennie. Bien que sa réduction ait été inférieure à 1%, la forte expansion des recettes d'exportations a concouru à ramener le ratio endettement total/exportations de 364% en 1987 à 323% en 1988, chiffre encore supérieur de 50% à celui enregistré à la veille de la crise (voir graphique page suivante). En revanche, le fort accroissement des taux d'intérêt à court terme du dollar l'an passé a contribué au rebond de 23% à 26% du ratio charges d'intérêts/exportations. La décote avec laquelle la dette de ces pays

Evolution de l'endettement extérieur et du service de la dette des principaux pays débiteurs¹



est négociée sur les marchés secondaires, et qui s'était déjà accrue fortement en 1987, est devenue encore plus grande.

L'évolution du commerce et de la dette en Afrique subsaharienne n'a guère été réconfortante. Les exportations en volume se sont en fait contractées de 0,5% en 1988, après avoir bien progressé au cours des deux années précédentes. Cette diminution a été accentuée par une détérioration de 2% des termes de l'échange de ces pays, qui a fait suite à une dégradation de plus de 8% l'année précédente. En outre, contrairement aux pays lourdement endettés à revenu moyen, l'Afrique subsaharienne a vu la totalité de sa dette extérieure s'accroître de près de 5%, à \$97 milliards, mais ce gonflement a résulté uniquement de l'expansion des engagements auprès des créanciers officiels et privés du secteur non bancaire. La dette envers les banques déclarantes de la BRI, qui représente moins du sixième de l'endettement total de ces pays, s'est contractée de \$1,7 milliard, pour s'établir à \$14,9 milliards. Du fait de ces évolutions, le ratio dette extérieure totale/exportations de l'Afrique subsaharienne a continué de croître, et a atteint 331%, contre 179% en 1981.

La réduction en 1988 de la dette extérieure totale des pays lourdement endettés à revenu moyen a essentiellement porté sur les engagements

Stagnation des exportations et alourdissement du fardeau de la dette en Afrique subsaharienne

La diminution de l'endettement bancaire s'est concentrée sur quelques grands pays

envers des banques déclarantes de la BRI, qui ont fléchi de \$19 milliards, soit de près de 7%, pour tomber à \$265 milliards. Cette contraction a été due toutefois en partie à l'appréciation du dollar EU. Après élimination de l'incidence des variations de change, la diminution a été de \$14 milliards, soit de 5%, et elle a été pour l'essentiel le fait du Mexique et du Brésil. Elle s'explique, entre autres, par l'augmentation marquée des conversions de dette. Le montant nominal de la dette convertie a plus que doublé, pour atteindre \$21 milliards. Etant donné que certaines opérations, telles que les échanges de dettes contre dettes, réduisent plutôt qu'elles ne suppriment l'endettement, la contraction nette attribuée aux conversions a été légèrement moins importante. Les transactions ont été concentrées surtout sur quatre pays, à savoir le Mexique, le Brésil, le Chili et l'Argentine, qui ont représenté plus de 90% du total. Néanmoins, des programmes de conversion de dette ont récemment été mis en place dans d'autres pays, en particulier le Nigeria et plusieurs pays de plus petite dimension.

Nouvel assouplissement des conditions des accords de rééchelonnement

Le nombre des accords de rééchelonnement conclus avec les banques commerciales est tombé de dix-sept, en 1987, à huit l'année dernière. Toutefois, en raison des montants élevés en jeu dans l'opération mise au point pour le Brésil, la dette rééchelonnée n'a diminué que de \$10 milliards, pour s'établir à \$83 milliards, tandis que les décaissements d'argent frais au titre d'accords de prêts concertés ont atteint quelque \$6 milliards. Dans le même temps, l'assouplissement des conditions des programmes de rééchelonnement, constaté ces dernières années, s'est poursuivi. L'échéance moyenne de la dette rééchelonnée s'est allongée de quatre ans, à dix-neuf ans, et la marge par rapport au LIBOR a continué de se contracter, tombant à 0,8%, contre environ 1% en 1987.

Le montage organisé pour le Brésil ...

L'accord auquel sont parvenus le Brésil et ses banques commerciales créancières en juin 1988 a été le premier programme de grande envergure négocié après le renforcement généralisé et important des provisions constituées en contrepartie du risque-pays par les banques sises aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, suite à la décision prise par Citicorp en mai 1987, qui avait reçu un large écho, d'augmenter de \$3 milliards ses provisions pour pertes éventuelles sur ses créances envers les pays en développement. L'accord brésilien a montré une nouvelle évolution dans les rapports entre les pays lourdement endettés à revenu moyen et leurs banques créancières. Il prévoyait le rééchelonnement de \$61 milliards de l'encours des crédits bancaires commerciaux à moyen et à long terme, l'octroi de \$5,2 milliards d'argent frais à moyen terme et la mise à disposition de quelque \$15 milliards de lignes de crédits interbancaires et de facilités de crédit commerciaux à court terme. En outre, il a reconnu la nécessité d'encourager davantage la participation des banques et a tenu explicitement compte des modifications des engagements de chacune des banques survenues depuis 1982. La principale innovation du montage brésilien a été son recours massif à des options attrayantes de conversion de dette. Ainsi, une bonne centaine des 700 banques créancières du Brésil ont échangé plus de \$1 milliard de créances contre des «obligations de sortie» («exit bonds») portant un intérêt de 6% et pouvant être converties, à leur valeur nominale,

... et ses «obligations de sortie»

Dettes extérieures de certains pays en développement							
	Montants					Variations, hors incidence des fluctuations de change	
	1983	1985	1986	1987	1988	1987	1988
	en milliards de dollars EU						
Brésil							
Endettement total	97,5	106,5	112,8	123,9	120,1		
dont: à l'égard des banques	71,3	76,9	81,1	81,0	75,9	-2,8	-3,9
Dépôts bancaires	11,4	16,6	16,8	13,5	16,2	-3,4	2,7
Mexique							
Endettement total	93,1	96,9	101,1	107,9	106,2		
dont: à l'égard des banques	72,1	74,5	74,2	75,8	69,3	-0,5	-5,8
Dépôts bancaires	18,0	21,9	23,0	30,1	24,5	6,5	-5,2
Argentine							
Endettement total	45,9	49,3	49,7	56,8	59,6		
dont: à l'égard des banques	27,4	28,9	32,4	35,3	35,1	1,6	0,4
Dépôts bancaires	8,7	9,2	8,5	10,2	11,7	1,5	1,6
Chili							
Endettement total	18,1	20,4	20,2	21,2	20,7		
dont: à l'égard des banques	13,1	14,3	14,0	12,9	11,0	-1,6	-1,7
Dépôts bancaires	3,7	3,4	3,1	3,5	4,3	0,4	0,8
Venezuela							
Endettement total	37,4	34,7	34,7	36,5	35,0		
dont: à l'égard des banques	28,3	25,8	25,1	25,0	25,5	-0,5	0,7
Dépôts bancaires	17,1	22,0	16,6	16,2	15,9	-0,6	-0,2
Nigeria							
Endettement total	18,6	19,5	24,5	28,7	28,5		
dont: à l'égard des banques	9,3	9,1	10,0	10,7	8,9	-0,5	-1,3
Dépôts bancaires	1,4	1,9	2,4	3,7	3,0	1,0	-0,6
Philippines							
Endettement total	24,1	26,2	28,9	30,0	29,9		
dont: à l'égard des banques	13,7	13,4	14,1	14,4	12,3	-0,4	-1,9
Dépôts bancaires	2,4	3,1	3,3	4,3	4,0	0,7	-0,2
Remarque: le terme «banques» désigne uniquement les établissements couverts par le système de déclaration de la BRI.							
Sources: BRI et Banque mondiale.							

en obligations du Trésor libellées en cruzados et indexées sur le taux d'inflation, obligations pouvant être vendues librement sur le marché brésilien. Quelque cinquante banques de plus petite taille ont converti la totalité de leurs créances à moyen et à long terme sur le Brésil par le biais de cette opération. Ces instruments de «sortie», et le choix de mars 1987 comme date de référence pour le calcul des diverses contributions aux nouveaux financements, ont modifié les parts des banques des différents pays, celles des banques japonaises s'accroissant.

Un second événement significatif en 1988 a été l'annonce, au sommet de Toronto, de l'intention du Groupe des Sept d'alléger la dette des pays les plus pauvres d'Afrique subsaharienne. Bien que le plan ne prévoie qu'une réduction modeste du fardeau de la dette de ces pays, la déclaration de

Réduction de la dette publique pour l'Afrique subsaharienne

Toronto marque un tournant, en ce sens qu'elle représente le premier plan établi d'un commun accord par les gouvernements pour alléger la dette officielle de tout un groupe de pays. Ici, comme pour les négociations avec les banques commerciales, une série d'options a été offerte aux créanciers. Les divers gouvernements peuvent annuler une partie du service de la dette, allonger les échéances et abaisser les taux d'intérêt sur les créances officielles bilatérales non assorties de conditions privilégiées.

Réticence accrue
des banques
à engager de
nouveaux fonds

Les opinions et les conditions se sont fortement modifiées depuis que le secrétaire au Trésor des Etats-Unis à cette date, M. James Baker, a conçu une stratégie pour résoudre la crise de la dette fondée en partie sur l'octroi de nouveaux crédits par les banques commerciales aux débiteurs en difficulté. Pour ce qui est de ces banques, elles se sont montrées de plus en plus réticentes à prêter à ces pays, puisque l'hypothèse sur laquelle reposait initialement l'octroi de ces nouveaux crédits, à savoir qu'ils amélioreraient la qualité de leurs créances en cours, ne semblait pas avoir été confirmée dans de nombreux cas par l'évolution ultérieure. A part quelques grandes banques internationales avec des engagements à long terme envers les pays en développement, les banques commerciales ont donc préféré réduire leurs risques envers les pays lourdement endettés. En outre, le renforcement des provisions et des fonds propres a diminué la vulnérabilité des banques et les a placées en meilleure posture pour s'opposer aux demandes de nouvelles ressources de la part des pays débiteurs. En conséquence, les prêts bancaires complémentaires envisagés par le plan Baker se sont dans l'ensemble fait attendre.

Les pays débi-
teurs dans l'im-
passe sur le plan
de l'ajustement

La capacité des pays en développement d'accroître encore plus leur endettement et la charge du service de la dette a également été remise en question. Un grand nombre de ces pays ont entrepris des efforts d'ajustement importants depuis 1982 et ont réalisé, principalement par une compression des importations et des investissements, des excédents commerciaux élevés. Hors paiements d'intérêts, l'excédent cumulé des paiements courants des quatorze débiteurs à revenu moyen s'est élevé à \$155 milliards depuis le début de la crise jusqu'à la fin de 1988, soit la moitié de leur endettement total à la fin de 1981. Les versements d'intérêts ont toutefois largement absorbé ces revenus et les pays ont vu leur dette s'accroître régulièrement, tandis que l'investissement nécessaire pour relancer la croissance économique et les échanges commerciaux n'étaient toujours pas au rendez-vous. Un plus grand volume d'emprunts extérieurs pourrait, à court terme, alléger certaines des contraintes de politique économique mais, en l'absence de réformes structurelles profondes, rien n'indique qu'il en résulterait une expansion des capacités d'exportation suffisante pour justifier l'accroissement supplémentaire concomitant du coût du service de la dette.

Il n'est pas difficile de comprendre l'opposition parmi les pays débiteurs au maintien de l'intégralité du service de la dette. Les coûts sont élevés, immédiats et évidents pour tous, tandis que les avantages semblent quelque peu lointains. Il y a également le sentiment généralisé qu'une bonne partie des bénéfices économiques internes profiteront aux créanciers étrangers par le biais d'une augmentation des transferts nets. L'abaissement du

niveau de vie et l'agitation sociale et politique croissante en réaction aux mesures d'ajustement donnent à penser que les possibilités de réaliser les indispensables modifications fondamentales de politique économique se sont réduites. Un symptôme de la situation désespérée de quelques-uns des pays débiteurs et de la détérioration correspondante de l'engagement d'assurer le service de la dette est l'accumulation importante d'arriérés, qui ne s'est pas limitée à l'endettement à l'égard des gouvernements et des banques commerciales. Bien que le nombre des pays défaillants ait diminué, les arriérés de principal et d'intérêts dus au FMI ont fortement progressé l'an passé, pour atteindre quelque 10% des créances du Fonds.

Suite à l'annonce par le Président Bush d'un réexamen approfondi de la stratégie de réduction de la dette des pays en développement, Nicholas Brady, le secrétaire au Trésor des Etats-Unis, a présenté plusieurs idées pour compléter et modifier l'approche en cours. Une grande partie de ces idées s'inspirent de propositions antérieures japonaises et françaises et ont ensuite été approuvées par les principaux pays industriels lors de leur réunion à Washington. L'idée maîtresse en est d'accorder, au cas par cas, une réduction de l'endettement et du service de la dette parallèlement à de nouveaux crédits pour fournir un soutien financier aux pays débiteurs qui entreprennent des réformes économiques fondamentales et convaincantes. La principale différence entre cette nouvelle approche et les opérations ad hoc de réduction de dette qui ont été effectuées jusqu'à présent est la proposition d'utiliser les fonds du FMI et de la Banque mondiale à de telles fins. En outre, pour faciliter la réduction de la dette, il a été recommandé de négocier, pour une période limitée, la suspension des dispositions figurant dans les accords de prêts existants qui s'opposent aux programmes de réduction de l'endettement et du service de la dette. Les gouvernements des grands pays industriels ont également décidé de réexaminer les pratiques réglementaires, fiscales et comptables susceptibles d'entraver de manière injustifiée l'aptitude des banques à accorder une aide pour la réduction de l'endettement et du service de la dette.

Etant donné qu'un grand nombre de détails n'ont pas encore été mis au point et du fait également que le plan prévoit des négociations volontaires entre les débiteurs souverains et leurs banques commerciales créancières au cas par cas, il n'est pas possible de déterminer avec précision le montant total de l'allègement de l'endettement et du service de la dette qui pourrait être réalisé. Selon les estimations du Trésor des Etats-Unis, la dette de trente-neuf pays qui ont rééchelonné depuis 1982 leur endettement à l'égard des banques commerciales pourrait être réduite d'environ \$70 milliards, soit de 20%, sur une période de trois ans et les versements d'intérêts de \$20 milliards. Ces chiffres dépendent essentiellement des hypothèses concernant les décotes qui seraient appliquées aux opérations de réduction de l'endettement et du montant de ressources que les institutions multilatérales consacraient à la réduction de l'endettement et du service de la dette. Le Trésor des Etats-Unis a donné à entendre qu'un montant de \$20 milliards à \$25 milliards des prêts du FMI et de la Banque mondiale pourrait être utilisé à cette fin sur une période de trois ans. Le

La proposition Brady pour une modification de la stratégie actuelle de l'endettement

Ampleur possible de l'allègement de la dette

Japon a réitéré l'offre qu'il avait faite précédemment de fournir des financements privilégiés, parallèlement à ceux accordés par les institutions internationales.

Rôle des institutions de Bretton Woods

Les institutions de Bretton Woods pourraient utiliser leurs ressources de diverses manières pour réduire le fardeau de la dette et encourager la participation des banques aux opérations de restructuration. Elles pourraient financer les rachats de créances avec d'importantes décotes, ce qui réduirait à la fois les obligations au titre de l'endettement et du service de la dette. Le produit de leurs prêts pourrait encore être affecté à l'achat d'actifs destinés au nantissement de nouveaux instruments de dette à valeur nominale plus faible que les anciens ou à garantir directement des paiements d'intérêts réduits sur des dettes inchangées. Des techniques analogues pourraient être utilisées pour soutenir les crédits additionnels des banques commerciales.

Modification de la stratégie d'octroi de prêts du Fonds

Conformément aux suggestions du secrétaire au Trésor des États-Unis, le FMI reconsidère actuellement sa politique en ce qui concerne le lien entre ses prêts et les accords de restructuration des banques commerciales. Dans le passé, le FMI était réticent à engager des fonds avant qu'une «masse critique» n'ait été assurée pour le financement du déficit prévu de la balance des paiements de l'emprunteur. Cela signifiait en pratique que la mise au point définitive des programmes du Fonds supposait qu'au préalable les accords de restructuration de la dette bancaire soient en grande partie réalisés. Cependant, en avril 1989, avant même que le Mexique ait commencé des négociations officielles avec ses banques commerciales créancières, le FMI a fait savoir qu'il lui accorderait \$3,6 milliards. Dans sa lettre d'intention, le Mexique retenait des hypothèses en ce qui concerne le niveau, mais non la forme, du refinancement qu'il comptait négocier avec les banques commerciales. Cette nouvelle approche veut éviter des retards coûteux dans la mise en œuvre des programmes indispensables d'ajustement dans les pays débiteurs, l'hypothèse implicite étant que les banques commerciales concéderont par la suite des avantages équivalents.

Répercussions éventuelles de la nouvelle stratégie sur le comportement des banques

Le soutien officiel apporté à l'allègement de la dette affectera nécessairement la volonté des banques commerciales de prêter des ressources supplémentaires aux débiteurs en difficulté. Dans la mesure où cela améliorera l'aptitude des pays en développement à faire face à leurs obligations et empêchera l'accumulation d'arriérés, la réduction de la dette tendra à atténuer la réticence des banques à accroître leurs risques. Cependant, il semble plus probable que l'allègement de la dette consenti par les banques à l'instigation de leurs propres gouvernements peut les rendre même plus hésitantes à prêter des ressources supplémentaires sans des garanties officielles explicites. Comment les directions des banques pourraient-elles justifier vis-à-vis de leurs actionnaires l'octroi de nouveaux crédits à des conditions pratiquement inchangées lorsque des créances identiques peuvent être achetées sur le marché secondaire avec une forte décote?

Les avantages...

En réduisant les obligations de l'endettement et du service de la dette, la nouvelle stratégie pourrait fournir aux pays débiteurs le répit dont ils ont besoin pour effectuer les ajustements de politique économique fondés sur

la croissance, qui auraient été trop douloureux autrement pour pouvoir être acceptés au plan politique. De plus, si sa mise en œuvre est couronnée de succès, elle devrait permettre d'éviter l'accumulation désordonnée d'arriérés ainsi que les perturbations et le climat de confrontation qui lui sont généralement associés.

En revanche, les nouvelles propositions d'allégement du fardeau de la dette comportent certains dangers. En suscitant des attentes excessives, elles risquent de retarder la conclusion d'accords et de persuader les gouvernements de suspendre leurs programmes de conversion de dette en cours. De plus, des systèmes d'endiguement général de la dette fondés sur les valeurs du marché secondaire peuvent facilement engendrer des incitations néfastes. Plutôt que de mettre en œuvre les réformes indispensables, il peut être tentant pour certains pays d'essayer de manipuler à la baisse la valeur de marché de leur dette, de façon à pouvoir tirer le maximum des systèmes d'allégement. Enfin, une stratégie qui ne fournit de l'aide qu'aux pays en difficulté risque d'être considérée comme injuste vis-à-vis des pays qui ont effectué des programmes d'ajustement fort onéreux, et en fin de compte efficaces, et qui ont pleinement satisfait aux obligations du service de leur dette.

Le fond du problème est de savoir comment promouvoir les indispensables réformes et politiques macro-économiques orientées sur la croissance. Jusqu'à présent, le processus de rééchelonnements successifs a assuré une surveillance continue par le FMI et la Banque mondiale. La réduction de la dette, qui est une opération unique, ne se prête pas à une telle surveillance, sauf si elle s'effectue par étapes. De plus, en vue de permettre un accroissement soutenable des flux nets de fonds vers les pays débiteurs, elle devra s'appuyer sur l'octroi de nouveaux prêts.

Le montant élevé d'actifs détenus à l'étranger par les résidents constitue une source supplémentaire et potentiellement très importante de capitaux pour les pays en difficulté, qui souligne l'importance cruciale de l'application de politiques saines. On ne dispose pas de données précises sur ces avoirs mais, comme le donne à penser le tableau ci-après, leur accroissement a pu représenter, dans un grand nombre de pays d'Amérique latine au cours de la période de dix ans se terminant en 1987, un volume considérable et même dépasser le montant de leur dette actuelle à l'égard des banques commerciales.

Ces actifs sont toutefois détenus pour l'essentiel par le secteur privé et les résidents ne sont probablement pas plus enclins, dans les conditions actuelles, à investir dans leur pays d'origine que les banques commerciales ou autres créanciers étrangers. Le rapatriement de «capitaux évadés» est généralement davantage une conséquence des améliorations fondamentales de la situation à domicile qu'un moyen de les obtenir. Il peut même arriver que les dispositifs de réduction de la dette, par exemple les programmes de conversion qui reviennent en fait à subventionner les importations de capitaux, engendrent des sorties temporaires, les résidents essayant de tirer profit des taux de change préférentiels souvent utilisés en liaison avec les accords de conversion de dette.

... et les dangers
de l'allégement
de la dette

Nécessité
de poursuivre
la conditionnalité

Le rôle des
«capitaux évadés»

Variations cumulées des positions extérieures de certains pays en développement, 1978-87

	Balance cumulée des paiements courants	Investissement direct net plus variation des réserves	Variation de la dette extérieure totale ¹	Erreurs et omissions ²	Engagements à l'égard des banques déclarantes de la BRI à fin 1988
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) + (2) + (3)	(5)
en milliards de dollars EU					
Argentine	-23,5	9,5	45,4	31,4	35,1
Bolivie	- 2,8	0,3	3,8	1,3	0,4
Brésil	-71,4	21,0	82,5	32,1	75,9
Chili	-17,7	0,8	15,4	-1,5	11,0
Colombie	-10,1	2,2	12,0	4,1	6,9
Costa Rica	- 3,7	0,3	3,4	0,0	0,9
Equateur	- 6,0	1,2	8,1	3,3	4,9
Mexique	-28,8	8,2	76,7	56,1	69,3
Pérou	- 6,5	0,2	8,9	2,6	4,6
Uruguay	- 2,2	0,6	3,1	1,5	2,0
Venezuela	9,2	3,7	25,8	38,7	25,5

¹ Comprend la variation en dollars courants de l'endettement extérieur et l'utilisation de crédits FMI. ² Comme le solde des paiements courants est égal à la modification de la position créditrice extérieure nette, cette colonne représente la variation du montant d'avoirs et d'engagements extérieurs non incluse dans les deuxième et troisième colonnes. Le principal élément manquant est la constitution d'avoirs privés à l'étranger. Ce poste ne rend pas compte des sorties de capitaux résultant de la sous-facturation des exportations ni de la surfacturation des importations, pratiques assez répandues dans certains de ces pays.

Sources: FMI et Banque mondiale.

Importance cruciale de l'établissement de liens entre l'allégement de la dette et les réformes économiques fondamentales

Pour conclure, il ne fait guère de doute que la réduction de l'endettement, si elle est convenablement mise en œuvre, peut contribuer de manière décisive à la résolution des problèmes des pays lourdement endettés. La diminution du service de la dette, accompagnée de prêts complémentaires et d'un retour des «capitaux évadés», pourrait améliorer sensiblement les flux nets de fonds et permettre de retrouver des ratios d'investissement plus élevés et des taux plus satisfaisants de croissance économique. Cependant, les nouveaux prêts spontanés des banques commerciales et le rapatriement de tels capitaux ne se produiront qu'en présence de perspectives évidentes d'améliorations permanentes de la santé économique des pays concernés. Une solution durable aux problèmes des pays débiteurs ne peut être obtenue que si le répit fourni par l'allégement de la dette est utilisé pour créer des conditions macro-économiques stables et mettre en œuvre les indispensables réformes structurelles axées sur la croissance. Dans ce sens, les idées de base du plan Baker sont plus valables que jamais.

VI. Evolutions et politiques monétaires

Faits saillants

Confrontée à l'accélération inattendue de la croissance économique de l'an dernier, la politique monétaire de nombreux pays industriels a dû de plus en plus prendre en compte le risque d'apparition de tensions dans l'appareil productif. Les taux d'intérêt à court terme ont continué à fléchir dans les principaux pays au début de 1988, alors que les perspectives économiques étaient encore obscurcies par le krach boursier et la faiblesse du dollar, mais, par la suite, les taux des marchés monétaires se sont progressivement raffermis. Contrairement à l'année précédente, les taux à long terme ont enregistré une augmentation faible, voire nulle, pendant la majeure partie de 1988, de sorte que la courbe de rendements s'est aplatie ou inversée.

En partie parce que les marchés en sont venus à faire de plus en plus confiance aux engagements des autorités en matière de taux de change, les capitaux privés se sont massivement déplacés vers les pays à taux d'intérêt nominaux relativement élevés. La Réserve fédérale ayant cherché à ralentir le rythme rapide de la croissance économique interne, la montée des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis a renforcé les pressions à la hausse du dollar EU face aux autres grandes monnaies. Au Japon, où les prix sont demeurés pratiquement stables, la politique monétaire a continué d'être conçue de façon à favoriser le processus d'ajustement international des paiements courants, et les taux d'intérêt à court terme n'ont que peu progressé. En Allemagne, en revanche, la politique sur les marchés des changes et en matière de taux d'intérêt à court terme a pris en considération la dépréciation du deutsche mark, qui menaçait la stabilité des prix internes, ainsi que l'apparition de pressions sur les capacités de production.

Les mouvements de capitaux, qui ont affaibli la position du deutsche mark face au dollar EU, ont contribué à la stabilisation des parités au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen, à partir du moment où les autorités sont parvenues à convaincre le marché qu'elles n'envisageaient pas un réalignement des cours-pivots. La France, la Belgique et les Pays-Bas ont également bénéficié l'an passé d'une accélération de la croissance économique et ont laissé leurs taux d'intérêt à court terme s'élever jusqu'aux niveaux que des considérations internes paraissaient justifier. En Italie, où la croissance de l'économie a été relativement forte, les entrées de capitaux ont entravé l'action menée en vue de parvenir à un degré souhaitable de discipline monétaire. Les mouvements de capitaux ont également orienté à la hausse les monnaies de nombreux autres pays à taux d'inflation comparativement élevés et à balance des opérations courantes en position de faiblesse, dans la mesure où ils ont été amenés à durcir leur politique monétaire pour enrayer l'accumulation de tensions inflationnistes.

Des situations de cette nature se sont parfois produites dans les pays suivants: Royaume-Uni, Canada, Espagne, Portugal, Suède, Norvège, Finlande et Australie.

Comme les relations entre l'expansion de la masse monétaire, l'activité économique et le rythme d'inflation sont largement influencées par les variations des taux de change et par des facteurs spéciaux, la politique monétaire des principaux pays n'a pas été étroitement axée sur le contrôle des taux de progression des agrégats monétaires. L'an dernier, réagissant vivement aux mouvements des taux d'intérêt, l'accroissement des principaux agrégats s'est ralenti aux Etats-Unis, mais il a continué à un rythme rapide au Japon et en Allemagne. Le taux d'expansion monétaire s'est accéléré au Royaume-Uni et au Canada. Faute de faire confiance à une mesure de la masse monétaire qui leur serve de point d'ancrage, les autorités des principaux pays se sont laissé guider par divers indicateurs reflétant l'évolution des marchés des capitaux et de l'économie pour tenter d'apprécier l'orientation à donner à la politique monétaire.

Alors qu'en 1988 la hausse des prix était demeurée généralement modérée et que les politiques suivies avaient contribué à tempérer les préoccupations du marché au sujet de l'inflation, nul ne sait aujourd'hui si les modifications apportées aux politiques monétaires parviendront à ralentir suffisamment la croissance économique pour contrecarrer l'accumulation de tensions inflationnistes qui s'est produite.

Politique monétaire des principaux pays industriels

Politique monétaire et considérations d'ordre interne et externe

Hausse généralisée des taux d'intérêt à court terme

Les autorités monétaires des plus grands pays industriels ont provoqué un relèvement des taux d'intérêt sur les marchés monétaires à compter du printemps de l'an dernier en réaction à des indications d'une vigueur croissante de l'activité économique et, dans de nombreux cas, à des signes d'une accentuation de la hausse des coûts de production. En effet, c'étaient peut-être là les signes avant-coureurs d'une accélération de la hausse tendancielle des prix à la consommation. Contrairement à ce qui s'était passé en 1987, les marchés des obligations et des actions n'ont pas réagi de façon défavorable à l'augmentation du loyer de l'argent à court terme; l'aplatissement ou l'inversion des courbes de rendements, devenu évident durant l'été et l'automne, a même été largement interprété, à dire vrai, comme un signe que le marché faisait confiance à la politique de resserrement monétaire décidée en temps utile pour endiguer l'inflation.

Entrées de capitaux dans les pays à taux d'intérêt relativement élevés

Après que les anticipations de taux de change eurent pris une tournure différente, grâce sans doute en partie à la plus grande crédibilité accordée à l'engagement des autorités de s'opposer à un nouveau repli du dollar et grâce aussi à une amélioration du commerce extérieur américain, les entrées de capitaux privés aux Etats-Unis ont enregistré une forte progression. Il n'a pas été nécessaire de procéder à des achats massifs de dollars pour soutenir la monnaie américaine. De fait, les réserves de change de l'Allemagne se

sont notablement contractées l'an dernier, principalement en raison des interventions effectuées sur les marchés des changes pour modérer la hausse du dollar EU. Les réactions des mouvements de capitaux internationaux aux taux d'intérêt nominaux relativement élevés ont, à certains moments, posé de graves dilemmes aux autorités monétaires du Royaume-Uni, du Canada et d'Italie. Pour parvenir au degré de resserrement monétaire que les conditions semblaient exiger dans ces pays, il est apparu indispensable de laisser s'apprécier la monnaie nationale. La revalorisation des cours de change était censée contribuer directement à tempérer les hausses des coûts et des pressions de la demande, au prix toutefois d'une détérioration supplémentaire de la balance des paiements courants. Mais, si l'on ne parvenait pas, en particulier, à empêcher une certaine montée de l'inflation sous-jacente, un taux de change plus élevé risquait fort de se révéler insoutenable à moyen terme.

Les réactions des autorités monétaires à de telles situations ont été fonction de l'importance qu'elles accordaient à la stabilité des taux de change comme point d'ancrage pour la politique monétaire et les anticipations inflationnistes à plus long terme. Certes, on a évité un réaligement des cours-pivots au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen, mais, dans un contexte plus général, on a pu observer que de nombreux pays avaient de toute évidence changé leur attitude et assigné à la politique monétaire une plus grande priorité pour essayer de lutter contre la surchauffe de l'économie nationale et la résurgence de l'inflation. Il ne faut pas voir dans cette évolution un recul de la coopération internationale, laquelle est, au contraire, allée de l'avant, comme l'illustrent les interventions concertées pour limiter la revalorisation du dollar ainsi que la poursuite des consultations. L'absence de graves tensions sur les marchés des capitaux et des changes semble témoigner de la plus grande crédibilité de la concertation des politiques de change. Mais, au fur et à mesure que l'expansion économique s'est intensifiée et a gagné des pays où la croissance avait été lente jusqu'alors, les conflits entre objectifs internes et externes ont eu tendance à disparaître, et c'est le risque inflationniste qui a alors été généralement reconnu comme prioritaire.

Priorité accrue
à la lutte contre
l'accélération
de l'inflation

Aux Etats-Unis, le taux des fonds fédéraux a régulièrement progressé de mars à août 1988, la Réserve fédérale réagissant aux indices de plus en plus clairs d'une forte croissance économique par un resserrement de la position de réserves des banques. La crainte qu'à défaut d'une plus grande rigueur monétaire l'inflation ne s'accélère a fait accepter une certaine appréciation du dollar. On pouvait évidemment faire valoir que, si on laissait les prix et les coûts aux Etats-Unis suivre une évolution différente de celle des autres pays, le processus d'ajustement des paiements courants se trouverait entravé à plus long terme. En automne, la croissance économique a semblé se ralentir pendant un temps, et les rendements obligataires ont même chuté. A la fin de l'automne, cependant, la Réserve fédérale a constaté une persistance de la poussée inflationniste et, à partir de novembre, elle a provoqué un nouveau relèvement des taux d'intérêt à court terme. Pour afficher clairement l'orientation de sa politique monétaire,

Restriction
monétaire
aux Etats-Unis
et appréciation
du dollar EU

elle a augmenté son taux d'escompte à deux reprises, en août 1988, puis en février 1989.

Léger resserrement au Japon

Bien que la croissance économique ait continué d'être très soutenue au Japon, les incidences sur les coûts et la concurrence des importations résultant de la forte appréciation antérieure du yen, ainsi qu'une vigoureuse réaction de l'offre dans l'économie nippone, ont contribué à maintenir la stabilité des prix à la consommation en 1988 alors que les prix de gros ont en fait fléchi. Les pressions à la baisse du yen, au printemps et en été, sont restées modérées et n'ont pas donné lieu à des interventions officielles sur les marchés des changes. Un certain raffermissement des taux d'intérêt à court terme a été accepté, mais la hausse a été bien moindre que dans les autres grands pays. Le renversement presque intégral, après le mois d'octobre, du mouvement précédent de dépréciation du yen vis-à-vis du dollar EU a milité contre un resserrement plus prononcé de la politique monétaire, et la Banque du Japon n'a pas modifié son taux d'escompte.

Réactions en Allemagne devant la faiblesse du deutsche mark et la vigueur de la croissance économique

En Allemagne, en revanche, où la production a presque atteint le taux maximum d'utilisation des capacités, la dépréciation du deutsche mark vis-à-vis du dollar EU, qui a dépassé 20% entre janvier et août 1988, et sa faiblesse vis-à-vis d'un certain nombre de devises n'appartenant pas au SME ont été en partie responsables des tensions à la hausse sur les prix internes. Entre les mois de juin et d'août, dans un contexte marqué par des interventions massives sur les marchés des changes, la Bundesbank a progressivement augmenté les taux des adjudications grâce auxquelles elle approvisionne les banques en liquidités et a aussi relevé son taux d'escompte et son taux lombard. Dans les compartiments à court terme, les taux se sont fortement tendus au cours de cette période et plus encore à partir de décembre, suivant en cela les taux des adjudications de la Bundesbank. Il est alors apparu clairement qu'une vigoureuse croissance économique se produisait en Allemagne ainsi que dans la plupart des autres pays membres du mécanisme de change du SME. Entre décembre 1988 et avril 1989, les banques centrales de Belgique, des Pays-Bas, de Suisse et d'Autriche ont emboîté le pas à la Bundesbank et relevé à plusieurs reprises les taux officiels affichés. A l'instar du Japon, les rendements des obligations se sont également accrus à la fin de 1988 et au début de 1989.

Retour au resserrement monétaire en France également

En France, après les niveaux élevés enregistrés fin 1987, le repli des taux d'intérêt s'est poursuivi sur les marchés jusqu'en juin 1988, le franc français se raffermissant légèrement à l'intérieur de la bande de fluctuation du SME. Bien que l'on ne se soit pas attendu à des pressions inflationnistes excessives, sous réserve toutefois d'une poursuite de la modération salariale, l'existence d'un léger déficit de la balance des paiements courants a semblé requérir des niveaux de taux d'intérêt de nature à favoriser l'épargne privée interne. A partir du mois d'août, des hausses du taux des appels d'offres de la Banque de France ont entraîné une élévation progressive des taux à court terme du marché monétaire et, au début de 1989, les rendements des obligations ont, eux aussi, vivement progressé.

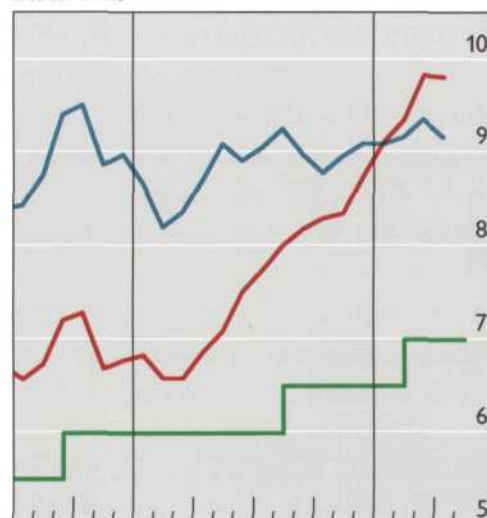
Dilemme au Royaume-Uni...

Le Royaume-Uni a connu une situation qui a été décrite à la fin du printemps de 1988 comme l'exemple typique d'un excès de demande

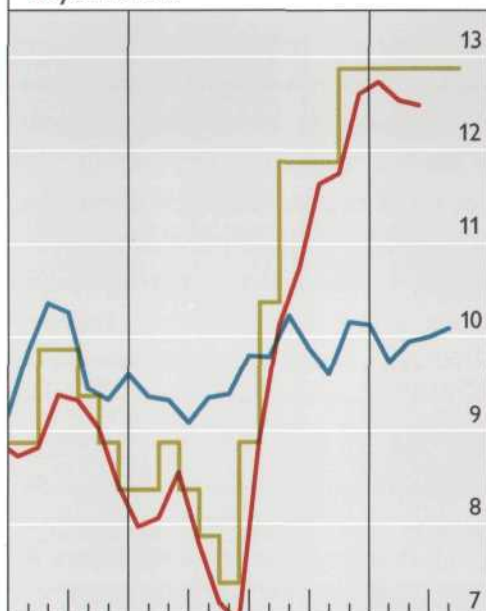
Taux d'intérêt officiels et taux du marché

-  Taux des appels d'offres de la banque centrale¹
-  Taux d'escompte officiel publié
-  Taux maximum publié des concours de la banque centrale²
-  Taux de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire
-  Rendement des obligations d'Etat

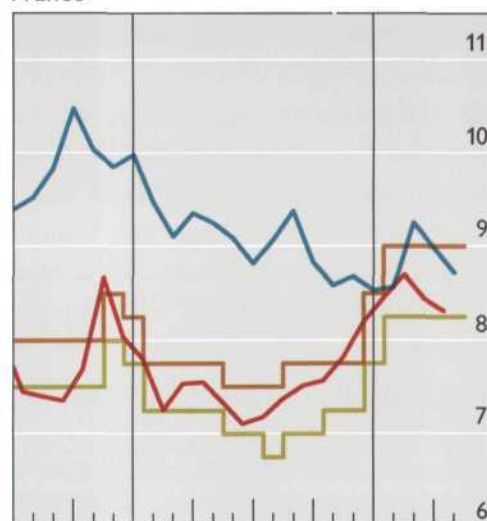
Etats-Unis



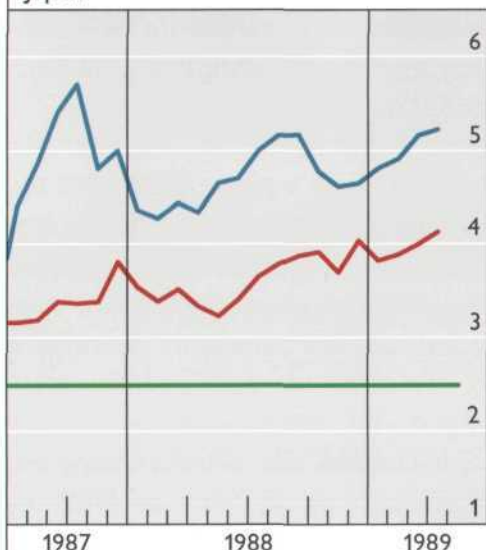
Royaume-Uni



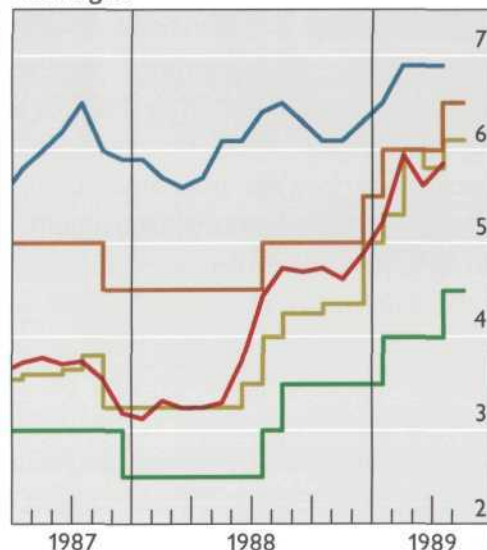
France



Japon



Allemagne



¹ Pour le Royaume-Uni, achats d'effets de commerce à très court terme. ² Pour l'Allemagne, taux lombard; pour la France, pensions contre effets à l'initiative des banques.

aboutissant, par débordement, à un déficit de la balance des paiements et à des pressions salariales accrues. La cause en a été attribuée au niveau trop bas des taux d'intérêt à court terme, découlant lui-même de la politique antérieure qui visait à empêcher un raffermissement de la livre sterling par rapport au deutsche mark. Toutefois, la compétitivité de l'industrie britannique avait été un souci majeur lors du choix de l'objectif implicite de taux de change, et un certain nombre d'indicateurs financiers et économiques signalaient depuis quelque temps déjà le besoin de durcir la politique monétaire. Après l'abandon du taux de change plafond, les autorités ont favorisé une hausse par paliers des taux d'intérêt à court terme entre mai et août et un relèvement beaucoup plus rapide en octobre. La réaction des taux d'intérêt à long terme a été étonnamment faible. Il est difficile d'évaluer quelle a été l'incidence – outre les entrées de capitaux – de la politique de financement du gouvernement. Les autorités procèdent désormais à des rachats nets de titres de la dette publique, pour des montants substantiels correspondant approximativement au solde positif du budget de l'Etat; ces rachats ont atteint près de £7 milliards pendant l'exercice budgétaire clos en mars 1989, contre un besoin de financement net de £0,9 milliard en 1987–88.

... en Italie ...

En Italie, de puissantes pressions exercées par la demande et alimentées par un déficit budgétaire élevé, ainsi que des augmentations des coûts de production, se sont traduites par une accélération sensible de la hausse des prix à la consommation à la fin de l'année dernière. A partir de juillet, les taux d'intérêt à court terme, qui atteignaient déjà un niveau relativement élevé, se sont encore accrus et la lire s'est peu à peu revalorisée au sein de la bande large du SME. En février 1989, dans le contexte d'une forte expansion des crédits bancaires à l'économie, et particulièrement des prêts en devises financés par l'étranger, l'obligation de constituer des réserves a été étendue aux engagements nets des banques en monnaies étrangères. En mars, soucieuse de donner un signal sans équivoque, la Banque d'Italie a relevé d'un point son taux d'escompte officiel.

... et au Canada

Bien que les prévisions concernant la vigueur de l'activité économique au Canada aient été révisées à la hausse à plusieurs reprises en 1988, il est clairement apparu à la fin de l'année que les pressions de la demande et sur les coûts avaient été constamment sous-estimées. Les taux d'intérêt à court et à long terme se sont peu à peu tendus, à un rythme qui a permis de préserver globalement leur écart par rapport aux taux américains correspondants.

Le cadre d'objectifs monétaires

La politique monétaire n'a pas été étroitement axée sur les agrégats de monnaie

L'année dernière encore, la politique monétaire des pays industriels n'a pas été étroitement axée sur un contrôle de la masse monétaire; cela étant, l'argument suivant lequel l'absence de tensions inflationnistes rendait ce contrôle inutile a perdu de plus en plus de poids. L'idée que la croissance de la quantité de monnaie tend à avoir des conséquences à plus long terme sur les rythmes d'inflation a encore amené de nombreux pays à publier des

Agrégats de monnaie et du crédit: objectifs et taux d'expansion							
Pays et agrégats ¹	Objectif ² pour			Expansion de la monnaie ou du crédit			
				Période de référence ⁴		Variation sur quatre trimestres ⁵	
	1987 ³	1988 ³	1989 ³	1987	1988	1988 T1	1989 T1
en %							
Etats-Unis M ₂	5½-8½	4-8	3-7	4,2	5,2	4,2	4,1
M ₃	5½-8½	4-8	3½-7½	5,7	6,3	5,8	5,5
EITANF	8-11	7-11	6½-10½	9,8	8,7	9,1	8,8
Japon M ₂ +CD	11-12	10-11	10-11	11,8	10,6	12,0	10,3
Allemagne MBC	3-6	-	-	8,0	8,5	8,3	9,2
M ₃	-	3-6	environ 5	6,0	6,8	6,0	6,8
France M ₂	4-6	4-6	4-6	4,0	3,9	3,0	3,8
M ₃	3-5	-	-	9,1	6,9	8,2	7,3
Royaume-Uni M0	2-6	1-5	1-5	5,8 ⁶	6,2 ⁶	5,2	6,7
Italie CSP	5-9	6-10	7-10	10,3	15,7	9,4	18,1
M ₂	6-9	6-9	6-9	8,3	8,4	7,1	9,1
Espagne ALP	6½-9½	8-11	6½-9½	14,0	11,1	13,8	11,4
Suisse MCA	2	3	2	3,0	-3,9	1,3	n.d.
Portugal L-	-	10-13	7½-10½	16,8	14,8	17,6	n.d.
Grèce M ₃	-	14-16	18-20	25,2	22,4	25,3	n.d.

¹ 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; ALP = actifs liquides détenus par le public; MCA = base monétaire ajustée; L- = total des liquidités détenues par le secteur non financier résident. ² Pour EITANF aux Etats-Unis, fourchette de surveillance seulement; pour M₂+CD au Japon, projection uniquement. ³ D'un quatrième trimestre à l'autre pour les Etats-Unis, le Japon (sauf 1989, d'un deuxième trimestre à l'autre), l'Allemagne et la France. De décembre à décembre pour l'Italie, l'Espagne, la Grèce et le Portugal. Pour le Royaume-Uni, périodes de douze mois se terminant en mars. Moyennes annuelles pour la Suisse (pour 1989, croissance moyenne à partir du quatrième trimestre de 1988, en rythme annuel, corrigée des variations saisonnières). ⁴ Calculée sur la même base que l'objectif. ⁵ Sur la base de moyennes trimestrielles. ⁶ Périodes de douze mois se terminant en mars 1988 et 1989.

Sources: données nationales.

normes annuelles pour les taux d'expansion d'agrégats monétaires représentatifs. Ces normes sont généralement fonction du développement estimé du potentiel de production à prix courants et de la modification tendancielle de la vitesse de circulation ou de prévisions normatives d'accroissement de la production et des hausses de prix à court terme. Dans la pratique, cependant, et pour plusieurs raisons, la politique monétaire suivie ces dernières années n'a pas été essentiellement guidée par référence à de telles normes.

De toute évidence, la vitesse de circulation de certains agrégats a été influencée l'an dernier par des perturbations imprévisibles ou par la modification des structures financières dont l'incidence était difficile à discerner à l'avance. Un exemple du premier cas est fourni par l'Allemagne, où il a fallu tolérer une rapide accélération du volume de billets et monnaies en circulation, liée en partie aux incertitudes suscitées par le projet d'institution d'une retenue à la source sur les revenus d'intérêts. En France et en Italie, des mutations structurelles du système financier ont fortement gonflé les

Variation de la vitesse de circulation sous l'effet de perturbations et de modifications des structures financières

avoirs du secteur non bancaire en instruments du marché, lesquels sont compris dans M_3 mais pas dans les agrégats choisis comme objectifs. En Suisse, grâce à de nouvelles dispositions régissant la compensation interbancaire et les réserves obligatoires, les banques ont pu réduire leurs soldes sur les livres de la Banque Nationale de manière exceptionnellement forte.

Au Royaume-Uni, en revanche, l'impact sur M_3 de la concurrence entre les banques et les sociétés de crédit immobilier a conduit, il y a quelques années, les autorités à renoncer aux objectifs formulés en termes d'agrégats à définition large, mais la vive progression de M_0 et M_4 constatée l'an dernier aurait pu être interprétée comme l'indication qu'une plus grande rigueur monétaire était nécessaire. Au Portugal et en Grèce, l'an passé, la rapidité de l'expansion de la monnaie par rapport aux objectifs fixés a confirmé qu'un durcissement des politiques monétaires s'imposait.

D'autres modifications de grande ampleur de la vitesse de circulation ont été essentiellement imputables aux variations des taux d'intérêt. En particulier, les bas niveaux historiques des taux d'intérêt à court terme encore observés au début de l'année au Japon et en Allemagne ont à nouveau exercé une influence fortement expansionniste sur les rythmes de croissance monétaire, mais les relèvements de taux d'intérêt ont tempéré l'expansion monétaire dans le courant de l'année, notamment aux Etats-Unis et, à un moindre degré, au Royaume-Uni, au Japon et en France. En revanche, l'attente de nouvelles augmentations des taux d'intérêt afférents aux instruments à long terme a eu tendance à stimuler la demande d'actifs monétaires en Allemagne, en France et en Italie. Bien évidemment, le niveau des taux à court terme a reflété des choix politiques, en partie déterminés, notamment en Allemagne, par le souci de tenir compte des conséquences directes de l'évolution des taux de change sur l'activité économique et sur le niveau général des prix. Aux Etats-Unis, les fortes réactions à court terme de M_1 et, à un moindre degré, de M_2 aux modifications de la relation entre les taux d'intérêt du marché monétaire et les taux, moins souples, servis sur les dépôts auprès des banques et des organismes d'épargne sont également, aujourd'hui, bien connues et généralement prévisibles. Toutefois, en raison du ralentissement de l'expansion de M_2 l'an dernier, imputable à l'augmentation des taux d'intérêt du marché monétaire, il a été difficile de préconiser un resserrement monétaire en tirant argument du comportement des agrégats.

Même si, par moments, on a observé de nettes variations de la sensibilité de la demande de monnaie aux taux d'intérêt, les nouvelles catégories de dépôts rémunérés et les actifs financiers négociables se substituant de plus en plus facilement entre eux, les difficultés que pose l'interprétation des évolutions des agrégats monétaires imputables aux innovations financières ne sont normalement pas insurmontables. Beaucoup de ces changements sont souvent échelonnés dans le temps; d'autres provoquent une fois pour toutes une modification de la demande de monnaie. Aux Etats-Unis, où l'on porte surtout attention à des définitions larges de la monnaie comparables à celles qu'utilisent depuis longtemps le Japon et l'Allemagne, la déréglementation a peut-être souligné l'utilité des agrégats monétaires

Incidence des
taux d'intérêt

Les difficultés
résultant de
l'innovation
financière sont
souvent surmon-
tables

en tant que guides de la politique à long terme. Bien qu'elle ait accru leur élasticité à court terme par rapport aux taux d'intérêt, la déréglementation semble avoir parallèlement réduit leur réaction aux mouvements de taux d'intérêt sur longue période et l'incitation à développer des innovations financières destinées à réduire les portefeuilles d'actifs liquides. La raison essentielle en est que, dans le long terme, on peut escompter que les taux de rendement respectivement offerts par la plupart des actifs liquides s'aligneront sur les conditions du marché. Au Canada, où les autorités ont renoncé en 1982 à fixer un objectif en termes de M_1 , on a constaté la réapparition d'un lien, avec un décalage de un à deux ans, entre l'évolution des agrégats plus larges M_2 et M_2+ et la dépense nominale. Bien qu'un contrôle étroit ne puisse être exercé sur ces deux agrégats, il a été jugé utile, pour expliquer la politique monétaire, d'indiquer au public qu'il convenait de se préoccuper des rythmes d'accroissement, constamment supérieurs à 10% l'an passé, de M_2 et M_2+ .

Des modifications, sur plusieurs années, des liens entre l'évolution des agrégats monétaires et l'activité économique, telles que celles que les fortes fluctuations du taux de change semblent avoir provoquées au Japon et en Allemagne, mettent de toute évidence en danger la crédibilité de la politique d'objectifs monétaires. Néanmoins, des évolutions de cette nature s'avéreront peut-être conciliables en définitive avec l'idée qu'il faut compter avec des décalages prolongés et variables dans le processus par lequel les évolutions monétaires influencent l'activité économique et l'inflation.

Les autorités monétaires ont continué de dénoncer les risques inhérents à la vigueur de l'expansion monétaire constatée ces dernières années dans de nombreux pays. Elle se reflète, de toute évidence, dans la hausse des prix des actifs observée sur une période de plusieurs années. Ce facteur, conjugué à un nouvel abaissement des taux d'intérêt à court terme fin 1987 et début 1988 dans de nombreux pays, a sans doute contribué à la forte reprise de l'activité économique de l'an dernier. Jusqu'à présent, l'inflation a été contenue principalement grâce à une certaine modération des hausses salariales, mais on relève maintenant des signes d'une progression des rémunérations contractuelles dans certains pays et un risque d'un tel phénomène dans d'autres. Si une hausse importante du rythme de l'inflation tendancielle venait à donner lieu à une flambée d'anticipations inflationnistes, il pourrait se révéler difficile d'empêcher que les liquidités accumulées ces dernières années ne soient mobilisées pour renforcer la spirale des salaires et des prix.

Symbolisant le désir des autorités monétaires de ne pas alimenter une accélération de l'inflation, les objectifs fixés au Royaume-Uni, en France et en Italie pour l'année en cours ont été semblables à ceux de l'an passé. En Allemagne, où l'expansion monétaire, pour la troisième année consécutive, a dépassé la limite supérieure de la fourchette retenue par la Bundesbank, le nouvel objectif a été exprimé par un chiffre unique. Aux Etats-Unis, en Espagne et au Portugal, les limites des fourchettes-objectifs annoncées au titre de 1989 ont été révisées en baisse par rapport à 1988. En Grèce, les objectifs sont considérablement inférieurs aux rythmes d'expansion

Risques inhérents à la vigueur de l'expansion monétaire récente

Maintien de stratégies en termes d'objectifs

monétaire effectivement enregistrés en 1988. En Suisse, le choix du quatrième trimestre comme référence pour mesurer l'expansion monétaire en 1989 implique que les autorités n'ont pas envisagé une inversion de la contraction de la monnaie de banque centrale observée en 1988.

Autres indicateurs des conditions monétaires

Agrégats
de crédit

Bien que les objectifs de politique monétaire publiés ces dernières années aient été généralement formulés en termes d'agrégats de monnaie et de taux de change, certains pays ont annoncé des normes d'agrégats de crédit. De façon plus générale, les autorités monétaires ont toujours considéré que l'évolution du crédit formait un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire et représentait donc un indicateur utile des conditions monétaires.

Fortes hausses
des crédits bancaires
au secteur privé

Le net accroissement des crédits bancaires au secteur privé enregistré l'an passé dans la plupart des pays industriels est, de toute évidence, lié à la vigueur de l'activité économique. Dans de nombreux pays, il est intervenu après d'importantes augmentations en 1987, dont on avait parfois pensé qu'elles rendraient nécessaire un durcissement de la politique monétaire. Les prêts au logement ou à la consommation ont constitué l'une des composantes majeures de la demande de crédit; une expansion particulièrement vive des prêts aux ménages a été enregistrée l'an dernier au Royaume-Uni, au Canada, en France, en Italie, aux Pays-Bas et en Suède. Bien que des marges bénéficiaires élevées aient contribué à accroître les capacités d'autofinancement des entreprises, c'est aussi grâce à une accélération plus rapide des concours bancaires que, dans de nombreux pays, la formation de capital fixe de ce secteur s'est développée. Aux Etats-Unis, des émissions de titres sur une grande échelle ont permis de modérer la demande de prêts bancaires, encore que ceux-ci aient joué un très grand rôle dans le financement des prises de contrôle et des rachats d'entreprises par recours à l'endettement. Dans de nombreux pays, les crédits bancaires aux administrations publiques se sont accrus à un rythme très modéré ou ont même reculé, l'année dernière, soit parce que les banques ont réduit leur accumulation de titres d'Etat, soit parce que le gouvernement a agi dans le sens d'une contraction de ses besoins de financement et/ou d'une limitation de son recours au système du crédit pour financer son déficit.

Difficultés
d'interprétation
de l'évolution
du crédit

Certaines de ces évolutions ont attiré l'attention sur les difficultés d'interprétation, analogues à celles qui sont soulevées par les agrégats de monnaie, que peut présenter l'analyse des variations du crédit dans un contexte de déréglementation et d'innovation financière. En Italie, par exemple, le plafonnement du crédit qui avait été imposé pour faire face à la crise du marché des changes de 1987 a été supprimé au début de l'année dernière. En France, au Royaume-Uni et en Suède, les fortes progressions des prêts au logement ou du crédit à court terme à la consommation ont été surtout dues aux conséquences de la déréglementation ou à la concurrence accrue entre établissements financiers pour élargir l'accès des

Contributions de certaines contreparties aux variations de la masse monétaire au sens large								
Pays	1982-85	1986	1987	1988	1982-85	1986	1987	1988
	variations de décembre à décembre, en % de la masse monétaire au sens large							
	Crédits au secteur privé ¹				Crédits aux administrations publiques ²			
Etats-Unis	7,5	9,4	7,5	7,6	2,1	-0,1	0,1	-0,5
Japon	9,2	9,6	11,3	11,1	0,7	1,3	0,0	1,4
Allemagne	9,7	7,5	5,8	8,6	2,8	0,8	2,5	3,8
France	13,4	9,6	14,9	13,6	3,2	1,2	-0,7	0,8
Royaume-Uni	17,0	20,9	20,4	27,0	-0,6	-1,6	-2,2	-2,8
Italie	6,1	5,3	4,2	7,5	12,7	5,6	10,3	9,5
Canada	2,9	5,0	13,6	14,5	1,0	1,4	0,5	3,4
Espagne	8,7	8,4	11,1	12,5	8,0	6,5	4,7	4,0
Pays-Bas	7,0	13,7	6,5	15,5	5,2	4,5	1,0	2,0
Belgique	2,7	5,7	6,8	10,3	18,9	16,5	11,6	7,2
Suède	6,1	12,1	8,5	17,4	1,3	1,7	-3,0	-3,4
	Avoirs de change nets ³				Masse monétaire au sens large ⁴			
Etats-Unis	-0,8	-2,2	-2,5	-2,0	9,4	9,2	5,2	6,5
Japon	-0,6	-2,3	-0,9	-0,5	7,8	9,2	10,8	10,2
Allemagne	1,0	5,7	5,1	-0,5	5,5	6,7	5,8	6,8
France	-1,1	2,3	-0,5	-1,4	9,6	4,7	9,0	7,0
Royaume-Uni	-1,7	-1,3	0,9	-2,6	12,8	15,4	16,3	17,5
Italie	-0,4	-0,5	0,2	0,1	13,4	9,4	8,3	8,4
Canada	0,6	1,1	-5,1	-0,9	7,3	9,6	6,2	11,7
Espagne	1,3	0,9	2,9	0,9	14,7	12,2	13,6	10,3
Pays-Bas	4,2	-5,6	1,9	4,6	9,2	5,1	6,0	13,0
Belgique	-7,2	-4,6	-5,2	-7,5	6,6	12,8	10,1	6,6
Suède	1,7	-1,2	-0,9	-2,2	5,6	10,9	4,0	5,3

¹ Pour les Etats-Unis, crédits des banques commerciales et organismes d'épargne, à l'exclusion des titres du Trésor et des titres exonérés d'impôt; pour le Royaume-Uni, prêts en livres sterling des banques et sociétés de crédit immobilier; pour le Canada, prêts à vue et à court terme ainsi qu'actifs de nature moins liquide en dollars canadiens des banques à charte, à l'exclusion des créances sur les provinces et municipalités; pour la Suède, crédits en monnaie nationale. ² Pour les Etats-Unis, achats de titres du Trésor et de titres exonérés d'impôt par la Réserve fédérale, les banques commerciales et les organismes d'épargne; pour la France et la Suède, Etat exclusivement; pour le Canada, portefeuilles de titres d'Etat et créances sur les provinces et municipalités détenus par la Banque du Canada et les banques à charte. ³ 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; pour le Canada, avoirs nets en devises des banques à charte. ⁴ Pour le Japon, M₂+CD; pour le Royaume-Uni, M₄; pour l'Italie, le Canada et les Pays-Bas, M₂; pour l'Espagne, ALP; pour la Belgique, M₂ (définition des Communautés européennes); pour les autres pays, M₃.

Sources: données nationales.

particuliers au crédit. Il a été difficile de juger la contribution probable de ces types de concours bancaires à l'activité économique. Dans certains cas, leur développement a eu pour contrepartie une accumulation encore plus rapide de liquidités dans l'économie; dans d'autres cas, il est allé de pair avec une lente augmentation des prêts bancaires à l'Etat ou aux entreprises. Toutefois, l'endettement des particuliers a concouru à la progression de la consommation et de la construction de logements dans ces trois pays.

Agrégats larges de crédit	<p>Les Etats-Unis et l'Italie rendent publiques depuis quelque temps des normes d'agrégats larges de crédit qui comprennent certaines catégories de titres émis par le secteur non bancaire ainsi que les prêts octroyés par les établissements de crédit; en France, un agrégat de crédit intérieur total fait aussi l'objet d'une surveillance. Aux Etats-Unis, la vitesse de circulation de l'agrégat large de crédit, jusqu'alors très stable, a enregistré une vive décélération durant les années quatre-vingt, dans un contexte caractérisé par les emprunts massifs de l'Etat et du secteur privé. L'an dernier, le rythme de progression de cet agrégat s'est ralenti, tout en demeurant supérieur à celui du PNB nominal. En France, l'expansion du crédit total s'est légèrement accélérée. En Italie, les crédits octroyés à l'Etat, que la politique monétaire ne peut contrôler, ne sont pas inclus dans l'agrégat fixé comme objectif. Le dépassement par rapport à l'objectif du crédit au secteur autre que l'Etat, malgré l'influence d'une réduction du portefeuille de valeurs du Trésor détenues par les banques, a indiqué qu'une correction de la politique monétaire s'imposait.</p>
Crédit intérieur et mouvements internationaux de capitaux	<p>En présence de taux de change administrés, l'accroissement du crédit intérieur peut provoquer un déficit des opérations courantes ou des sorties de capitaux du secteur non monétaire (c'est-à-dire une détérioration de la position extérieure du système bancaire) et donc ne pas se refléter nécessairement sur la masse monétaire. L'an dernier, pourtant, des conséquences de cet ordre, qui auraient pu aller de pair avec des déficits des paiements courants, ont été contrecarrées par la propension des capitaux privés à s'orienter vers les pays où la demande globale exerçait les pressions les plus fortes et où les taux d'intérêt nominaux étaient comparativement élevés. Dans un tel contexte, les taux d'expansion du crédit intérieur ont peut-être été inférieurs aux niveaux auxquels on aurait pu s'attendre dans des pays tels que l'Italie et l'Espagne et supérieurs en Allemagne et au Japon. Dans certains pays, la relation entre l'évolution des crédits bancaires et la masse monétaire au sens large peut être modifiée, de manière importante, par les variations du rythme d'expansion des engagements non monétaires des banques (qui ne figurent pas dans le tableau). En Allemagne, la progression des engagements bancaires à long terme s'est notablement ralentie l'an dernier, du fait des anticipations à la hausse des taux d'intérêt des investisseurs et de l'institution d'une retenue à la source sur les revenus d'intérêts.</p>
Taux d'intérêt	<p>On compare souvent les taux d'intérêt à court terme, qui constituent l'instrument principal de la politique monétaire, au rythme d'inflation du moment pour apprécier l'orientation de cette politique. Dans certains pays, l'accélération de la hausse des prix à la consommation enregistrée l'an passé était en grande partie imputable à des facteurs passagers tels que des modifications de la fiscalité indirecte et des relèvements des taux hypothécaires. Malgré cela, on observe que les hausses des taux d'intérêt à court terme ont été bien moindres en termes réels qu'en termes nominaux aux Etats-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et en Italie. De surcroît, on avance souvent que, aux Etats-Unis du moins, la déréglementation et les innovations financières de ces dernières années ont modifié les relations entre taux d'intérêt, production et demande au sein de l'économie dans des</p>
Difficultés d'appréciation des niveaux des taux d'intérêt à court terme	

proportions telles que des niveaux de taux d'intérêt nominaux et réels plus élevés que par le passé peuvent être nécessaires aujourd'hui pour obtenir le même degré de restriction.

Au cours des deux dernières années, cependant, on a accordé de plus en plus d'attention à l'idée selon laquelle, pour juger du caractère approprié de leur politique, il est peut-être bon que les autorités monétaires se laissent guider par les relations entre les taux d'intérêt du marché monétaire qu'elles influencent étroitement et les taux à plus long terme, déterminés par les forces du marché. En fait, les possibilités sous-jacentes d'arbitrage entre taux longs et taux courts actuels et attendus, ou encore entre taux courts et taux de rendement effectifs sur la période de détention des titres varient au fil du temps selon des modalités dont il est difficile de rendre compte. La variabilité et les fluctuations à moyen terme constatées sur les marchés des obligations, des actions et des changes ont jeté de plus en plus de doute sur l'hypothèse que ces marchés ne commettent aucune erreur systématique de prévision. On a avancé que les modifications intervenant dans l'évaluation des risques sur ces divers marchés étaient peut-être reliées entre elles de façon complexe. Une désaffection des investisseurs à l'égard des actions a pu, l'an dernier, se traduire par des pressions à la baisse sur les rendements obligataires, et une diminution de l'offre d'obligations à long terme du Trésor s'est produite, ou est attendue, dans plusieurs des principaux pays, du fait d'économies budgétaires ou de la politique de gestion de la dette. Les mouvements internationaux de capitaux ont sans doute également contribué à orienter les taux à long terme à la baisse dans certains pays, dont les Etats-Unis, sans toutefois avoir eu une incidence aussi grande sur les rendements dans les pays exportateurs de capitaux. L'aplatissement ou l'inversion de la courbe de rendements a peut-être aussi, dans une certaine mesure, reflété l'anticipation par les agents économiques d'un ralentissement de l'activité et même d'un assouplissement de la politique monétaire après une atténuation des tensions inflationnistes.

Différentes interprétations de la structure des taux

Alors que les taux d'intérêt à long terme ont eu tendance à suivre plus étroitement les mouvements des taux courts durant les années quatre-vingt, un aplatissement ou une inversion de la courbe de rendements tels qu'on a pu en observer récemment s'étaient déjà produits dans le passé, comme on peut le constater d'après le graphique. Au cours des deux ou trois dernières décennies, la politique monétaire, en Allemagne en particulier, paraît avoir été constamment durcie dès que l'inflation semblait se raviver. A chaque fois, les taux d'intérêt à court terme progressaient nettement et dépassaient largement les taux longs, tandis que les rendements obligataires se maintenaient régulièrement au-dessus du rythme d'inflation. Le récent comportement de la hiérarchie des taux en Allemagne au moment de la hausse des taux à court terme semble généralement conforme à ce qui a été observé par le passé. Pour le Japon, des taux d'inflation relativement modérés au cours de la précédente décennie contribuent sans doute à expliquer pourquoi les taux d'intérêt à court et à long terme sont restés à des niveaux comparativement bas. Dans les autres pays,

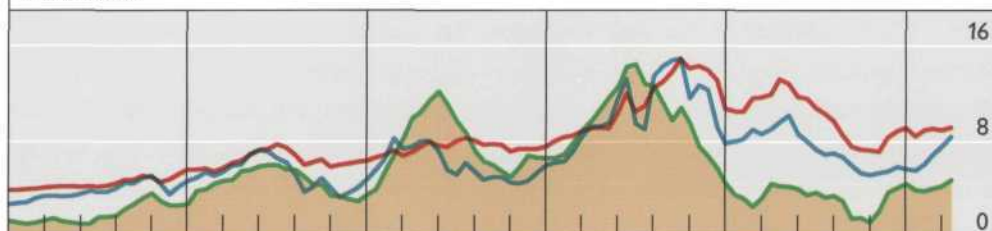
Taux d'intérêt et inflation dans une perspective à long terme

Taux d'intérêt à long et court terme et inflation*

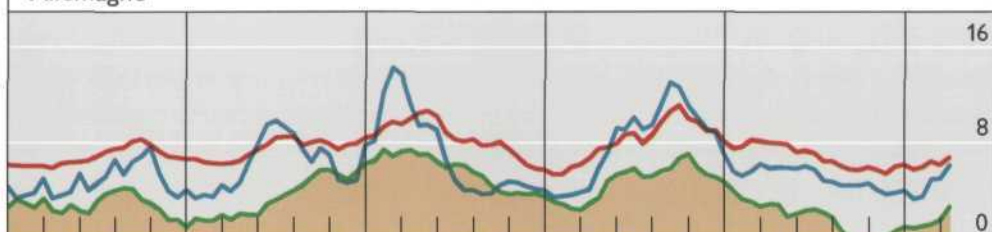
Moyennes trimestrielles, en %

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

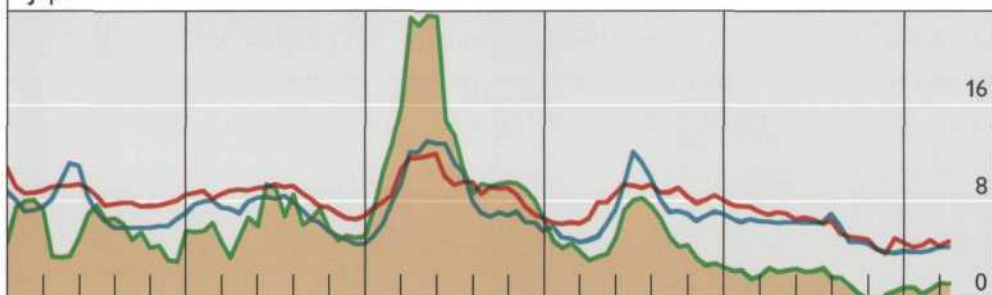
Etats-Unis



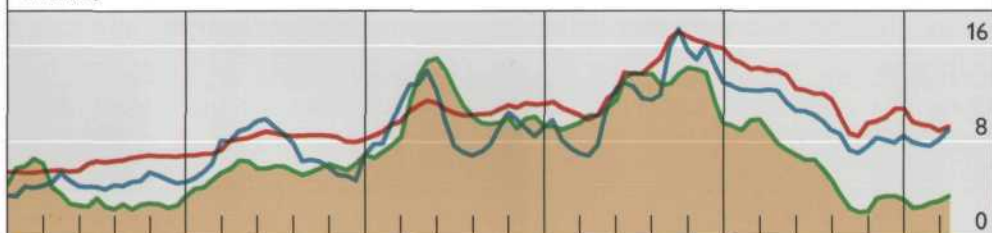
Allemagne



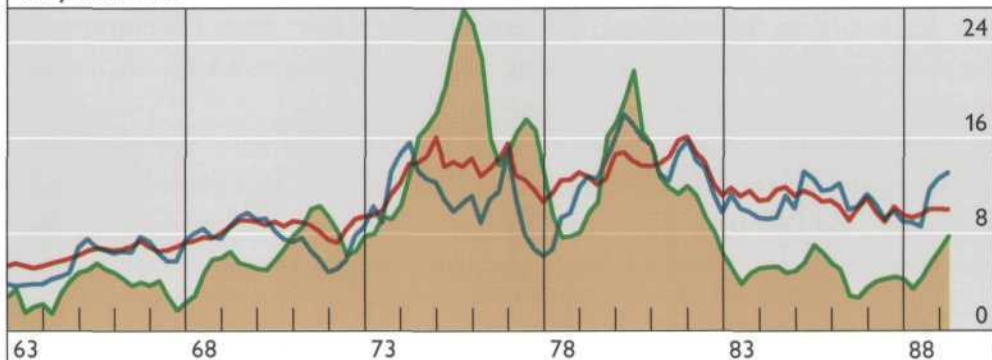
Japon



France



Royaume-Uni



*Taux des obligations à long terme représentatives et taux du marché monétaire; l'inflation représente les variations (en %) des prix à la consommation sur quatre trimestres.

on a fréquemment noté un aplatissement de la courbe de rendements en période d'accélération de l'inflation. Les taux courts ont réagi plus vivement que les rendements obligataires, mais les prix ont augmenté à un rythme qui a largement dépassé celui des taux d'intérêt, que ce soit à court ou à long terme. Même s'il était sans doute difficile de prévoir le renchérissement des produits pétroliers en 1974 et en 1978-79, de toute évidence, les marchés n'ont pas toujours correctement anticipé l'accélération de la hausse des prix. C'est peut-être ce qui explique en partie pourquoi, au cours des années quatre-vingt, les taux d'intérêt à long terme sont demeurés dans de nombreux pays à des niveaux comparativement élevés par rapport aux taux d'inflation courants, même lorsque les taux à court terme ont baissé. Les efforts menés récemment dans une multiplicité de pays, y compris aux Etats-Unis, pour empêcher les taux courts de devenir négatifs en termes réels ont pu contribuer à contenir pour quelque temps les anticipations inflationnistes. Mais les taux d'intérêt à long terme ont fortement augmenté au début de 1989 aux Etats-Unis et dans de nombreux pays d'Europe continentale.

Depuis longtemps, la politique monétaire de la plupart des pays a dû tenir compte de l'évolution des cours des produits pétroliers et d'autres produits de base qui exercent une grande influence sur le niveau des prix à la consommation. Toutefois, si l'on exclut certaines propositions visant à attribuer à l'or ou aux matières premières en général un rôle d'étalon monétaire, l'intérêt porté récemment aux indices des prix des produits de base, comme en témoigne par exemple leur inclusion parmi les indicateurs employés pour les consultations entre pays membres du Groupe des Sept, s'est centré sur l'utilité qu'ils peuvent présenter à l'échelle mondiale comme indicateurs précurseurs des pressions exercées par la demande et de la hausse des prix à la consommation. Quoique les cours de nombreuses matières premières n'affectent directement qu'une faible proportion des coûts de production, on dispose en permanence de cours au comptant et à terme sur des marchés qui, par nature, réagissent rapidement aux modifications des conditions régissant l'offre et la demande. Ils pourraient donc, dans une certaine mesure, refléter les anticipations relatives aux pressions de la demande sur l'économie internationale. Mais les cours des produits de base peuvent aussi varier à très brève échéance en fonction des modifications des taux d'intérêt à court terme, dont les fluctuations se répercutent sur les coûts de financement des stocks, alors que, dans l'économie, les autres prix réagissent plus lentement à un resserrement ou un assouplissement de la politique monétaire.

De surcroît, les indices des cours des produits de base ont souvent un comportement très instable face aux anticipations de changements dans les conditions de l'offre et de la demande pour les différents produits ou dans les structures des marchés. Les tendances à long terme et les cycles à moyen terme des cours des matières premières se sont parfois beaucoup écartés de ceux des prix à la consommation et, même si l'on dispose d'éléments permettant de penser que les modifications des cours de certaines catégories de produits, telles les matières premières industrielles, précèdent

Cours des
produits de base:

leurs avantages
et limites comme
indicateurs des
pressions exercées
par la demande
et de la hausse
des prix à la
consommation

souvent les variations du niveau général des prix, cette relation n'est pas fiable. Cela étant, bien que les cours des produits de base ne soient pas susceptibles d'être adoptés pour servir de principal guide de la politique monétaire, ils peuvent néanmoins utilement compléter à certains moments les autres indicateurs utilisés pour apprécier les conditions de la demande dans l'économie mondiale. Quoique des facteurs influençant l'offre aient joué un rôle et que les cours aient commencé à monter à partir de leurs plus bas niveaux historiques, la progression marquée mais irrégulière des cours des produits de base hors pétrole depuis le milieu de 1987 pourrait être interprétée, dans une certaine mesure, comme le signe d'un renforcement de la demande mondiale globale et peut-être aussi de pressions potentielles sur les prix à la production. Généralement, toutefois, les cours de ces produits ont exercé une incidence moindre sur le niveau global des prix que les fluctuations des cours des produits pétroliers; cela explique en partie pourquoi, jusqu'à une époque récente, les résultats en matière de hausse des prix à la consommation ont été meilleurs que ce qu'on aurait pu craindre, compte tenu de la vigueur de la reprise économique. Entre décembre 1988 et fin avril 1989, néanmoins, les prix pétroliers ont peu à peu augmenté, à mesure que le cartel de l'OPEP parvenait à rétablir son influence sur des conditions de plus en plus défavorables de l'offre.

Indicateurs
de l'évolution
en cours de
l'économie

La formulation et la mise en œuvre de la politique monétaire dans les principaux pays industriels ont toujours été discrétionnaires, mais il est clair qu'elles ont de plus en plus fait de place au jugement pendant la période récente d'inflation modérée où les objectifs intermédiaires en matière d'agrégats monétaires n'ont pas été jugés suffisamment fiables pour orienter le choix des moyens d'action des autorités. Dans le contexte des grands déséquilibres de l'économie mondiale et des amples fluctuations des taux de change, c'est bien plus l'évolution économique en cours ou prévue qui a servi de guide à la politique économique. Le processus selon lequel la politique monétaire influence l'inflation n'est pas forcément stable au fil du temps et il comporte encore de longs délais. Même si l'on pouvait discerner sans erreur les anticipations des marchés relatives à l'évolution de la production et des prix à partir des indicateurs des conditions financières disponibles, dans quelle mesure pourrait-on leur faire confiance pour déterminer la politique qu'il convient d'adopter? On peut utiliser aussi divers indicateurs avancés de la production, des prix et des salaires, mais, de façon générale, il n'est pas possible de se fier aux signaux transmis par des instruments de mesure isolés. Par ailleurs, les dangers encourus lorsqu'on attache trop d'importance à l'évolution de la production en fonction des capacités se sont peut-être accrus ces dernières années en raison des incertitudes qui sont apparues quant à une éventuelle accélération du rythme de croissance de l'offre potentielle globale. Le relèvement quasi général des taux d'intérêt à court terme, l'an dernier, témoigne du souci omniprésent qu'ont les autorités monétaires d'éviter ces dangers, même si elles doivent se tirer d'affaire sans points d'ancrage fiables pour prévoir l'inflation, ce qui signifie que leur action risque d'être inadaptée, soit parce qu'elle n'intervient pas au bon moment, soit parce qu'elle est mal dosée.

Risques liés
à l'absence de
points d'ancrage
fiables

Politique monétaire dans les pays industriels de petite et moyenne dimension

Pays participant au mécanisme de change du SME (MCE)

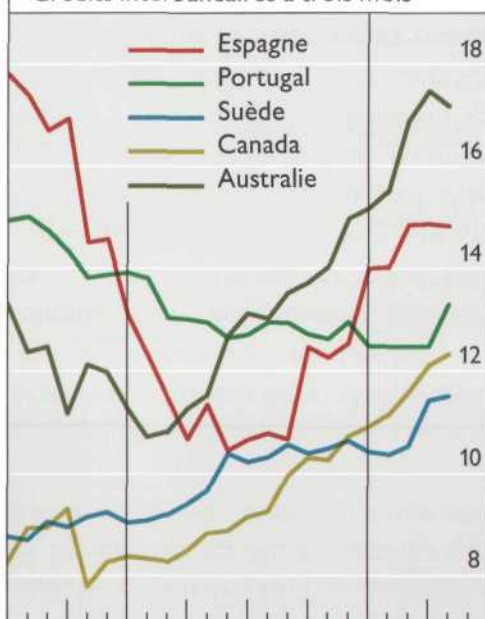
Après le premier semestre de 1988, les relèvements des taux d'intérêt à court terme ont fait l'objet d'une étroite coordination entre les pays participant au MCE, même si les écarts de taux des marchés monétaires ont eu tendance à diminuer entre l'Allemagne et les autres pays. La Banque de France a souvent ajusté en hausse ses taux d'intervention sur le marché monétaire en même temps que la Bundesbank majorait le taux de ses pensions; la Banque des Pays-Bas en a fait de même avec les taux de ses concours spéciaux et la Banque de Belgique avec son taux directeur des bons du Trésor à trois mois. Bien que, dans ces quatre pays, le risque d'une reprise de l'inflation ait été de plus en plus clairement admis, en France, la principale préoccupation est restée la contrainte potentielle pouvant résulter du défaut de solidité de la balance des paiements courants, tandis qu'en Belgique les responsables ont persisté à mettre en avant le désir de développer autant que possible l'activité économique. En Italie, où la demande a exercé des pressions plus fortes que dans les autres pays appartenant au MCE et où le solde des opérations courantes est structurellement plus faible, le dilemme a été encore plus aigu. La Banca d'Italia a favorisé une élévation relativement brutale des taux du marché monétaire par le biais de ses pensions sur titres du Trésor. Elle est parvenue à isoler dans une certaine mesure le marché intérieur des entrées de capitaux au moyen d'interventions sur les marchés des changes, en laissant la lire s'apprécier progressivement jusqu'à ce qu'elle rejoigne la bande étroite du SME et en assujettissant aux réserves obligatoires, au début de 1989, les afflux de fonds d'origine étrangère auprès des banques; après quoi, la lire s'est légèrement dépréciée. A l'inverse, l'activité économique est restée assez faible l'an dernier au Danemark et en Irlande, en partie sous l'effet de l'action vigoureuse entreprise ces dernières années pour consolider le budget de l'Etat. Dans le cas du Danemark, la prudence était également de mise depuis un certain temps, à cause de la faiblesse de la balance des opérations courantes. Dans ces circonstances, ces deux pays ont été peu disposés à accepter une hausse des taux des marchés monétaires aussi forte que dans d'autres membres du MCE. En Irlande, les taux d'intérêt à court terme ont été relevés suffisamment pour permettre à la livre irlandaise de demeurer proche de la limite supérieure de la bande du SME, ce qui a contribué à neutraliser l'incidence de la revalorisation de la livre sterling sur le taux de change effectif. Au Danemark, les autorités ont laissé la couronne fléchir à l'intérieur de la bande de fluctuation au début de 1989, mais, à l'instar d'autres pays du SME, elles ont relevé les taux d'intérêt à court terme en avril.

La convergence des taux d'intérêt à long terme s'est poursuivie en 1988 et au début de 1989 dans les pays du MCE. L'un des facteurs de cette évolution a été évidemment la montée relativement brutale des rendements obligataires en Allemagne, qui traduisait en partie les incertitudes découlant

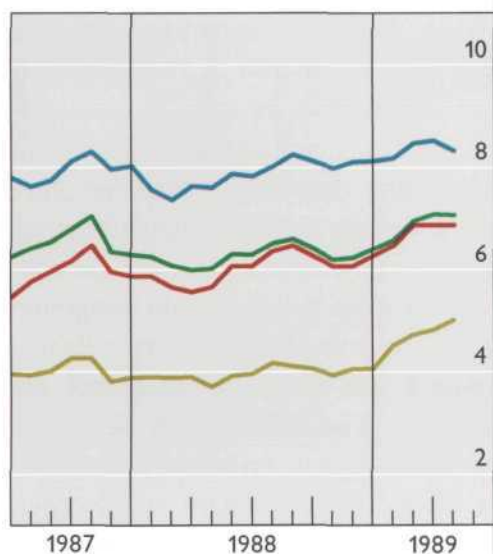
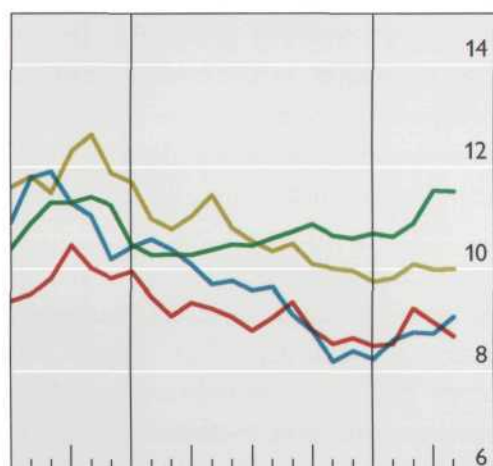
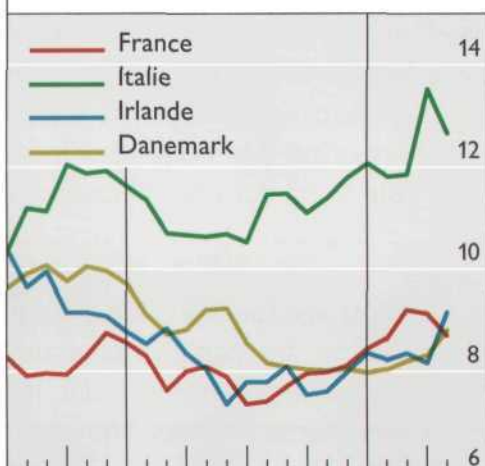
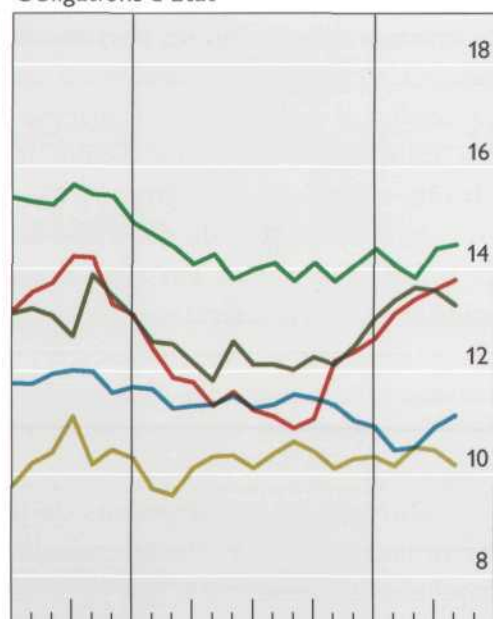
Coordination des politiques de taux d'intérêt des pays appartenant au mécanisme de change européen (MCE)

Taux d'intérêt dans certains pays

Crédits interbancaires à trois mois¹



Obligations d'Etat²



¹ Pour l'Italie et la Suède, instruments du Trésor. ² Pour l'Espagne, obligations du secteur public; pour le Danemark, ensemble des obligations cotées.

de l'institution d'une retenue à la source sur les revenus d'intérêts. Même si les déséquilibres entre épargne interne et investissement ne semblent pas avoir directement exercé une influence majeure sur les rendements des obligations dans les divers pays ces dernières années, des déséquilibres budgétaires structurels peuvent avoir une incidence plus lointaine sur le degré de confiance accordé par le marché aux engagements de change. Le recul des taux d'intérêt à long terme intervenu l'an passé, en particulier en Irlande, s'explique peut-être partiellement par les progrès obtenus sur la voie de la correction du déficit du budget de l'Etat, encore que les Pays-Bas et la Belgique n'aient pas tiré pleinement profit de toutes les possibilités offertes par l'accélération de la croissance économique pour réduire davantage l'ampleur des déficits. En Italie, la déception due au fait que l'assainissement espéré des finances publiques n'a pu être réalisé a peut-être joué un rôle dans l'augmentation relativement forte des taux d'intérêt à long terme.

Influences sur les taux d'intérêt à long terme

Quoique les réajustements de parités aient été assez fréquents durant les premières années de fonctionnement du mécanisme de change, ils se sont ensuite produits à des intervalles nettement plus espacés. Ces dernières années, la crédibilité de plus en plus grande des engagements de change a contribué à stabiliser les anticipations des marchés. D'un point de vue technique, le système n'a pourtant pas fonctionné exactement comme prévu à l'origine: l'attention s'est toujours portée essentiellement sur la position des monnaies dans la bande de fluctuation par rapport à leurs cours-pivots bilatéraux; l'Ecu n'a joué qu'un rôle limité dans les mécanismes du SME; les interventions sur les marchés des changes ont généralement été effectuées avant que les monnaies n'atteignent leurs limites d'intervention; et les mécanismes de crédit ouverts aux différents instituts d'émission n'ont guère été sollicités. Les obligations d'intervention des banques centrales n'ont pas, en elles-mêmes, constitué une contrainte impérative pour les politiques qu'elles mènent sur leurs marchés monétaires internes. Toutefois, l'existence d'un cadre de coopération entre banques centrales a, sans nul doute, rendu politiquement plus acceptables des engagements de change qui ont servi de pivot à la politique monétaire dans les divers pays membres et qui ont permis de mettre une importante composante régionale de leur commerce international à l'abri de la variabilité des taux de change. On est largement convaincu, dans les pays participant au MCE, que les autres membres de la Communauté auraient intérêt à adhérer pleinement au système et à accepter les obligations qu'il comporte.

L'expérience du fonctionnement du SME

La mise en œuvre du programme des Communautés européennes en vue de la création d'un espace financier unifié en 1993 et la décision de parvenir à une libération complète des mouvements de capitaux d'ici 1990 amènent à se demander si de nouveaux dispositifs monétaires ne sont pas nécessaires pour favoriser la coopération entre banques centrales au sein de la Communauté. Malgré les divergences de vues sur le sujet, on s'accorde généralement à reconnaître que des politiques internes crédibles continueront d'être indispensables si l'on veut convaincre les marchés du caractère irréversible des mesures de libération des mouvements de capitaux.

Questions soulevées par les perspectives d'intégration financière plus poussée

Différents problèmes ont été soulevés lors des discussions sur la conception future de la coopération monétaire au sein d'une Europe financièrement intégrée. Une question a donné lieu à des débats fréquents dans le cadre du SME: les dispositifs ne devraient-ils pas, à l'avenir, comporter davantage de symétrie, en ce sens que les pays à monnaie faible et les pays à monnaie forte devraient partager le fardeau de l'ajustement? Il a été de plus en plus largement admis que la politique monétaire devrait avoir comme objectif prioritaire la stabilité des prix, et cela a sans doute contribué à faire reconnaître que les mécanismes qui impliquent une diminution de la discipline anti-inflationniste inhérente aux engagements de taux de change risquent de ne pas agir dans l'intérêt des pays de la Communauté, pris individuellement ou en tant que groupe. Une deuxième question concerne les meilleurs moyens de garantir cette stabilité des prix si des taux de change fixés de manière plus permanente restreignent notablement l'autonomie de la politique monétaire interne dans la plupart des pays participants. Dans la mesure où un besoin de centralisation accrue de la prise de décisions en matière de politique monétaire paraît exiger de nouveaux dispositifs institutionnels, des efforts seraient requis pour faire en sorte que la conduite de la politique monétaire soit aussi indépendante que possible des influences politiques à courte vue. Autre question également importante: peut-on envisager de réaliser des progrès vers l'union monétaire sans un renforcement de la coordination dans d'autres domaines, et en particulier celui de la politique budgétaire?

A l'heure actuelle, les conditions sont loin d'être réunies pour progresser rapidement vers une union économique et monétaire. Les écarts de taux d'intérêt qui persistent entre les pays du MCE, en dépit d'une période de stabilité des cours-pivots relativement longue, illustrent à quel point l'instauration d'une union monétaire, même entre ces pays, ne serait pas tâche facile. Les rythmes d'inflation sont encore très différents d'un membre de la Communauté à l'autre et peuvent diverger plus encore en 1989. Les progrès réalisés jusqu'à présent sur la voie de la consolidation des finances publiques diffèrent largement, eux aussi, selon les pays. Les déséquilibres des paiements courants ont continué de s'aggraver l'an dernier, même si l'on tient compte de l'incidence du boom des investissements européens sur l'excédent allemand. On peut se demander si le degré d'intégration des marchés des biens et du travail est actuellement suffisant pour pouvoir ramener ces déséquilibres à des niveaux acceptables sans recourir à des modifications des taux de change. Quoique, en principe, la politique budgétaire ou une évolution différenciée des coûts salariaux ou de la productivité puisse éviter de recourir à des modifications des taux de change, la contribution à court terme des politiques budgétaires et structurelles au processus d'ajustement extérieur demeurera sans aucun doute limitée.

Persistance de
différences
d'évolution entre
les pays de la
Communauté

Politique monétaire dans les autres pays industriels

L'an passé, l'Autriche a connu une croissance économique équilibrée dans le cadre de la politique axée sur une «monnaie forte» qui a rendu, ces

dernières années, la relation entre le deutsche mark et le schilling plus stable qu'avec toute autre monnaie du SME en subordonnant étroitement les opérations sur le marché monétaire à l'engagement de change unilatéral vis-à-vis du deutsche mark. En Suisse, une politique définie en termes de monnaie de banque centrale s'est généralement traduite ces dernières années par des évolutions monétaire et économique largement comparables à celles de l'Allemagne et à un taux de change deutsche mark/franc suisse relativement stable; mais des difficultés d'estimation d'objectifs opérationnels adéquats à assigner aux réserves bancaires ont surgi l'an passé, lorsque la demande de liquidités des banques s'est modifiée (voir page 184), et les taux d'intérêt à court terme se sont inscrits en conséquence à des niveaux bien inférieurs à ceux de l'Allemagne. L'affaiblissement du franc suisse qui en est résulté semble avoir joué un rôle dans les pressions relativement fortes de la demande apparues dans l'économie.

Engagement à l'égard du taux de change en Autriche

Objectifs opérationnels internes en Suisse

Dans la plupart des autres pays européens, le taux de change effectif sert de point d'ancrage de la politique monétaire, même si l'on constate que leurs monnaies ont tendance à se déprécier, dans l'ensemble, vis-à-vis du deutsche mark. L'an dernier, cependant, beaucoup de ces pays ont vu leur devise se revaloriser lorsqu'ils ont essayé de durcir leurs politiques monétaires. Dans de nombreux cas, la balance des paiements courants de ces pays était en déficit ou avait commencé de se dégrader sous l'influence de fortes pressions exercées par la demande interne.

Les entrées de capitaux placent les autorités devant un dilemme ...

En Suède et en Finlande, où les normes de taux de change effectif utilisées pour étayer la politique monétaire avaient précédemment été affectées par la dépréciation des composantes en dollars EU, les autorités ont toléré en 1988 et au début de 1989 un raffermissement de la monnaie à l'intérieur de la bande de fluctuation publiée, car la politique monétaire visait alors à éviter une accélération de l'inflation. En Finlande, les limites de la bande ont été ajustées en novembre 1988 et mars 1989, de façon à procurer au mark finlandais une plus grande marge de revalorisation. En Norvège, où le solde des opérations courantes a subi le contrecoup de la baisse des prix pétroliers, l'orientation de la politique monétaire a été voulue généralement restrictive, mais les autorités ont profité de périodes de relative fermeté de la monnaie pour réduire les écarts de taux d'intérêt avec les principaux partenaires commerciaux du pays.

... en Suède, en Finlande et en Norvège ...

En Espagne, l'action entreprise en 1987 pour limiter la hausse du taux de change de la peseta à l'égard d'un panier de monnaies communautaires pondéré en fonction des échanges commerciaux avait finalement donné lieu à une baisse prononcée des taux d'intérêt, malgré des interventions massives sur les marchés des changes et un resserrement du contrôle des changes. L'an dernier, à l'inverse, une forte appréciation de la peseta a été acceptée de façon à permettre une remontée sensible des taux d'intérêt à court terme, à laquelle ont contribué des politiques monétaire et de gestion de la dette publique orientées dans le même sens. Les entrées de capitaux et un rythme de croissance relativement élevé pouvaient, jusqu'à un certain point, constituer des évolutions favorables, mais l'accélération de la hausse des prix et les perspectives de difficiles négociations salariales ont, de toute

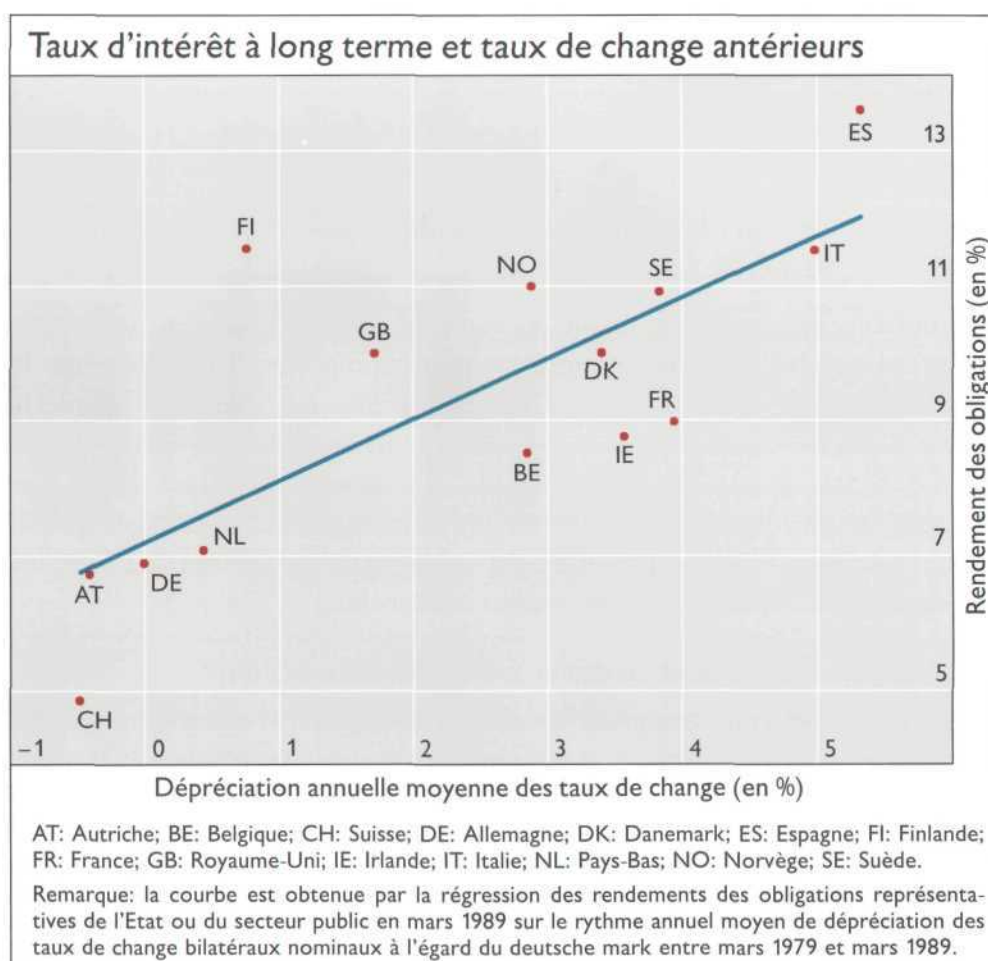
... en Espagne ...

... au Portugal ...

évidence, menacé d'empêcher la croissance économique de se poursuivre au même rythme et de rendre plus difficile à atteindre l'objectif consistant à rapprocher le taux d'inflation espagnol de celui des autres pays de la Communauté. Au Portugal, où les marchés financiers sont beaucoup moins ouverts, l'accent a été surtout mis sur l'abaissement des plafonds de crédit, fin 1988 et début 1989, et sur un renforcement des procédures de contrôle des octrois de prêts, afin de contrecarrer les pressions de la demande interne. L'instrument des taux d'intérêt n'a pour ainsi dire pas été utilisé, malgré un relèvement du taux d'escompte officiel en mars 1989. Depuis un certain nombre d'années, une dépréciation progressive et contrôlée de l'escudo a permis de compenser plus ou moins l'écart d'inflation entre le Portugal et les autres pays. L'an dernier, face au creusement de ce différentiel, les autorités ont mis un terme à leur pratique antérieure consistant à abaisser graduellement le taux de dépréciation de l'escudo.

... et en Australie

En Australie, depuis l'abandon, il y a quelques années, des objectifs formulés en termes de taux de change et de masse monétaire, c'est une batterie d'indicateurs qui sert de guide à la politique monétaire. Après avoir fluctué à l'intérieur d'une large fourchette dans le passé récent, sous l'effet notamment des jugements portés par les marchés sur les effets à attendre des variations des cours des produits de base sur la balance des paiements et sur l'économie, le taux de change du dollar australien s'est vivement



raffermi en 1988, sous l'influence d'un durcissement de la politique monétaire, avant d'enregistrer une chute brutale mais limitée au début de 1989. En dépit d'une nette contraction des besoins d'emprunt du secteur public, les pressions exercées par la demande sont devenues très fortes et l'augmentation des prix à la consommation, qui se situe encore à quelque 7%, risque clairement de s'accélérer à nouveau. Au début de 1989, les taux à trois mois sur le marché monétaire s'inscrivaient aux alentours de 17% et étaient orientés à la hausse en raison d'un alourdissement plus important que prévu du déficit de la balance des opérations courantes.

De même que dans les principaux pays, l'évolution des taux d'intérêt à long terme dans de nombreux pays de petite et moyenne dimension a été très différente, l'an dernier, de celle des taux d'intérêt à court terme. Les taux longs ont continué, dans une large mesure, à refléter les dépréciations antérieures du taux de change. On peut évidemment s'attendre que les marchés se placent dans une perspective à long terme lorsqu'ils évaluent la crédibilité des politiques monétaires dans les divers pays et l'évolution des relations de change à échéance éloignée. Comme le montre le graphique, les différences de niveaux entre les rendements obligataires d'un pays à l'autre semblent en étroite relation avec la dévalorisation de leurs monnaies respectives vis-à-vis du deutsche mark au cours des dix dernières années. Ainsi, pour tous les pays appartenant au MCE et pour l'Autriche, la crédibilité accrue de leurs engagements de change se manifeste dans le fait que leurs taux d'intérêt à long terme se situent au-dessous de la droite qui indique la relation moyenne estimée entre ces taux et les modifications antérieures des taux de change, tandis que, pour la plupart des autres pays européens, leurs taux correspondants se trouvent au-dessus.

Taux d'intérêt à long terme et crédibilité de la politique monétaire

Modifications dans la mise en œuvre de la politique monétaire et le mécanisme de transmission

L'an dernier, de nombreuses banques centrales ont dû à nouveau opérer en souplesse sur les marchés monétaires pour compenser l'incidence sur la liquidité bancaire des interventions sur les marchés des changes. Comme le besoin d'une plus grande rigueur monétaire s'est fait sentir, on a affiné l'utilisation d'instruments et de procédures d'intervention faisant appel aux mécanismes du marché pour orienter les taux d'intérêt. Un facteur fondamental à la base de cette évolution est l'intégration croissante des marchés des capitaux, à l'échelle nationale et internationale.

Interventions des banques centrales sur le marché monétaire

Ce sont les pays ayant accumulé de grandes quantités de réserves officielles de change en 1987 qui ont surtout ressenti l'incidence, sur les opérations des banques centrales, de la mutation substantielle qu'a subie l'an dernier la configuration des mouvements internationaux de capitaux. Les opérations sur le marché monétaire interne réalisées par la banque centrale ont, pour l'essentiel, assumé la charge de l'ajustement à une énorme diminution des réserves officielles de change en Allemagne et à un fléchissement beaucoup

Neutralisation des conséquences, pour la liquidité bancaire, des interventions sur les marchés des changes

plus limité que l'année dernière aux Pays-Bas. En Allemagne, les contingents de réescompte des banques ont été augmentés en novembre. Au Japon, en Belgique et au Royaume-Uni, pays où la progression des avoirs officiels de change s'est également ralentie de façon sensible en 1988, d'amples variations des soldes des comptes du Trésor, en partie dues aux politiques suivies en matière de gestion de la dette publique, ont contribué à éviter des répercussions sur la liquidité des banques. Au Japon et en Allemagne, la demande toujours plus forte de monnaie et de billets ainsi que la progression des réserves obligatoires ont été satisfaites à des taux d'intérêt reflétant les objectifs globaux de la politique monétaire.

Les interventions, même massives, ne représentent qu'un faible montant par rapport aux liquidités des banques de certains pays

En France, les interventions de la banque centrale sur le marché monétaire ont constitué la principale contrepartie de la variation du solde des opérations officielles sur les marchés des changes après les ventes massives nettes de devises en 1987. Toutefois, dans les principaux pays ayant enregistré l'an dernier une augmentation de l'excédent de leur balance des paiements sur la base des règlements, l'impact éventuel de cet excédent sur le bilan de la banque centrale n'a été qu'un élément mineur dans la conduite de la politique monétaire. En Italie, les réserves officielles de change ne se sont accrues que modérément, en termes nets, par rapport à la quantité et

Facteurs influant sur la monnaie de banque centrale

Pays	Monnaie de banque centrale ¹		Créances nettes de la banque centrale sur l'étranger ²		Concours de la banque centrale, interventions sur le marché ³		Autres facteurs internes ⁴	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
	variation de décembre à décembre, en % de la monnaie de banque centrale ⁵							
Etats-Unis	7,6	6,3	- 3,5	0,4	8,1	5,8	3,0	0,2
Japon	9,1	13,7	18,4	1,8	3,0	7,9	-12,3	4,0
Allemagne	12,5	9,8	23,1	-16,2	- 5,8	28,3	- 4,8	- 2,3
France	8,1	4,7	-20,7	1,8	29,2	0,2	- 0,4	2,7
Royaume-Uni	4,2	8,5	75,6	24,1	-48,9	- 6,0	-22,5	- 9,6
Italie	9,9	8,4	4,9	7,2	- 3,5	- 0,7	8,6	2,0
Canada	9,2	4,2	26,2	53,1	9,3	4,0	-26,3	-53,0
Pays-Bas	11,9	4,1	16,9	8,5	- 9,6	- 1,0	4,5	- 3,4
Belgique	2,6	1,1	19,5	4,4	- 0,4	0,1	-16,5	- 3,4
Suède	2,9	11,0	16,1	24,6	13,8	2,9	-27,2	-16,6
Suisse	6,0	-14,2	- 1,7	- 4,3	0,7	-14,4	6,9	4,4

¹ Pour l'Allemagne, à taux courants de réserves obligatoires, mais après élimination de l'incidence des modifications des taux; pour le Royaume-Uni, M0; pour les autres pays, billets et monnaies plus réserves des banques. ² A l'exclusion des swaps de devises destinés à réguler la liquidité bancaire. Pour les Etats-Unis, opérations sur les marchés des changes du Trésor et de la Réserve fédérale. Pour le Japon, le Royaume-Uni et le Canada, opérations du Fonds de stabilisation des changes du Trésor. ³ 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, swaps de devises et encaisses du Trésor placées sur le marché. ⁴ Comprend les mouvements dans les comptes de l'Etat ainsi que, dans le cas de l'Allemagne, l'incidence des modifications des taux de réserves obligatoires et des contingents de réescompte. ⁵ Flux nets des variations de change, partiellement estimés par la BRI. Pour les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Canada et les Pays-Bas, sur la base de moyennes mensuelles de données journalières ou hebdomadaires; pour les autres pays, chiffres de fin de mois.

Sources: données nationales.

au rythme de croissance en cours d'année de la monnaie de banque centrale, laquelle comporte une composante de réserves obligatoires plus importante que dans tous les autres pays. L'an dernier, les avances de la Banca d'Italia à l'Etat, qui représentent normalement à l'actif de son bilan la principale contrepartie de l'expansion de la monnaie de banque centrale, ont pu être relativement bien contrôlées grâce à des conditions favorables à la vente de bons du Trésor. Au Canada, les avoirs officiels de change sont conservés par le Trésor sur un Compte du fonds des changes et leur augmentation a été, comme d'habitude, essentiellement financée par des emprunts du Trésor, sans recours à la Banque du Canada. Aux Etats-Unis, le volume des transactions de la Réserve fédérale sur les marchés des changes est très faible par rapport à celui de ses opérations internes, et la part des avoirs des banques centrales étrangères déposés auprès de la Réserve fédérale est, elle aussi, extrêmement réduite et stable. Dans ces pays où les influences prédominantes exercées sur la liquidité bancaire sont d'origine interne, les observateurs sont rarement conscients de la très grande ampleur qui caractérise fréquemment dans les autres pays les variations des avoirs de change, quand on les rapporte au volume de la monnaie centrale et à la faible incidence des variations de taux d'intérêt sur la demande de monnaie centrale. Dans de telles circonstances, il faut un an ou plus pour neutraliser l'impact sur la liquidité bancaire des interventions sur les marchés des changes.

Tout en favorisant, l'an dernier, un raffermissement des taux d'intérêt sur les marchés par leur réglage de la liquidité bancaire, les instituts d'émission de nombreux pays n'ont, en général, relevé leurs taux officiels affichés (taux d'escompte et d'avances sur titres) que lorsqu'ils ont jugé utile de donner un signal sans ambiguïté au marché. Aux Etats-Unis, l'écart important qui est apparu entre le taux d'escompte officiel et le taux au jour le jour entre banques a eu tendance à affaiblir le lien existant entre ces taux et les réserves empruntées des banques. Selon les procédures d'intervention utilisées par la Réserve fédérale depuis 1982, c'est ce lien qui sert de fondement au mécanisme garantissant normalement que les mesures prises pour satisfaire aux objectifs opérationnels en matière de réserves empruntées exercent une influence relativement prévisible sur les taux d'intérêt du marché monétaire. L'an dernier, ce lien semble avoir également été affecté par les difficultés rencontrées par les institutions d'épargne. Les établissements collecteurs de dépôts semblent avoir montré une réticence inhabituelle à faire appel aux concours de la Réserve fédérale, soit parce qu'ils préféreraient garder intactes leurs capacités d'emprunt, soit parce qu'une telle démarche, si elle venait à être connue du marché, risquait d'être interprétée comme un signe de faiblesse financière de l'emprunteur. Dans ces circonstances, la Réserve fédérale a accordé davantage d'attention à l'évolution du taux au jour le jour entre banques dans la conduite de ses opérations d'open market.

Une modification de grande ampleur des procédures d'intervention sur le marché monétaire de la Banque du Japon est intervenue en novembre, après une période durant laquelle les taux d'intérêt pratiqués sur les

Hausses plus fortes sur les taux des interventions que sur les taux officiels affichés

Evolutions connexes des procédures d'intervention aux Etats-Unis ...

... au Japon ...

marchés des euromonnaies et le marché monétaire interne ouvert aux non-banques ont largement dépassé les taux des marchés interbancaires des dépôts et des effets, lesquels ont, au demeurant, eu tendance à perdre de leur importance relative. Les taux d'intérêt sur certaines échéances d'effets qui sont étroitement soumis à l'influence de la Banque du Japon en sont venus à être considérés comme des indicateurs de l'orientation de la politique monétaire et ne pouvaient donc être modifiés en souplesse. Pour renforcer son influence sur le processus de formation des taux, la Banque du Japon a élargi le marché des effets commerciaux à des échéances plus courtes, de façon à mettre en place un compartiment à une et deux semaines sur lequel elle pourra effectuer les opérations officielles. Simultanément, la durée maximale des dépôts interbancaires garantis a été abaissée à six jours et l'échéance la plus longue négociée sur le marché des dépôts interbancaires non garantis a été portée de trois semaines à six mois. Au début de 1989, l'échéance maximale pour les effets et les dépôts interbancaires non garantis a été allongée à douze mois, tandis qu'étaient assouplies les restrictions sur l'activité des banques, telles que le plafonnement de leur portefeuille de certificats de dépôt, afin de favoriser les opérations d'arbitrage entre les divers segments des marchés monétaires. Le ministère des Finances a prévu de lancer les premières émissions publiques de titres du Trésor à trois mois dans le courant de l'exercice financier s'achevant en mars 1990; elles viendront s'ajouter aux obligations à six mois émises depuis 1986. La banque centrale devrait ainsi disposer d'un instrument particulièrement adapté à ses interventions sur le marché.

... et en
Allemagne

En Allemagne, la Bundesbank a instauré, en septembre 1988, une nouvelle méthode d'adjudication «à l'américaine» pour les opérations de prise en pension de titres par lesquelles elle approvisionne les banques en liquidités pour une durée de deux mois. Dans le cadre de cette procédure, qui a été étendue en octobre aux opérations à échéance standard d'un mois, ce sont les taux proposés par chaque banque retenue qui sont appliqués pour l'adjudication, et non plus un taux uniforme comme cela était le cas auparavant. A une époque où les taux du marché étaient généralement élevés par rapport au taux d'adjudication uniforme, les banques avaient été incitées à soumissionner pour de très gros montants. Plus important encore, le remplacement du taux d'adjudication unique par un éventail de taux proposés par les banques implique une diminution du caractère voyant des conditions appliquées pour les opérations de la banque centrale. Lorsqu'il semblait opportun, compte tenu en particulier de l'évolution sur les marchés des changes, d'afficher clairement l'orientation de la politique de taux d'intérêt du marché, la Bundesbank a continué d'avoir recours à des adjudications en fonction des quantités, qui consistent à indiquer un taux d'intérêt déterminé auquel elle est prête à accepter les offres et à attribuer ensuite le montant total offert au prorata des soumissions. En novembre, la Bundesbank a complété son éventail d'instruments de réglage au plus fin en instituant une «adjudication rapide», essentiellement à l'intention des banques actives sur le marché monétaire, et dont elle peut faire usage en vue d'octroyer des liquidités pour des périodes n'excédant pas quelques jours.

En Belgique, la Banque Nationale a mis en place, au début de 1989, des procédures d'adjudication destinées à fournir des liquidités aux banques pour des périodes de quinze jours. Une nouvelle loi a été adoptée en décembre 1988, régissant le système de réserves obligatoires (le système existant ne pouvait être mis en œuvre que selon une procédure d'urgence et dans des circonstances particulières). L'application de ces mesures pourrait, à terme, rapprocher les techniques auxquelles la Banque Nationale de Belgique a recours pour agir sur les taux d'intérêt du marché monétaire de celles qui sont utilisées en Allemagne, en France et aux Pays-Bas.

Modifications
des procédures
d'intervention
sur le marché
monétaire
et du système
de réserves
obligatoires
en Belgique ...

En octobre 1988, la Banca d'Italia a rendu publiques des propositions visant à autoriser dans une certaine mesure le calcul d'une moyenne mensuelle des réserves constituées pour vérifier si les banques respectent leurs obligations; ces propositions avaient également pour objet de restreindre les lignes ordinaires de crédit ouvertes aux banques auprès de l'institut d'émission et de faire varier plus fréquemment les taux officiels de ses avances à échéance fixe de façon à les maintenir, en situation normale, au-dessus du niveau des taux des marchés à court terme. Là encore, de telles modifications pourraient rendre les procédures opérationnelles des autorités italiennes sur le marché monétaire plus conformes à celles des autres pays appartenant au mécanisme de change du SME. En particulier, la prise en compte du niveau moyen mensuel des réserves obligatoires, qui correspond à la pratique adoptée dans la plupart des pays du Groupe des Dix, contribue généralement à éviter les brusques fluctuations des taux à court terme durant la période de constitution des réserves. L'exemple de la Suisse illustre parfaitement ce point, puisque, à la suite de l'institution, au début de 1988, de nouvelles obligations en matière de liquidité, assorties de la possibilité de se référer à une moyenne, les flambées des taux à court terme du marché monétaire, fréquemment constatées en fin de mois et qui étaient si caractéristiques du marché helvétique, ont quasiment disparu. Toutefois, à l'opposé de ce que prévoient les dispositions relatives aux réserves obligatoires en vigueur dans de nombreux autres pays, les nouvelles règles prudentielles régissant la liquidité bancaire en Suisse exigent des banques qu'elles conservent des soldes si bas sur les livres de la Banque Nationale Suisse que la plupart d'entre elles ont normalement besoin de détenir des réserves excédentaires aux fins de la compensation. La demande de réserves des banques s'est contractée en 1988 bien plus qu'il n'avait été prévu, mais la Banque Nationale Suisse espère qu'elle demeurera stable à l'avenir.

... en Italie ...

... en Suisse ...

Au Canada, où le gouvernement se propose d'abolir le système actuel de réserves obligatoires pour les banques, des propositions récemment publiées prévoient notamment la modification des conditions des concours de la Banque du Canada. Elles ont pour objectif d'offrir à un nombre accru d'établissements de compensation des incitations à gérer leur position intra-hebdomadaire vis-à-vis de la Banque du Canada selon des modalités qui devraient contribuer à une plus grande stabilité des taux d'intérêt à court terme. Aux Pays-Bas, où la prise en compte de moyennes pour les contingents de liquidités alloués par la banque centrale a contribué à faire évoluer

... au Canada ...

... et aux
Pays-Bas ...

les taux du marché monétaire de façon plus régulière, la Banque des Pays-Bas a annoncé, en mars 1989, qu'elle allait entreprendre des opérations sur fonds d'Etat afin de relever de manière sélective les taux d'intérêt à long terme.

Si la plupart de ces modifications contribuent à une convergence croissante des modalités d'intervention des banques centrales dans les différents pays, elles ont aussi tendance, dans la plupart des cas, à accorder une plus grande attention aux taux d'intérêt internes en tant que variables opérationnelles et ne visent pas au premier chef à stabiliser les taux de change. La Suède est le seul pays du Groupe des Dix à avoir mis en place un dispositif, et notamment une tarification progressive des concours de la banque centrale, grâce auquel, en l'absence de toute action explicite de la banque centrale, l'incidence sur la liquidité bancaire des variations des avoirs officiels de change pourrait orienter les taux d'intérêt du marché monétaire dans un sens propre à stabiliser le taux de change. Au début de 1988, le caractère progressif du barème des taux d'intérêt a été accentué par la création de tranches plus petites.

Incertitudes concernant le mécanisme de transmission de la politique monétaire

Dans de nombreux pays, l'influence de la politique monétaire sur l'économie en est venue, ces dernières années, à s'appuyer moins sur le contrôle quantitatif du crédit et le réglage de la liquidité, et davantage sur les mécanismes de taux d'intérêt. Dans un contexte marqué par une intégration financière accrue à l'échelle internationale, les répercussions des taux de change ont pris plus d'importance, surtout dans les grands pays. On a encore pu constater, l'an dernier, que les taux d'intérêt du marché et les taux de change réagissent à la politique monétaire d'une façon qui peut être grandement conditionnée par les anticipations et par des facteurs externes autant qu'internes. Les changements intervenus dans ce mécanisme de transmission ont été plus marqués dans certains pays que dans d'autres, et il ne faudrait pas en conclure pour autant que la politique monétaire est devenue généralement moins efficace pour contrôler l'inflation sur une longue période. Dans de nombreux cas cependant, ces modifications ont accentué les incertitudes concernant les conséquences à court terme de la politique monétaire, rendant plus difficile l'appréciation de son orientation à la lumière des évolutions en cours dans l'économie.

Les modifications du mécanisme de transmission de la politique monétaire se sont manifestées avec plus de clarté au Japon et dans les pays européens ayant levé, ces dernières années, les contrôles du crédit et des changes. Toutefois, la suppression de la réglementation des taux d'intérêt aux Etats-Unis, au début des années quatre-vingt, et la création de nouveaux instruments financiers et de marchés secondaires dans divers pays ont contribué à faire perdre de leur efficacité aux contraintes exercées sur la liquidité et au rationnement du crédit. Grâce aux nouvelles technologies de l'information et de la transmission des ordres, les entreprises ont pu

... qui mettent
davantage
l'accent sur les
taux d'intérêt en
tant que variables
opérationnelles

Incidence d'une
intégration
accrue des
marchés

Perte d'efficacité
du rationnement
du crédit et
des contraintes
de liquidité

limiter le volume de leurs encaisses de transaction peu rémunérées, tandis que, dans un nombre toujours croissant de pays, de nouvelles catégories de dépôts ou de fonds de placement à court terme offrent de plus en plus aux petits épargnants la possibilité de bénéficier des taux du marché et d'arbitrer leurs portefeuilles aux moindres coûts. Dans beaucoup de pays européens, les établissements de crédit spécialisés ont été autorisés à diversifier leurs activités et à prendre pied sur d'autres marchés. L'intensification de la concurrence a contribué à lever les contraintes conventionnelles sur l'accès au crédit des ménages (par exemple en France, au Royaume-Uni et en Suède) et des entreprises ne disposant pas de la meilleure signature (en particulier aux Etats-Unis).

Dans certains pays, les mécanismes traditionnels de transmission des variations de taux d'intérêt ont été sensiblement affectés, ces dernières années, par les nouvelles méthodes de détermination de leurs taux utilisées par les institutions financières. Au Japon, l'an dernier, la fixation des taux débiteurs privilégiés a été assouplie par des arrangements les liant aux taux du marché et non plus au taux d'escompte de la Banque du Japon. Des adaptations de cette nature, qui ont également été effectuées dans d'autres pays depuis plusieurs années, contribuent à accélérer la transmission des impulsions de la politique monétaire d'un bout à l'autre du système financier. L'expérience a toutefois montré, l'an passé, que les délais avec lesquels les établissements financiers majorent leurs taux variables, pour les prêts au logement en particulier, demeurent très longs dans certains cas.

Il est apparu de plus en plus évident que les réactions des taux d'intérêt du marché peuvent être largement influencées par les anticipations. En raison des incertitudes suscitées par la variabilité des anticipations du marché, il est devenu plus difficile de prévoir l'incidence des variations des taux d'intérêt à court terme sur les taux longs. De surcroît, des mouvements internationaux de capitaux, influencés par les anticipations des résidents et des non-résidents, ont peut-être contribué à diminuer la sensibilité des rendements obligataires aux variations des taux du marché monétaire interne dans tel ou tel pays. Le fait que les taux d'intérêt longs aient réagi de façon limitée, l'an dernier, à l'élévation des taux courts peut constituer un élément favorable, dans la mesure où il a traduit la stabilisation des anticipations inflationnistes, mais il a également soulevé la question de savoir si la politique monétaire était à même d'entraîner un ralentissement sensible de l'activité économique.

Certains effets de richesse, de substitution et de revenu découlant des taux d'intérêt sont de plus en plus difficiles à prévoir. Les événements qui ont suivi l'effondrement des marchés boursiers donnent à penser que les répercussions de l'effet de richesse induit par les modifications de prix des actifs sur les dépenses de consommation et l'incidence de la réévaluation des actifs sur l'investissement des entreprises peuvent ne pas avoir l'ampleur attendue. Cela étant, le renchérissement, sur une longue période, des valeurs mobilières, logements et autres actifs a dû jouer un rôle dans la vigueur de l'expansion économique de l'an dernier. Dans certains pays, les relèvements de taux d'intérêt ne semblent pas avoir réussi à freiner avec

Modifications
des mécanismes
de transmission
des variations
de taux d'intérêt

Incertitudes
concernant
les effets des
anticipations

Implications de l'accroissement de l'endettement

une grande efficacité la forte demande de crédits pour financer des rachats de sociétés ou des dépenses de consommation, mais l'endettement concomitant de certaines catégories d'entreprises aux Etats-Unis et des ménages au Royaume-Uni, en particulier, porte à croire que les taux d'intérêt pourraient avoir à l'avenir de puissants effets de revenu et de liquidité. Bien sûr, cette arme pourrait être à double tranchant si des situations financières fragiles ou des pressions politiques hostiles à des hausses de taux d'intérêt venaient entraver la conduite de la politique monétaire.

Problèmes liés à l'incidence des taux de change

L'influence grandissante du taux de change sur l'évolution économique a peut-être tendance à renforcer le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Lorsqu'elles ont resserré les conditions monétaires internes l'an dernier, les autorités d'un certain nombre de pays ont semblé tirer profit de deux conséquences de la revalorisation de leur monnaie: une modération de la hausse des prix à l'importation et une intensification des pressions de la concurrence sur les industries exportatrices et sur certains secteurs exportateurs de l'économie nationale. Les mouvements du taux de change ont toutefois tendance à redistribuer les tensions inflationnistes entre les pays. De plus, les taux de change pourraient un jour être à nouveau soumis à l'influence de facteurs non monétaires, notamment les positions relatives en matière de balance des paiements.

Risques inhérents à la situation actuelle

Les résultats du durcissement monétaire se font encore attendre

La politique monétaire suivie l'an dernier dans la plupart des pays industriels a dû abandonner son objectif antérieur, qui consistait à soutenir l'activité économique, pour s'efforcer d'empêcher la création d'une dynamique inflationniste. Elle est peut-être parvenue à contenir les anticipations inflationnistes sur les marchés financiers, mais l'activité économique ne paraît avoir répondu qu'avec lenteur aux efforts déployés dans le sens d'un durcissement de la politique monétaire. Au printemps de 1989, les autorités monétaires, qui caressaient encore l'espoir de parvenir à un «atterrissage en douceur», ont attendu les résultats de leurs mesures restrictives. Dans l'intervalle, des signes de tensions sur les prix et les salaires sont apparus de plus en plus clairement et il reste à voir quel sera le degré d'efficacité des mesures prises pour contenir l'inflation.

La demande a exercé de fortes pressions l'an dernier dans de nombreux pays caractérisés par des balances des paiements courants structurellement faibles, et des mouvements de taux de change apparemment sans rapport avec la configuration de leur balance des paiements ont dû être acceptés comme conséquence de l'indispensable resserrement de leurs conditions monétaires, même s'ils risquaient d'accumuler des difficultés pour l'avenir. Un problème de fond se pose à ce stade, celui des déséquilibres entre épargne et investissement. Ils peuvent avoir de multiples origines, mais les déficits des budgets de l'Etat y jouent souvent un grand rôle. Etant donné la vigueur de la croissance de l'économie mondiale, il est tout à fait nécessaire, pour des raisons internes, de poursuivre l'action entreprise en vue de réduire à moyen terme des déficits budgétaires importants,

même dans les pays enregistrant de forts excédents des paiements courants. Dans d'autres pays, il convient de prendre des mesures plus immédiates. Les tensions à la hausse du dollar EU, qui ont contribué à ralentir le processus d'ajustement international, peuvent s'expliquer, dans une très large mesure, par le fardeau accru qui incombe à la politique monétaire du fait de l'absence de progrès dans le sens d'une diminution du déficit du gouvernement fédéral aux Etats-Unis, alors même que l'économie parvenait presque aux limites d'utilisation de ses capacités. Le défaut d'ajustement budgétaire continue d'exercer des pressions sur le taux de change et aggrave les difficultés que rencontrent les autres pays pour mettre en œuvre des politiques visant à assurer la stabilité des conditions monétaires.

Le soutien
d'un ajustement
budgétaire
est nécessaire

VII. Le système monétaire international

Faits saillants

Malgré la persistance de forts déséquilibres des paiements courants, la situation sur les marchés des changes s'est nettement modifiée l'année dernière. Impressionnés par le fléchissement déjà sensible du dollar et les mesures adoptées par les autorités pour prévenir son aggravation, les marchés se sont de moins en moins préoccupés du risque d'une faiblesse continue de la monnaie américaine. Aussi les amples écarts de taux d'intérêt favorables au dollar ont-ils recommencé à exercer pleinement leur influence sur les flux de capitaux. Les pressions considérables à la baisse qui avaient caractérisé les années 1986 et 1987 se sont progressivement atténuées, et ont même disparu par intermittence, le dollar faisant alors preuve d'une excellente tenue. Les entrées spontanées de capitaux ont été parfois supérieures au déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis, et les autorités ont procédé à maintes reprises à des interventions concertées afin de prévenir un redressement excessif du dollar. Celui-ci a néanmoins connu l'année dernière des accès de faiblesse au cours desquels il a reçu un soutien substantiel de la part des autorités. Bien qu'il soit resté inférieur au chiffre de 1987, le volume brut des ventes et des achats de dollars effectués aux fins d'interventions par les pays du Groupe des Dix a dépassé les montants des années antérieures.

Les perspectives plus équilibrées des marchés des changes ont non seulement étayé le dollar mais encore stimulé les monnaies d'un certain nombre d'autres pays ayant des taux d'intérêt et une inflation élevés ainsi qu'un déficit ample ou croissant des paiements courants. En revanche, les monnaies de certains pays à inflation traditionnellement modeste et à taux d'intérêt nominaux assez faibles, en particulier l'Allemagne et la Suisse, ont fait l'objet de fortes pressions à la baisse.

Pour le Système monétaire européen, 1988 et le début de 1989 ont constitué une période de stabilité relative. Malgré l'aggravation des déséquilibres commerciaux entre les pays membres, le raffermissement du dollar et le resserrement continu des écarts d'inflation ont contribué à prévenir l'apparition de fortes turbulences sur les marchés des changes.

L'ascension du dollar, la hausse des taux d'intérêt et la confiance dans la détermination des autorités de juguler l'inflation ont eu tendance l'année dernière à ôter à l'or une grande partie de son attrait. En mai 1989, son cours en dollars est tombé à son niveau le plus bas depuis l'été 1986.

L'expansion des réserves globales, qui avait été exceptionnellement forte en 1987, s'est nettement ralentie. Les efforts déployés par les autorités de pays autres que les Etats-Unis pour modérer la dépréciation de leur monnaie par rapport au dollar ont parfois entraîné une compression considérable

des réserves officielles en dollars, tandis que les réserves en d'autres devises se sont sensiblement accrues. Les créances du Fonds monétaire international se sont encore contractées, en raison des remboursements de prêts octroyés dans les premières années de la crise de l'endettement. Ce phénomène s'est traduit par un recul des positions de réserve au Fonds des pays industrialisés dont les monnaies ont servi à ces remboursements.

Marchés des changes

Evolution sur le marché du dollar EU

On a assisté pendant la période sous revue à un net renversement des tendances sur les marchés des changes. Après quasiment trois ans de baisse prononcée et une chute particulièrement forte vers la fin de 1987, le dollar a commencé à se redresser progressivement. Non seulement les autorités ont pu espacer leurs interventions de soutien, mais parfois elles ont vendu d'importants montants de dollars, afin de limiter la forte remontée du cours de change, jugée inopportune compte tenu de l'ampleur persistante du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis et de la nécessité d'un nouvel ajustement.

L'évolution qui a caractérisé le début de 1988, à savoir l'amélioration considérable de l'opinion du marché envers la monnaie américaine grâce aux interventions bien orchestrées des autorités en sa faveur et aux signes d'une réduction sensible du déficit commercial des Etats-Unis, a déjà été décrite dans le Rapport annuel de l'année dernière. Dans le courant du mois de mars 1988, toutefois, la confiance des opérateurs a recommencé à être ébranlée, la vigueur plus grande que prévu de l'économie américaine semblant limiter les possibilités d'une nouvelle amélioration de la balance commerciale des Etats-Unis. Malgré un élargissement sensible des écarts de taux d'intérêt en faveur de ce pays et la publication d'une autre série de bons résultats du commerce extérieur américain, le taux de change du dollar par rapport au yen, qui s'était redressé après une chute sans précédent au début de l'année (à moins de Y 122) pour atteindre un sommet de Y 131 à la mi-février, a de nouveau fléchi en deçà de Y 125 à la fin de mars.

Néanmoins, les interventions concertées des autorités à la fin de mars et vers le milieu d'avril ont contribué à rétablir la confiance du marché dans le dollar, et les amples écarts de taux en sa faveur ont recommencé à exercer une emprise grandissante sur les flux de capitaux. Le dollar a alors repris son ascension, bien que timidement au début et seulement à l'égard des monnaies européennes. Vers la mi-juin, la publication, pour la seconde fois en deux mois, de chiffres du commerce extérieur américain semblant indiquer qu'une amélioration décisive de la balance des paiements courants aux Etats-Unis était en cours a fortement stimulé la devise américaine. En outre, plus tard dans le mois, le texte du communiqué officiel qui a suivi le sommet économique de Toronto a paru persuader les marchés que les pays du Groupe des Sept accepteraient peut-être une nouvelle appréciation modérée du dollar.

Changement
fondamental de
la situation du
marché

Baisse du dollar
au début du prin-
temps 1988 ...

Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au dollar EU

Moyennes hebdomadaires, troisième semaine de février 1987 = 100



... suivie d'un net raffermissement pendant l'été

Les investisseurs n'ont pas pu résister à la conjonction de perspectives optimistes de la monnaie américaine et de larges écarts de taux d'intérêt en sa faveur. En conséquence, le taux de change du dollar vis-à-vis du deutsche mark, qui était déjà remonté de quelque DM 1,66, fin mars, à DM 1,75, vers la mi-juin, a dépassé aux environs de la mi-juillet le niveau de DM 1,83 qui était le sien avant l'accord du Louvre, pour atteindre un sommet de DM 1,92 dans la deuxième semaine d'août, sous l'effet d'un relèvement du taux d'escompte aux Etats-Unis imputable à la vigueur de l'économie intérieure et aux craintes d'une reprise de l'inflation. On en était alors à une hausse de 21,5% par rapport au creux enregistré fin 1987 à l'égard du deutsche mark. La publication, à la mi-août, de résultats décevants du commerce extérieur américain et la série de relèvements des taux d'intérêt opérés le 26 août, après concertation, par les banques centrales européennes n'ont pas empêché la devise américaine de continuer sur sa lancée jusqu'à la fin du mois de septembre.

Action des autorités pour prévenir un redressement excessif du dollar

Malgré le soutien actif des autorités au deutsche mark, le dollar a poursuivi son ascension. Les achats officiels de deutsche marks aux Etats-Unis entre fin juin et fin septembre se sont élevés à \$5 milliards, tandis que les réserves de change allemandes se sont contractées de \$10,6 milliards sur les quatre mois allant de juin à septembre. De plus, la Deutsche Bundesbank, préoccupée par la forte expansion des agrégats monétaires internes, a réagi au raffermissement du dollar en provoquant une brusque hausse des taux d'intérêt à court terme, de moins de 3,5% à la fin mai à plus de 5% début août, le taux d'escompte officiel étant relevé de 0,5 point début juillet et de nouveau à la fin du mois d'août.

Pendant cette période, le dollar s'est également apprécié à l'égard du yen japonais, mais dans des proportions bien moindres; il ne s'est jamais rapproché du niveau atteint à l'époque de l'accord du Louvre et il n'a été fait état d'aucune intervention visant à freiner sa hausse.

En septembre, le dollar est resté généralement ferme, en particulier à la suite de la publication d'une autre série de résultats positifs du commerce extérieur, puis, plus tard dans le mois, d'un communiqué des pays du Groupe des Sept qui a été une fois de plus interprété par les marchés comme une indication laissant entrevoir une nouvelle appréciation possible du dollar. Au cours du mois d'octobre, toutefois, l'enthousiasme à l'égard du dollar a commencé à s'atténuer. Les efforts déployés par les autorités en vue de prévenir une remontée excessive de la monnaie américaine avaient finalement impressionné les marchés. Dans le même temps, les moins bons résultats du commerce extérieur des Etats-Unis et les statistiques en provenance des pays excédentaires ont semblé indiquer que le processus d'ajustement des balances des paiements courants ne se déroulait pas aussi bien que prévu. Le dollar s'est mis à faiblir et les pressions à la baisse se sont intensifiées en novembre après les élections présidentielles américaines, les marchés se demandant si la nouvelle Administration interviendrait avec résolution pour réduire le déficit budgétaire. La dépréciation du dollar a été particulièrement prononcée vis-à-vis du yen japonais, le taux de change tombant fin novembre à Y 121, son plus bas niveau de l'après-guerre.

Comme à d'autres occasions, les autorités ont eu recours à des interventions concertées, cette fois bien entendu en faveur du dollar, pour contre-carrer les pressions excessives sur les marchés des changes. Entre fin octobre et début décembre, la Réserve fédérale a ainsi soutenu sa monnaie en vendant des yens à concurrence de près de \$2 milliards et des deutsche marks pour une contre-valeur de \$630 millions. En outre, l'économie américaine montrant, de manière quelque peu inattendue, de nouveaux signes d'euphorie, les autorités du pays ont provoqué une hausse prononcée des taux d'intérêt en novembre. Toutefois, comme les craintes concernant le dollar prédominaient, le niveau attrayant de ses taux n'était pas alors d'un grand secours.

La présence continue des banques centrales sur les marchés des changes et les anticipations d'un nouveau resserrement de la politique monétaire américaine ont toutefois fini par porter leurs fruits. Bien que la Deutsche Bundesbank et d'autres banques centrales européennes aient relevé leurs taux directeurs pour des raisons internes à la mi-décembre, le dollar s'est progressivement redressé jusqu'à la fin du mois. En janvier, sa hausse s'est accélérée, malgré la persistance d'interventions concertées en faveur du deutsche mark, les résultats décevants du commerce extérieur américain et le rétrécissement marqué des écarts de taux d'intérêt. Une nouvelle série de relèvements des taux directeurs de la Deutsche Bundesbank et d'autres banques centrales européennes, dictée essentiellement cette fois par des considérations de taux de change, n'a pas non plus réussi à rétablir l'équilibre du marché, et le dollar a poursuivi son envolée pour atteindre un sommet de DM 1,88 début février, soit une progression de près de 10% par rapport au creux de fin novembre.

Accès de
faiblesse du dollar
à l'automne

Interventions des
autorités en
faveur du dollar

Le dollar connaît
un regain de
vigueur à la fin de
1988 et au début
de 1989

Brève période
de stabilité

Au cours de la deuxième semaine de février, les tensions à la hausse sur le dollar se sont temporairement apaisées. Une fois de plus, les interventions concertées toujours plus agressives avaient influé sur les marchés. Par ailleurs, un nombre croissant de signes témoignaient du gonflement de l'excédent des paiements courants de l'Allemagne et de la vigueur constante de son économie. Le dollar a alors reculé et la Réserve fédérale a pu, fin février, relever le taux d'escompte sans perturber les marchés.

Le dollar reste
ferme malgré
les interventions
concertées
des autorités

Début mars, la Deutsche Bundesbank a surpris les opérateurs en annonçant une réduction de ses taux directeurs, sans donner lieu immédiatement à des réactions négatives majeures sur les marchés des changes. Les indications fournies quelques jours plus tard par les statistiques d'une accélération de l'inflation et les anticipations concomitantes d'un renchérissement du loyer de l'argent aux Etats-Unis ont toutefois entraîné une nouvelle appréciation du dollar. Malgré la répétition d'interventions concertées de part et d'autre de l'Atlantique, la monnaie américaine a continué de se raffermir jusqu'à la fin du mois de mars. Il a fallu, début avril, l'annonce, par les pays du Groupe des Sept, de leur ferme opposition à une nouvelle ascension du dollar ainsi que quelques ventes de dollars par la Banque du Japon (sa première intervention depuis la fin de 1985) pour que la monnaie américaine recule légèrement. Courant avril, l'Allemagne et un certain nombre d'autres pays européens ont relevé leurs taux directeurs. Cependant, on a assisté à une recrudescence des tensions à la hausse sur le dollar vers la fin du mois. Malgré les interventions persistantes des autorités et un resserrement des écarts de taux d'intérêt, le dollar a dépassé DM 2,00 et Y 140 au cours de la quatrième semaine de mai, à la suite de la publication de résultats plus favorables que prévu du commerce extérieur américain.

Dynamisme du
dollar canadien

Le Canada a été le seul pays du Groupe des Dix à voir sa monnaie se renforcer nettement par rapport au dollar EU pendant la période sous revue. Le dynamisme de son économie et la fermeté de sa politique monétaire lui ont permis de maintenir ses taux d'intérêt à des niveaux sensiblement plus élevés qu'aux Etats-Unis. Simultanément, l'opinion du marché à l'égard du dollar canadien a été favorablement impressionnée par la perspective de l'accord de libre-échange avec les Etats-Unis ainsi que par les tendances des cours des produits de base et l'amélioration corrélative des termes de l'échange du pays. La conjugaison de taux d'intérêt nominaux très élevés et de perspectives optimistes concernant le taux de change s'est traduite par un afflux de capitaux supérieur au déficit croissant de la balance des paiements courants. En conséquence, la monnaie canadienne s'est renforcée par rapport au dollar EU pendant la quasi-totalité de 1988, et, à la mi-mai 1989, son appréciation depuis le creux de fin 1987 atteignait 9% vis-à-vis du dollar EU et 34% à l'égard du deutsche mark.

Evolution des autres monnaies

Nette appréciation du yen
vis-à-vis du
deutsche mark ...

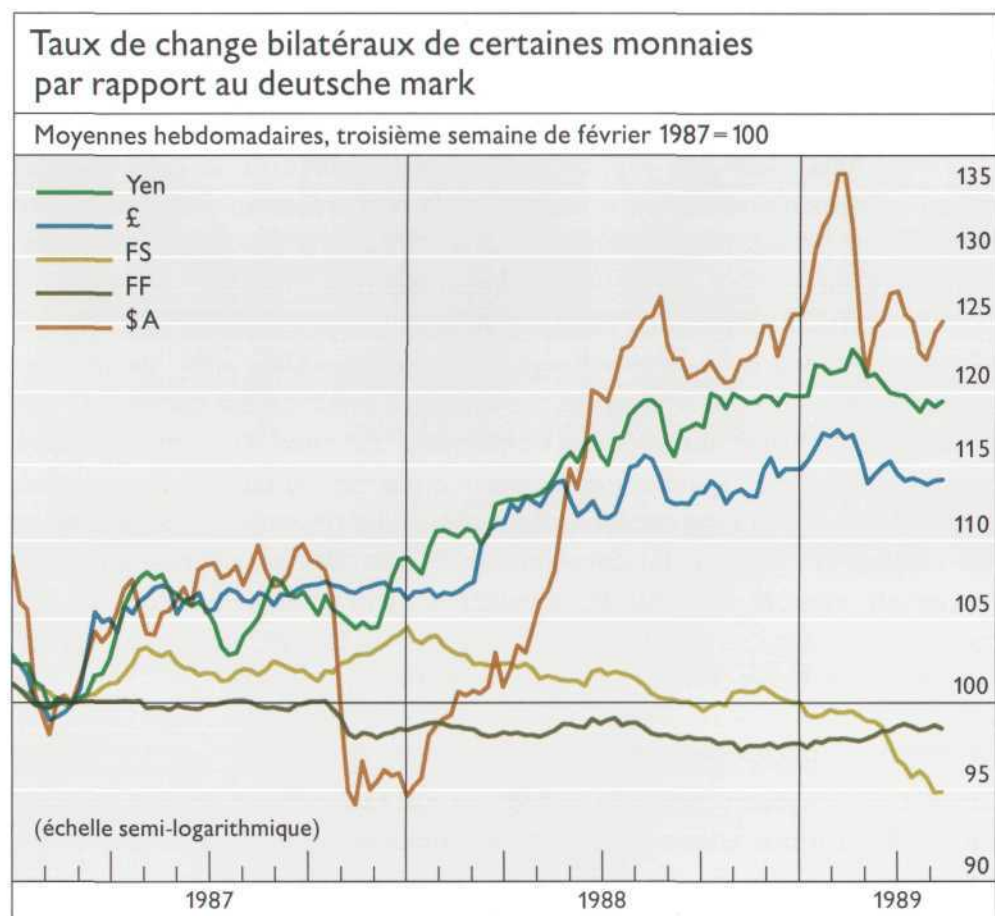
L'évolution sur les marchés des changes a été caractérisée l'année dernière par les fluctuations prononcées entre les monnaies autres que le dollar EU, notamment le taux clé yen-deutsche mark. Le fléchissement du deutsche mark pendant les périodes de vigueur du dollar a été plus marqué que celui

du yen, alors que, lors des accès de faiblesse de la monnaie américaine, le yen a repris davantage de terrain que le deutsche mark. Ainsi, à la mi-février 1989, le yen s'était apprécié de 22% par rapport au deutsche mark depuis l'accord du Louvre. Il a cependant reculé par la suite.

Il n'est pas facile d'expliquer la divergence de comportement de ces deux grandes monnaies à partir des données économiques fondamentales. Par rapport au PNB, l'excédent de la balance des paiements courants allemande apparaît maintenant bien supérieur à celui du Japon. Par ailleurs, la possibilité d'un accroissement des importations reste sans doute plus importante au Japon qu'en Allemagne. Les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, à court terme comme à long terme, sont plus élevés en Allemagne et, compte tenu des bonnes perspectives économiques du pays, ils ne sont pas prêts de fléchir. L'horizon 1992 semble être, lui aussi, de bon augure pour le deutsche mark. En outre, du fait des différences dans la répartition géographique des échanges japonais et allemands, la forte dépréciation du dollar depuis 1985 a entraîné une hausse beaucoup plus marquée du taux de change effectif du yen que de celui du deutsche mark.

L'un des principaux facteurs de l'affaiblissement du deutsche mark en 1988 a sans doute été, en Allemagne, le projet d'introduction d'une retenue à la source de 10% sur les revenus d'intérêts. Il en est résulté une forte progression des sorties de capitaux, dont le montant a parfois nettement dépassé l'excédent de la balance des paiements courants.

... difficile à expliquer sur la base des données économiques fondamentales



Grande fermeté
de la livre et
dilemmes en
matière de poli-
tique économique

Alors que les taux d'intérêt plus forts en Allemagne qu'au Japon n'ont pas réussi à soutenir le deutsche mark par rapport au yen, ce sont essentiellement les taux encore plus élevés au Royaume-Uni qui expliquent la mauvaise tenue de la devise allemande vis-à-vis de la livre, malgré le rythme supérieur de l'inflation britannique et un déficit des paiements courants en rapide progression outre-Manche. L'ampleur des entrées de capitaux attirés par le haut niveau des taux d'intérêt nominaux au Royaume-Uni et, par conséquent, les tensions à la hausse exercées sur la livre ont placé les autorités britanniques devant des choix de politique économique difficiles: d'un côté, le danger d'une appréciation excessive; de l'autre, la menace d'une surchauffe de l'économie et d'une recrudescence de l'inflation.

Après que les autorités eurent laissé leur monnaie dépasser son plafond officieux de DM 3,00 au début de mars 1988, la livre s'est progressivement appréciée pour atteindre DM 3,19 à la mi-mai, tandis que la Banque d'Angleterre donnait le signal d'un abaissement du taux de base des banques commerciales en trois étapes, de 9% à la mi-mars à 7,5% vers la mi-mai, pour contrecarrer l'incidence déflationniste de la hausse du taux de change. A compter de la fin de mai, la livre a toutefois commencé de s'affaiblir. Ce repli a résulté en grande partie du raffermissement du dollar EU, de la forte détérioration de la balance des paiements courants au Royaume-Uni et du resserrement de la politique monétaire en Allemagne. La Banque d'Angleterre a réagi en suscitant une hausse du taux de base des banques commerciales en huit paliers, de 7,5%, début juin, à 12%, fin août. Malgré le fort élargissement de la prime d'intérêt à court terme vis-à-vis du dollar, la livre est tombée d'un sommet de \$1,89 à la mi-mai à un creux de \$1,66 fin septembre et elle est revenue à environ DM 3,14 par rapport au deutsche mark.

Affaiblissement
temporaire de la
livre et réactions
de la Banque
d'Angleterre

L'accès de faiblesse ultérieur du dollar a coïncidé avec une forte appréciation de la livre sterling vis-à-vis de la monnaie américaine et aussi, dans une certaine mesure, du deutsche mark. Bien qu'elle ait aussi participé au mouvement général de recul vis-à-vis du dollar en décembre et janvier, la livre a continué de se renforcer à l'égard du deutsche mark pour atteindre fin janvier un nouveau sommet, à plus de DM 3,28. Cependant, au cours du mois de février, elle a commencé à se ressentir du désenchantement général qui s'est manifesté à l'égard des monnaies à haut rendement après la forte baisse du dollar australien. Avec, à l'arrière-plan, une aggravation du déficit commercial et de l'inflation, elle est tombée à un creux de DM 3,16 début mars et a continué de perdre du terrain par rapport au dollar EU, malgré le soutien répété de la Banque d'Angleterre.

Hausse et
chute du dollar
australien

Quant au dollar australien, avec des rendements à long terme de quelque 12% et une appréciation de 25% environ vis-à-vis du dollar EU et du deutsche mark entre le milieu de 1987 et le début de février 1989, il a longtemps semblé être le placement miracle pour les investisseurs (à condition qu'ils acceptent d'ignorer les risques de change sous-jacents). En février 1989, toutefois, l'annonce de résultats décevants de la balance des paiements courants lui a fait perdre environ 10% en deux semaines vis-à-vis des monnaies américaine et allemande.

Le franc suisse, en revanche, a plus ou moins connu le même sort que le deutsche mark. Dans le contexte d'une inflation légèrement plus élevée qu'en Allemagne, mais de taux d'intérêt à long terme nettement moindres, il a fait l'objet de fortes pressions à la baisse et a même été l'une des rares devises à perdre du terrain par rapport aux monnaies du mécanisme de change du SME. Malgré un net relèvement des taux d'intérêt dans le pays, son cours, à la mi-mai 1989, était inférieur de 10% environ à son niveau de fin 1987 vis-à-vis du deutsche mark, et il avait reculé de 27% par rapport au dollar EU.

Faiblesse inhabituelle du franc suisse

Evolution des taux de change effectifs

Le graphique de la page suivante illustre l'évolution récente des taux de change de certaines monnaies, pondérés en fonction des parts d'exportation et d'importation de vingt et un pays industrialisés et compte tenu de la concurrence des parts d'exportation dans les pays tiers.

On peut voir que 1988 a été l'année des monnaies à taux d'intérêt élevés. Cela ressort tout particulièrement de la partie droite du graphique qui donne les indices de taux de change ajustés des variations des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie de transformation. Bien que ces coûts ne soient qu'un indicateur très imparfait des coûts finals, les indices de taux de change ainsi calculés donnent une image plus réaliste de l'évolution en matière de compétitivité internationale que les taux de change effectifs nominaux ou les taux de change effectifs réels qui s'appuient sur les indices des prix à la consommation.

Influence prépondérante des écarts de taux d'intérêt nominaux sur les variations des taux de change

Sur cette base, le deutsche mark et le yen se sont dépréciés de 4% et 9% respectivement en 1988 et pendant les quatre premiers mois de 1989. Le franc suisse a subi un recul encore plus important (16% environ). Au cours de la même période de seize mois, le dollar EU a progressé de 3% en termes réels. Toutefois, les appréciations les plus sensibles ont été celles des monnaies ayant les taux d'intérêt nominaux les plus élevés, c'est-à-dire le dollar australien (36% avant sa forte chute de février 1989), le dollar canadien (17%) et la livre sterling (6%). Tous ces pays enregistraient des taux d'inflation relativement élevés et en augmentation pour certains, ainsi qu'un déficit important, voire croissant, de leur balance des paiements courants. On serait donc tenté de penser que, sauf sous-évaluation de ces monnaies au départ, leurs taux de change ont été propulsés au-delà de leur point d'équilibre à plus long terme par des entrées excessives de capitaux.

Perspectives à plus long terme

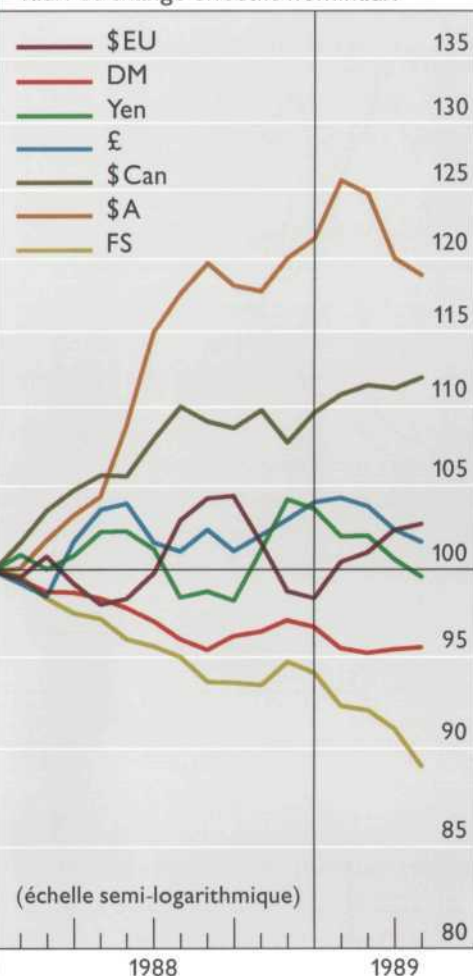
Le graphique de la page 198 montre l'évolution des taux de change réels de quatre grandes monnaies pendant la période de dix ans qui s'est écoulée depuis mars 1979, date de l'instauration du Système monétaire européen. Le choix d'une date de référence est toujours un peu arbitraire, mais l'on dispose avec le printemps 1979 d'un bon point de départ pour les comparaisons de taux de change. A cette époque, les balances des paiements courants du Royaume-Uni et des Etats-Unis étaient quasiment équilibrées. La

Fluctuations des taux de change réels ces dix dernières années

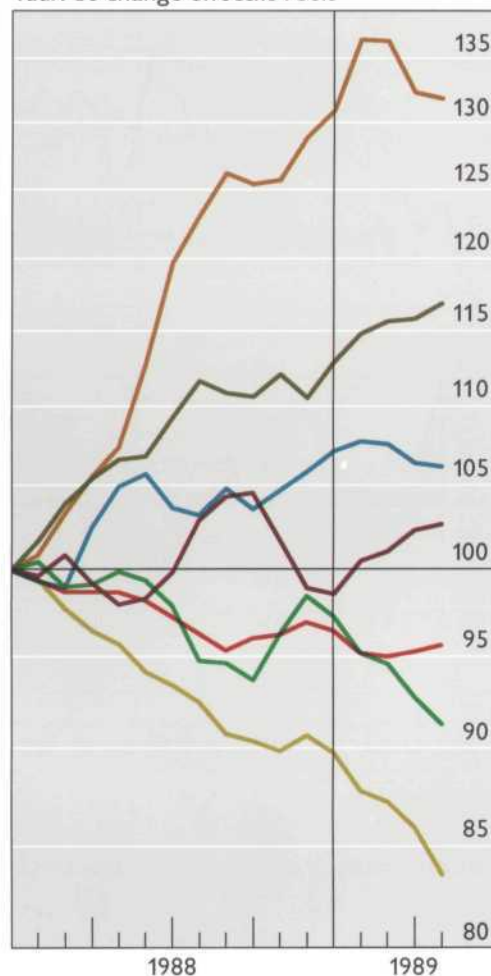
Taux de change effectifs nominaux et réels de certaines monnaies

Moyennes mensuelles, décembre 1987 = 100

Taux de change effectifs nominaux



Taux de change effectifs réels*



* En termes ajustés sur la base des variations des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre.

livre sterling avait parcouru à peu près la moitié du long chemin séparant son minimum de 1976 de son maximum de 1981. Le deutsche mark et le yen japonais s'étaient inscrits en léger recul par rapport aux niveaux élevés atteints précédemment vis-à-vis du dollar EU, et, du fait en partie de la forte appréciation antérieure de ces monnaies, les balances des paiements courants de l'Allemagne et du Japon évoluaient vers un déficit notable.

On peut voir que la hausse considérable, en termes réels, du dollar EU jusqu'au début de 1985 s'est entièrement inversée dès 1987 et qu'en avril 1989 la monnaie américaine était inférieure d'environ 11% au niveau qu'elle avait dix ans plus tôt. Un certain nombre de modifications dans les données économiques fondamentales peuvent aider à comprendre cette dépréciation du taux de change pondéré réel du dollar par rapport au début de 1979. On peut citer la dépendance croissante des Etats-Unis à l'égard des importations de pétrole, la crise de l'endettement international, qui s'est traduite par la stagnation de l'un des principaux marchés d'exportation des

La dépréciation à long terme du dollar et les données fondamentales qui l'expliquent

Taux de change effectifs réels des principales monnaies, 1979–89*

Moyennes mensuelles, mars 1979 = 100



Etats-Unis, l'Amérique latine, et les énormes progrès industriels des pays de la zone Pacifique qui ont érodé l'avance de l'industrie américaine en matière d'innovation et de nouveaux produits. En outre, l'incidence de ces deuxième et troisième facteurs a été renforcée temporairement par la brutale appréciation du dollar EU jusqu'au début de 1985. Cette envolée semble avoir eu sur certains secteurs de l'industrie américaine un effet négatif que la dépréciation ultérieure n'a pu rapidement compenser.

Ces évolutions se sont traduites par l'apparition d'un énorme déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis. La dépréciation massive du dollar à partir du début de 1985 a contribué à la réduction sensible de ce déficit entre les troisièmes trimestres de 1987 et 1988, mais ensuite le processus d'ajustement s'est nettement ralenti. Aussi certains observateurs en ont-ils conclu qu'en l'absence d'une nouvelle dépréciation du dollar le déficit risque de recommencer à se creuser dans un avenir assez proche. Toutefois, parallèlement à la forte détérioration de la balance des paiements courants aux Etats-Unis, il y a eu des modifications fondamentales des facteurs sous-jacents à la structure internationale des mouvements de capitaux. Du fait essentiellement de la crise d'endettement international, les pays en développement non membres de l'OPEP ne sont plus les principaux importateurs nets de capitaux. Simultanément, l'Allemagne, le Japon et quelques pays industrialisés moins importants se sont mis à enregistrer d'amples excédents d'épargne de caractère structurel. Ce sont les Etats-Unis, pays où les marchés des capitaux sont bien développés, où le taux d'épargne privée est très faible, où le déficit budgétaire fédéral est

substantiel, où l'économie suit une nette tendance ascendante et où les taux d'intérêt sont donc élevés, qui ont attiré une grande part de l'excédent d'épargne disponible dans le monde. En conséquence, l'une des nations les plus riches est sur le point de devenir le principal débiteur de l'économie internationale: on est bien loin du modèle classique dans lequel les capitaux affluent vers les pays à excédent de main-d'œuvre mais qui manquent de ressources en capital, c'est-à-dire essentiellement le monde en développement.

Le dollar s'est-il
suffisamment
déprécié?

Compte tenu de ces influences compensatrices sur la balance des paiements des Etats-Unis, il est difficile de déterminer le taux de change approprié du dollar EU. On ne saurait toutefois guère contester le fait que l'existence d'un déficit considérable des paiements courants justifie un taux de change nettement plus faible qu'il y a dix ans. Les partisans d'une nouvelle dépréciation du dollar insistent habituellement sur les répercussions à plus long terme qu'aurait le déficit des opérations courantes des Etats-Unis sur la dette extérieure et les portefeuilles internationaux s'il se maintenait au même niveau qu'aujourd'hui, ou même s'il se contractait légèrement.

Stabilité à long
terme du
deutsche mark

Le deutsche mark est, de toutes les monnaies figurant sur le graphique, la seule à ne pas avoir vu son taux de change effectif réel enregistrer des modifications sensibles depuis le début de 1979, malgré le très net renversement de la position des paiements courants en Allemagne, qui est passée d'un déficit de quelque 1,75% du PNB en 1979-80 à un excédent de 4% en 1988. Cette fermeté s'explique notamment par la stabilité des taux de change réels au sein du SME, dont les membres sont les pays avec lesquels l'Allemagne effectue une grande partie de ses échanges.

Appréciation à
long terme du
yen et de la livre
sterling

En revanche, les taux de change effectifs réels du yen et de la livre ont gagné quelque 25% chacun depuis mars 1979. Alors que la balance des paiements courants du Japon s'est améliorée de façon spectaculaire au cours de cette période, celle du Royaume-Uni a enregistré une nette détérioration. C'est l'une des raisons pour lesquelles l'appréciation des deux monnaies a suivi une évolution très différente dans le temps. En ce qui concerne le yen, après une baisse sensible en 1979, son taux de change effectif réel n'a pas eu de tendance bien définie jusqu'au second semestre de 1985, où il a amorcé une brusque ascension. Quant au taux de change réel de la livre, stimulé par le rôle de producteur de pétrole du Royaume-Uni et par l'affaiblissement conjoncturel de la demande d'importations, il a grimpé en flèche en 1980 et au début de 1981 et atteint un niveau supérieur de 50% à celui de mars 1979, pour perdre cependant dans les six années qui ont suivi une grande partie du terrain ainsi gagné. Néanmoins, depuis 1987, d'importantes entrées de capitaux l'ont, une fois de plus, fait progresser d'environ 16% en termes réels, malgré l'apparition soudaine d'un déficit de la balance des paiements courants.

Expérience de
gestion concertée
des taux de
change

Ces deux dernières années, la coopération internationale dans le domaine de la gestion des taux de change a réussi à empêcher le dollar de fléchir en dessous d'un certain seuil. Entre la signature de l'accord du Louvre et le 22 mai 1989, les modifications des taux de change des principales monnaies vis-à-vis du dollar sont dans l'ensemble restées assez

modestes: recul de 9% pour le deutsche mark et hausse de 9% et 3% respectivement pour le yen et la livre. Néanmoins, cette expérience de gestion concertée n'a pas été exempte de problèmes. Elle a été placée sous le signe d'inversions brutales et considérables des mouvements internationaux de capitaux, qui ont exercé de fortes pressions sur les taux de change et exigé des interventions fréquentes et massives des autorités sur les marchés. De fait, tant en 1987 qu'en 1988, les achats et ventes de dollars effectués par les pays du Groupe des Dix dans le cadre de leurs interventions ont été supérieurs à ceux des années antérieures.

Le principal problème semble être l'ampleur des écarts de taux d'intérêt nominaux dans le monde, qui traduit en grande partie des différences dans la propension supposée des diverses monnaies à l'inflation. Lorsque les autorités réussissent à convaincre les marchés de leur détermination et de leur aptitude à défendre la structure existante des taux de change nominaux, ces écarts de taux d'intérêt nominaux tendent à exercer une influence prépondérante sur les mouvements internationaux de capitaux, comme on l'a vu pendant de longues périodes en 1988 et 1989. Il est alors possible que les pays ayant une inflation et des taux d'intérêt plus élevés enregistrent des entrées excessives de fonds, qui exercent des pressions à la hausse indésirables sur leurs monnaies. A l'opposé, dans les pays à faible inflation, d'importantes sorties de capitaux ont tendance à provoquer une dépréciation du taux de change. Les signaux en matière de politique et les forces déclenchées par ces phénomènes de marché ne sont pas sans inconvénients. Ils incitent généralement à suivre des politiques trop laxistes dans les pays à taux d'inflation élevé et trop rigoureuses dans ceux où la hausse des prix est faible.

Inversement, il y a risque de changement brutal de l'opinion du marché lorsque ces flux de capitaux déstabilisateurs provoquent une divergence suffisante entre les taux de change et les données économiques fondamentales. Alors, les écarts de taux d'intérêt nominaux perdent leur emprise sur les mouvements de capitaux, les anticipations de taux de change prennent le dessus et les fonds refluent vers les pays à inflation modérée et à taux d'intérêt nominaux peu élevés. Même si les pressions sur les taux de change et les signaux de la politique économique indiquent, tout au moins au départ, la bonne direction, le degré d'intégration globale des marchés financiers et, par conséquent, l'ampleur des flux internationaux de capitaux sont tels qu'aujourd'hui on peut craindre des turbulences sur les marchés des changes et une correction de cours excessive.

Cette alternance des écarts de taux d'intérêt nominaux dans le monde, d'une part, et des craintes concernant les taux de change, de l'autre, en tant qu'influence prédominante sur les flux internationaux de capitaux signifie peut-être que le plus souvent le problème se résume à «trop ou pas assez», les mouvements de capitaux ayant tendance à financer excessivement ou insuffisamment les déséquilibres des paiements courants. Une solution à ce problème pourrait consister à assouplir les arrangements officiels en matière de taux de change. Les objectifs de taux de change nominaux pourraient prévoir explicitement la possibilité de les ajuster

Rôle des amples écarts de taux d'intérêt dans le monde

Dangers d'une correction excessive

Les objectifs en matière de taux de change pourraient tenir compte des écarts d'inflation

progressivement en fonction des différentiels d'inflation. Ces ajustements ne devraient pas s'effectuer de manière rigide et automatique, mais le seul fait qu'ils soient possibles tendrait à réduire l'influence prépondérante des écarts de taux d'intérêt nominaux et, par conséquent, les incitations artificielles responsables des profonds bouleversements déstabilisateurs des mouvements de capitaux qui se sont produits à l'échelle internationale ces dernières années.

Seule solution de rechange réaliste: la gestion concertée des taux de change au niveau international

La solution de remplacement à des efforts conjugués sur le plan international pour stabiliser les taux de change, à savoir une attitude de «laisser-faire» à l'égard des marchés des changes, ne semblerait guère raisonnable, voire réalisable, dans les circonstances actuelles. Le degré élevé d'intégration globale des marchés financiers nationaux signifie que des modifications même assez légères des politiques ou réglementations monétaires décidées par les différentes autorités nationales peuvent avoir davantage d'effets sur le comportement des taux de change que des interventions directes sur les marchés. Le choix réside donc uniquement entre une gestion coordonnée des taux de change au niveau international et des actions ponctuelles des autorités nationales pour influencer sur le comportement des taux de change, les marchés devant interpréter seuls les signaux souvent contradictoires des politiques suivies.

Rôle vital de la stabilité des anticipations en matière de taux de change

Le bon fonctionnement d'un système de taux de change flottants dépend de manière cruciale de la capacité des opérateurs de se faire une idée relativement durable et réaliste du niveau ou de la trajectoire d'équilibre à long terme des taux de change. En effet, c'est seulement dans ces conditions que, lorsque les taux de change en vigueur s'écartent trop du niveau ou de la trajectoire d'équilibre, les prises de position stabilisatrices nécessaires peuvent intervenir. En l'absence d'un tel ancrage sur des anticipations stables et réalistes, les fluctuations des taux de change risquent de s'auto-alimenter et d'échapper à tout contrôle. Elles n'agissent alors plus comme mécanisme stabilisateur, mais sont elles-mêmes à l'origine de déséquilibres et de distorsions.

Difficulté d'une évaluation réaliste des taux de change et nécessité d'un guidage des autorités

Il est devenu, malheureusement, très difficile aujourd'hui pour les opérateurs d'évaluer le niveau approprié des taux de change. Dans un contexte de mutations technologiques, démographiques et sociales rapides, la parité de pouvoir d'achat ne sert guère à trouver le «juste» niveau. En outre, avec le degré très élevé d'intégration financière internationale, même d'importants déficits ou excédents provisoires de la balance des paiements courants ne sont pas nécessairement le signe d'un déséquilibre fondamental. Enfin, les diverses politiques adoptées par les différents pays et leur interaction au niveau international tiennent elles-mêmes une part capitale dans la détermination de niveaux durables des taux de change. Autrement dit, si les autorités ne jouent pas activement un rôle de guide, il est quasiment impossible aux opérateurs des marchés des changes de parvenir à des anticipations stables et fermes, indispensables en tant que mécanisme stabilisateur du bon fonctionnement d'un système de taux flottants.

D'aucuns estiment que les autorités ne devraient jouer un rôle actif sur les marchés des changes que si elles sont mieux à même que les

opérateurs d'évaluer les taux d'équilibre (on sous-entend habituellement que les opérateurs font plutôt mieux ce travail, ne serait-ce que parce que leur intérêt personnel en dépend). Mais la question n'est pas là. Il n'existe pas de niveau ou de trajectoire d'équilibre unique et prédéterminé pour un taux de change. Les politiques économiques nationales ayant une très grande influence sur les niveaux des taux de change, bon nombre d'entre eux sont durables, à condition que la politique suivie soit celle qui convient.

Cela ne signifie évidemment pas que les autorités sont tout à fait libres dans le choix des niveaux de taux de change qu'elles cherchent à soutenir. De toute évidence, il est des taux de change, comme celui du dollar vers le milieu des années quatre-vingt, qui risqueraient de mettre le pays quasiment hors course du fait de la rigidité des prix des facteurs. De manière plus générale, on ne devrait pas considérer comme taux d'équilibre un taux de change dont la défense serait trop onéreuse et qui ne bénéficierait pas du soutien nécessaire en matière de politique économique.

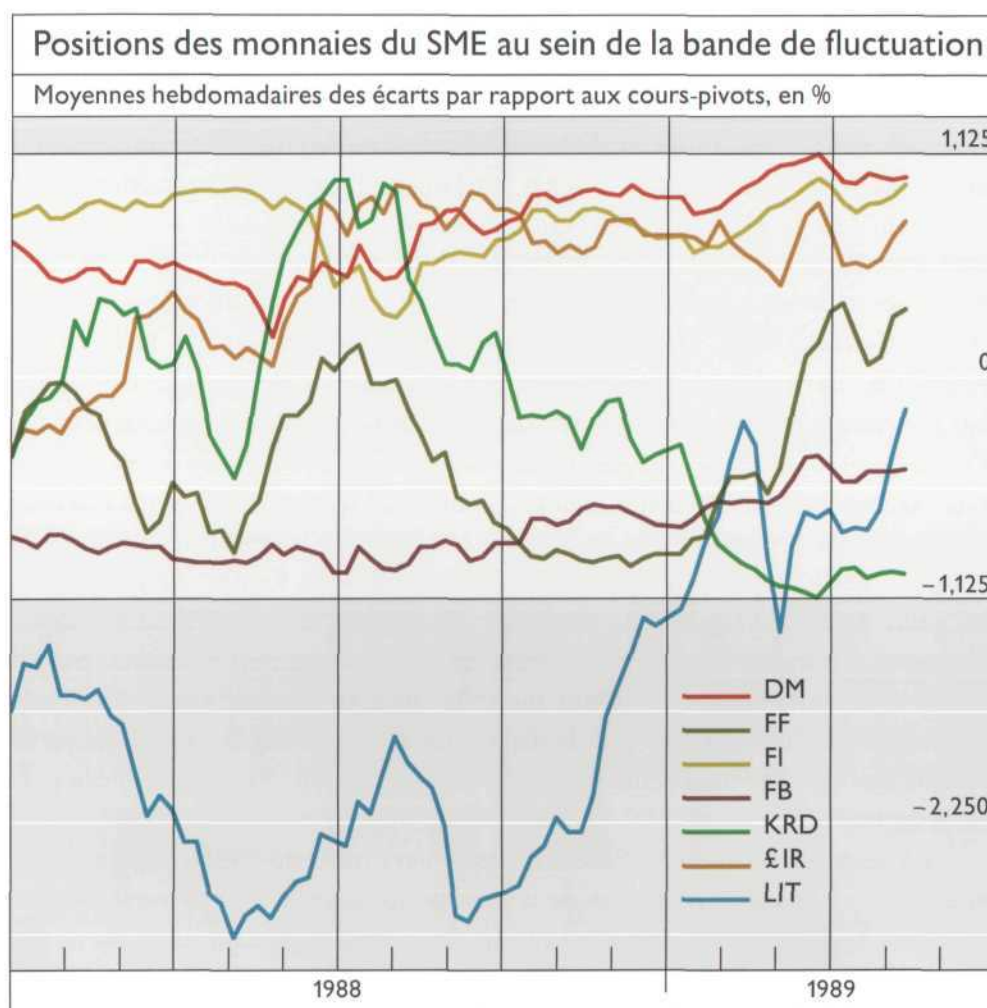
Néanmoins, malgré les risques de dérapages des politiques, il n'existe pas, à l'heure de la globalisation des marchés financiers, de solution de rechange attrayante à la gestion concertée des taux de change, étayée par une bonne coordination des politiques économiques au niveau international. Compte tenu du rôle omniprésent que jouent les taux de change en tant que mécanisme de répartition des ressources, de leur influence sur les résultats économiques des pays et de l'importance de perspectives raisonnablement stables sur les marchés des changes pour les décisions d'investissement, le coût de fluctuations amples et erratiques des taux de change réels est trop élevé.

Coordination des politiques économiques au niveau international – condition préalable à un comportement raisonnable des taux de change

Evolution au sein du SME

Le Système monétaire européen a connu une période de calme relatif en 1988 et au début de 1989, malgré le gonflement de l'excédent commercial de l'Allemagne avec les autres pays membres du SME (voir Chapitre III) et la libéralisation accrue des contrôles des changes. Cela s'explique surtout par les progrès réalisés sur la voie de la convergence des politiques économiques, les écarts d'inflation entre les pays membres se resserrant de nouveau. La politique monétaire de l'Allemagne a eu principalement pour objectif de contenir les pressions inflationnistes dans le pays et d'empêcher un recul excessif du deutsche mark vis-à-vis du dollar, mais le souci de préserver la stabilité du SME a joué un rôle important dans la conduite de la politique monétaire des autres pays membres. Un second facteur de la quasi-absence de forces centrifuges au sein du système a été l'évolution des marchés des changes à l'extérieur de ce mécanisme. Auparavant, la faiblesse du dollar exerçait habituellement des tensions à la hausse disproportionnées sur le deutsche mark. Or, le dollar a été ferme pendant la majeure partie de la période sous revue. Par ailleurs, le fait que le deutsche mark a perdu du terrain non seulement par rapport au dollar, mais aussi vis-à-vis de la livre sterling et de quelques autres monnaies non membres du SME, a peut-être contribué à diminuer sa vigueur au sein du système.

Une période de calme et de stabilité relatifs



Une certaine
nervosité au
printemps

Au cours des deux premiers mois de 1988, une fois le dollar remis de son accès de faiblesse de la fin de l'année 1987, un calme relatif a régné dans le SME. En mars, toutefois, des signes de nervosité liés aux élections françaises sont apparus, et, pendant quelques jours, début mars et début mai, le franc français a pris la place du franc belge au plancher de la bande étroite de fluctuation. La confiance renaissant, les autorités françaises ont pu abaisser leurs taux d'intervention de 0,25% à deux reprises, fin mai et début juillet. Dans le même temps, après avoir nettement fléchi et être revenue dans la moitié inférieure de sa bande de fluctuation élargie début mai, la lire italienne a reçu le soutien d'importants placements étrangers en titres d'Etat, en particulier ceux libellés en Ecus, et elle s'est mise à progresser parallèlement au franc français.

Dès le début de l'été, les pays européens ont commencé à appliquer une politique monétaire plus rigoureuse, du fait en grande partie du raffermissement du dollar. Les banques centrales de Belgique, d'Allemagne, des Pays-Bas et d'un certain nombre de pays européens non membres du SME ont relevé leurs taux directeurs en plusieurs étapes entre fin juin et fin août. Sous l'effet de ces séries de relèvements concertés des taux d'intérêt (la Banque de France et la Banque d'Italie se sont jointes au dernier d'entre eux), la configuration des taux de change au sein du SME s'est profondément

modifiée. Les écarts de taux d'intérêt par rapport au deutsche mark se resserrant, le franc français s'est mis à fléchir et est revenu dans la partie inférieure de la bande de fluctuation à partir de la mi-juillet, alors que le deutsche mark s'est raffermi. Dans ce contexte, des tensions ont ressurgi au sein du SME, et le franc français a fait l'objet de pressions considérables à deux reprises: la première, fin août, quand le deutsche mark a remplacé la livre irlandaise au sommet de la bande de fluctuation, et la seconde, à la mi-octobre, lorsqu'on a laissé le franc français tomber au dernier rang de la bande de fluctuation, tandis que le deutsche mark redevenait la devise la plus forte. Face aux anticipations d'un réalignement, la Banque de France est intervenue massivement sur les marchés des changes et a relevé les taux d'intérêt internes. En outre, le ministre français des Finances a repoussé à maintes reprises l'éventualité d'une dévaluation du franc. Malgré l'atténuation des pressions qui a suivi, le franc a été autorisé à rester au plancher de la bande de fluctuation jusqu'à la fin de l'année pour limiter les possibilités de gains spéculatifs pouvant découler de prises de position à la baisse sur cette monnaie. Les bons résultats de l'économie nationale ont permis au franc de se raffermir au début de 1989 et, à la suite de l'annonce d'une nouvelle libéralisation des contrôles officiels des changes, il est remonté dans la partie supérieure de la bande de fluctuation du SME au cours du mois de mars.

Affaiblissement passager du franc français ...

La seconde moitié de 1988 et les premiers mois de 1989 ont été caractérisés par la faiblesse marquée de la couronne danoise. Après avoir occupé le sommet de la bande de fluctuation fin juin et pendant une partie de juillet, la couronne a reculé progressivement. A partir de la mi-janvier 1989, elle a remplacé le franc français comme monnaie la plus faible, pour toucher en mars le plancher de la bande étroite de fluctuation. Ce développement a résulté du rétrécissement marqué de l'écart de taux d'intérêt en faveur de la couronne, les taux d'intérêt officiels au Danemark n'ayant pas été modifiés du fait de la faiblesse de l'économie nationale. Parallèlement, compte tenu de la nouvelle fermeté du dollar et de la menace d'une résurgence des pressions inflationnistes intérieures, d'autres banques centrales des pays membres du SME ont procédé, sous l'égide de la Bundesbank, à des séries de relèvements concertés des taux d'intérêt fin août et à la mi-décembre 1988 ainsi que vers la mi-janvier et la fin d'avril 1989.

... et redressement au début de 1989

Contrairement à la couronne danoise, la lire italienne a fait preuve d'une vigueur remarquable depuis le début de septembre 1988. Elle a bénéficié non seulement des écarts de taux d'intérêt en sa faveur, mais encore de la suppression, le 1er octobre, du contrôle des changes sur les mouvements de capitaux, ce qui s'est traduit par un accroissement sensible des emprunts en devises des résidents italiens auprès du secteur bancaire national. En conséquence, entre le début de septembre et la mi-février, elle s'est appréciée de 2,5 points pour se rapprocher du centre de la bande de fluctuation du SME. Pendant la seconde moitié de février 1989, l'imposition de réserves obligatoires à hauteur de 25% de l'augmentation des emprunts bancaires nets en devises a toutefois provoqué un certain affaiblissement de la lire. Cela a incité les autorités italiennes, préoccupées par le dynamisme

Dynamisme de la lire

Nouvelle libéralisation des mouvements de capitaux

excessif de l'économie nationale, à relever le taux d'escompte officiel d'un point début mars.

Dans une perspective dépassant le cadre du SME, un pas important a été franchi l'année dernière sur la voie d'une plus grande libéralisation des mouvements de capitaux en Europe. En juin, les pays membres de la CE ont approuvé la libéralisation totale des mouvements de capitaux au sein de la Communauté d'ici le milieu de 1990, le délai étant repoussé pour la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne. La Belgique et le Luxembourg se sont engagés à abolir leur double marché des changes d'ici la fin de 1992. Simultanément, les pays membres de la CE ont décidé de mettre en place une nouvelle facilité de soutien à moyen terme de la balance des paiements, qui prévoit que des octrois de fonds seront consentis soit directement par prélèvement sur les réserves d'autres Etats membres, soit par l'intermédiaire du mécanisme de financement de la Communauté.

Dix ans de SME

En mars 1989, le SME a célébré son dixième anniversaire. Il avait officiellement pour objectif de «créer une zone de stabilité monétaire en Europe», ce qui signifiait, d'une part, mettre les rapports de taux de change entre monnaies participantes à l'abri des fluctuations du dollar et, de l'autre, faire converger à la baisse les taux d'inflation des pays membres.

Succès du SME qui atteint ses objectifs, malgré un environnement économique mondial très défavorable au départ

Le SME a fort bien réussi dans cette entreprise. Etant donné l'ampleur des écarts d'inflation initiaux, il a encore fallu procéder à des ajustements considérables des taux de change au cours des dix dernières années. Ainsi, le taux de change nominal de la lire a fléchi de près de 40% par rapport au deutsche mark depuis mars 1979 et le franc français de plus de 30%. Ces ajustements se sont toutefois effectués progressivement et en douceur (voir graphique de la page suivante), alors que le système monétaire international a connu une situation totalement différente ces dix dernières années, cette période ayant été caractérisée par de fortes fluctuations des taux de change du SME par rapport à ceux des devises tierces ainsi que des relations entre ces devises. De plus, en particulier pendant les premières années de son existence, le SME a dû résister à un environnement économique mondial extrêmement défavorable: le second choc pétrolier, une poussée d'inflation d'une vigueur inhabituelle suivie d'un resserrement draconien des politiques monétaires et, en conséquence, des variations sans précédent des taux d'intérêt, une énorme progression du chômage et la crise d'endettement international.

Remarquable convergence dans le sens d'une baisse des taux d'inflation

Alors que certains prédisaient le pire au moment de sa création en annonçant l'apparition d'une «communauté d'inflation», le SME a également réussi à favoriser une remarquable convergence à la baisse des taux d'inflation entre pays membres. Le rythme moyen de l'augmentation des prix à la consommation dans ces pays s'est fortement ralenti, et les écarts d'inflation ne représentent plus aujourd'hui qu'une fraction de ce qu'ils étaient pendant les premières années du système. En conséquence, le recul des taux de change des autres monnaies participantes vis-à-vis du deutsche mark

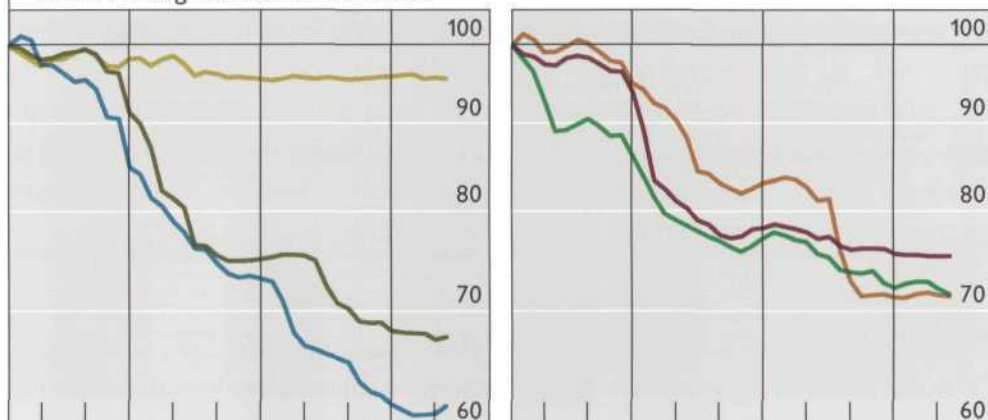
Taux de change bilatéraux nominaux et réels des monnaies du SME par rapport au deutsche mark

Moyennes trimestrielles, premier trimestre 1979 = 100

FF
 LIT
 FI

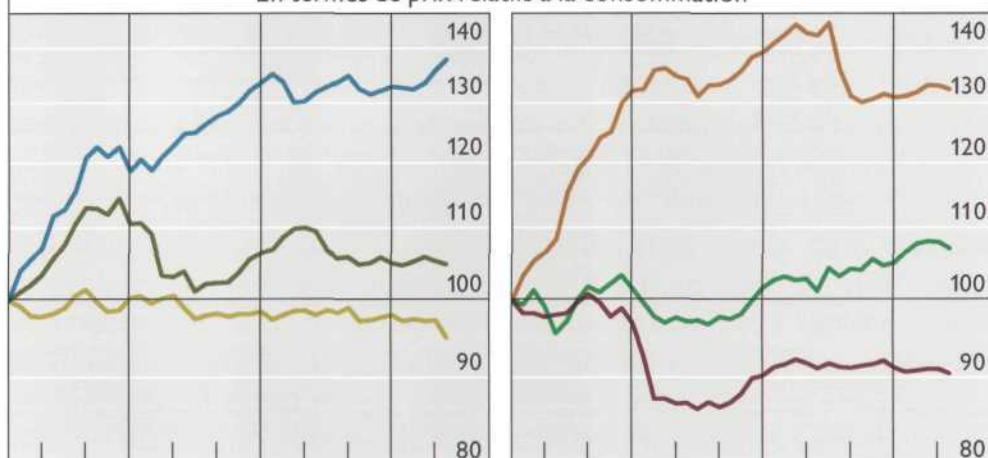
FB
 KRD
 £IR

Taux de change bilatéraux nominaux

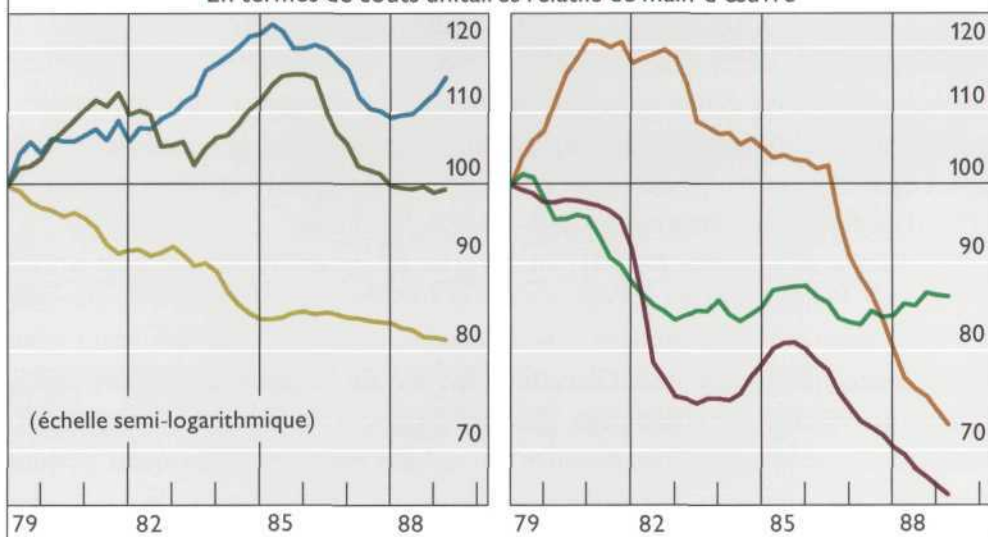


Taux de change bilatéraux réels

En termes de prix relatifs à la consommation



En termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre



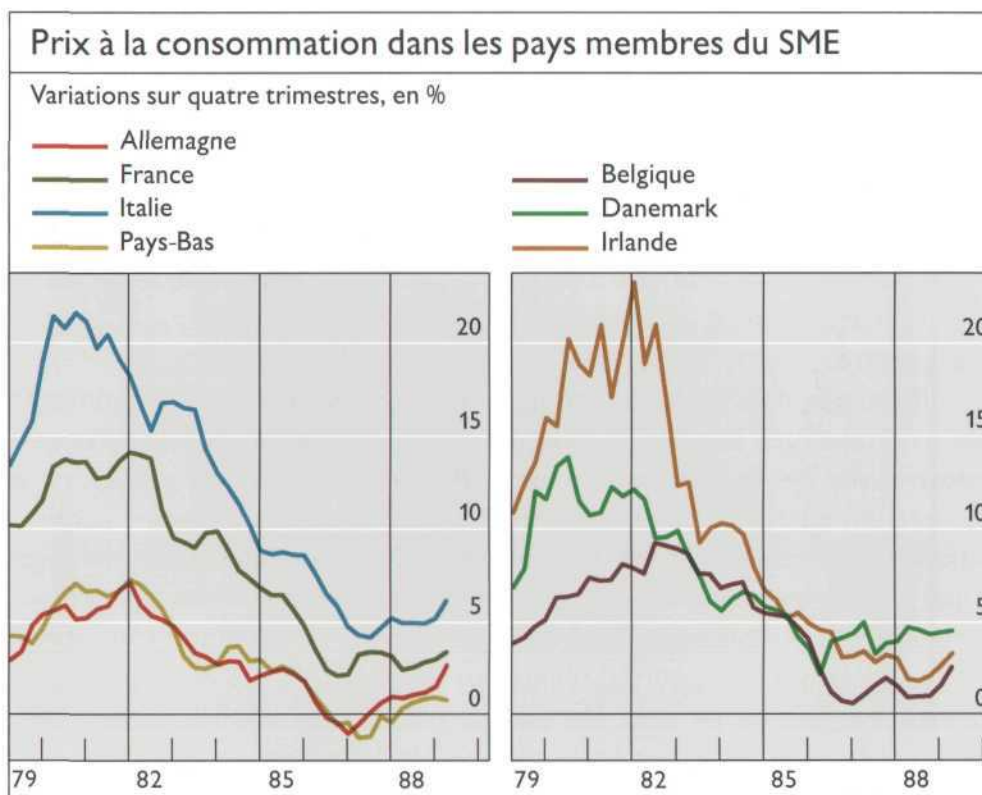
(échelle semi-logarithmique)

Comportement
raisonnable des
taux de change
réels

a sensiblement diminué depuis 1983. Onze réalignements ont été opérés au total depuis l'instauration du système, mais ils sont devenus de plus en plus espacés et de moindre ampleur, n'offrant guère d'incitations aux spéculateurs. Depuis le dernier réalignement de janvier 1987, le SME connaît sa plus longue période de stabilité: aucun ajustement des cours-pivots n'a été effectué, même si ce statu quo repose sur des écarts de taux d'intérêt nominaux substantiels.

Malgré la stabilisation croissante des rapports de taux de change nominaux, le SME ne semble pas, l'un dans l'autre, avoir provoqué de grandes distorsions des positions concurrentielles en faveur du deutsche mark. La discipline anti-inflationniste du système implique, on le sait, que dans les pays où l'inflation est plus forte, les dépréciations ne doivent compenser les différentiels d'inflation qu'avec une certaine réticence. C'est en fait ce qui s'est passé. Comme on peut le voir sur le graphique de la page ci-contre, le taux de change réel du deutsche mark, ajusté sur la base de l'évolution relative des prix à la consommation, s'est déprécié à l'égard de toutes les monnaies participantes, à l'exception du franc belge et du florin néerlandais. Les indices des prix à la consommation n'offrent toutefois qu'un intérêt limité du point de vue de la compétitivité internationale.

Dans les pays en pleine expansion, où la productivité dans l'industrie enregistre des gains importants, le secteur des services ne peut normalement absorber le même rythme d'augmentation des salaires sans en répercuter une partie du coût sur le consommateur. Ces pays ont alors tendance à voir s'accélérer la hausse des prix à la consommation, mais leurs exportations de marchandises ne pâtissent pas nécessairement pour autant d'un



handicap majeur vis-à-vis de la concurrence. C'est la raison pour laquelle il est plus utile de prendre pour indicateur de la compétitivité internationale l'évolution des taux de change en termes ajustés des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière. Il ressort du graphique de la page 206 que, sur cette base, l'économie allemande ne semble pas dans l'ensemble avoir retiré de son adhésion au SME un avantage concurrentiel. Le taux de change réel du deutsche mark s'est considérablement apprécié par rapport au franc belge, à la livre irlandaise, au florin néerlandais et à la couronne danoise, mais il est plus ou moins resté inchangé vis-à-vis du franc français. La seule monnaie participante par rapport à laquelle le taux de change réel du deutsche mark a reculé (de près de 15%) est la lire, c'est-à-dire la monnaie de l'un des pays les plus dynamiques du système, où les facteurs autres que ceux des prix peuvent jouer un certain rôle. Il importe également de noter que, ces trois ou quatre dernières années, la position concurrentielle de l'Allemagne, en termes de coûts unitaires de main-d'œuvre, s'est sensiblement détériorée vis-à-vis d'un certain nombre de pays, à savoir la Belgique, la France, l'Irlande et, jusqu'à 1987, l'Italie. Ce phénomène pourrait indiquer que le gonflement récent des excédents commerciaux bilatéraux de l'Allemagne avec d'autres pays membres (voir Chapitre III) résulte en grande partie de facteurs cycliques ou structurels, tels que le dynamisme de la demande internationale de biens d'équipement, dont la production est l'un des principaux atouts de l'industrie allemande.

Le ralentissement et la plus grande convergence des rythmes de hausse des prix ne sont pas seulement une fin en soi; les gains à plus long terme qu'ils devraient permettre pour l'emploi et la croissance économique en font également des objectifs souhaitables. De ce point de vue, les statistiques en faveur du SME sont moins probantes. La croissance économique dans les pays membres a été plutôt inférieure à celle des autres pays industrialisés et le chômage plus tenace. Contrairement à ce que l'on aurait pu attendre de l'intensification de la lutte contre l'inflation, au lieu de fléchir, les taux d'intérêt réels à long terme (mesurés en fonction des taux d'inflation courants) des autres pays membres ont augmenté dans la quasi-totalité des cas par rapport aux taux en vigueur en Allemagne. Mais il ne s'agit peut-être en partie que d'un problème d'évaluation, puisque les anticipations inflationnistes, impossibles à apprécier avec exactitude, sont longues à disparaître.

Il est très difficile de dire ce qu'auraient été les résultats économiques des pays membres si le SME n'avait pas existé. L'expérience des autres pays industrialisés ne fournit pas de preuves concluantes à cet égard, vu le nombre des autres variables qui entrent en jeu. Toutefois, plusieurs considérations sembleraient a priori favorables au SME. Tout d'abord, les avantages d'une plus grande stabilité des prix ne deviennent apparents qu'après un certain temps et les succès enregistrés sur le front de l'inflation sont probablement trop récents pour se refléter totalement dans les résultats économiques. Ensuite, on ne peut nier qu'une plus grande stabilité et une meilleure prévisibilité des rapports de taux de change entre pays membres sont favorables à l'investissement. Enfin, comme l'avaient souhaité les fondateurs

Incertitude au sujet des conséquences macro-économiques à plus long terme du SME ...

... qui devraient toutefois être positives

du système, le renforcement de l'harmonisation des politiques et de l'intégration économique encouragé par le SME a permis de préparer le terrain pour d'autres initiatives, telles que l'étude, lancée par les chefs d'Etat et de gouvernement européens au milieu de l'année 1988, sur les mesures concrètes à adopter en vue de parvenir à l'union économique et monétaire en Europe.

*Le rapport sur l'union économique et monétaire
dans la Communauté européenne («Rapport Delors»)*

Historique

Lors de sa réunion des 27 et 28 juin 1988 à Hanovre, le Conseil européen «a confirmé l'objectif de réalisation progressive de l'union économique et monétaire» et confié à un comité, placé sous l'égide de M. Delors, Président de la Commission européenne, «la mission d'étudier et de proposer les étapes concrètes devant mener à cette union». Le Comité a achevé ses travaux à la mi-avril 1989 et le «rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne» a été rendu public peu après. Avec le Rapport Werner de 1970, c'est la deuxième tentative d'élaboration d'un plan en vue de la réalisation de l'union économique et monétaire.

Chapitre I du
rapport: le point
sur l'intégration
économique
et monétaire
européenne

Le rapport comporte trois grands chapitres. Le premier décrit brièvement l'évolution et l'état actuel de l'intégration économique et monétaire dans la Communauté. Il note que de gros progrès ont été réalisés ces dernières années, à la fois dans le cadre du SME et en ce qui concerne le programme d'achèvement du marché intérieur, qui préconise la création d'un marché sans frontières internes pour la fin de 1992. Le rapport estime toutefois que le SME n'a pas encore atteint tout son potentiel et qu'il est nécessaire de renforcer la convergence des résultats économiques. La réalisation de l'union économique et monétaire exigerait de nouvelles initiatives majeures dans tous les domaines de la prise de décision et présuppose un degré élevé d'intégration économique, une politique monétaire commune et des politiques économiques cohérentes. Ces politiques devraient être axées sur la stabilité des prix, une croissance équilibrée, la convergence des niveaux de vie, un niveau d'emploi élevé et l'équilibre extérieur.

Chapitre II: prin-
cipales conditions,
caractéristiques et
conséquences de
l'union écono-
mique et
monétaire

La deuxième partie du rapport énonce les principales caractéristiques et conséquences de l'union économique et monétaire. Elle souligne le fait que la réalisation d'une telle union exigerait un transfert à la Communauté de l'indispensable pouvoir de décision en matière monétaire et économique des Etats membres et que les traités de la CE existants devraient être modifiés. Les conditions d'une union monétaire, telles qu'elles sont déjà définies dans le Rapport Werner, sont les suivantes: convertibilité totale et irréversible des monnaies entre elles; libération complète des mouvements de capitaux et totale intégration des marchés financiers; fixation irrévocable des parités et élimination des bandes de fluctuation. Une fois que ces conditions auront été remplies, l'étape suivante (qui n'est pas absolument nécessaire, mais souhaitable pour des raisons économiques, psychologiques et politiques) pourrait être l'adoption d'une monnaie unique. Le Comité a estimé que l'Ecu avait le potentiel nécessaire pour évoluer vers une

monnaie commune, mais il a fermement rejeté les propositions de recours à une monnaie parallèle pour accélérer le processus de l'union monétaire.

L'implication la plus importante de l'union monétaire est la nécessité de disposer d'une politique monétaire commune, dont la responsabilité devrait être confiée à une nouvelle institution que l'on pourrait appeler Système européen de banques centrales (SEBC). Ce nouveau système aurait une structure fédérative et se composerait d'une institution centrale ainsi que des banques centrales nationales; il serait indépendant vis-à-vis des instructions des gouvernements nationaux et des autorités communautaires et s'engagerait à maintenir la stabilité des prix.

Nécessité d'une politique monétaire commune

Quant à l'union économique, elle a pour principales caractéristiques: un marché unique à l'intérieur duquel les personnes, les biens, les services et les capitaux se déplacent librement; des politiques communes vis-à-vis de la concurrence; des politiques communes dans le domaine structurel et régional; et des politiques macro-économiques effectivement coordonnées, avec notamment des règles contraignantes pour les politiques budgétaires nationales. Ces exigences de politique économique sont indispensables tant pour corriger les déséquilibres éventuels de l'économie, dans un contexte où les modifications de taux de change ne peuvent plus servir d'instrument d'ajustement entre les pays membres, que pour permettre à la Communauté d'utiliser un dosage cohérent de mesures monétaires et budgétaires pour réaliser des objectifs internes et externes. La politique monétaire ne peut seule assumer toutes ces fonctions.

La troisième partie du rapport énonce les principes d'une méthode d'approche progressive, en trois étapes, de l'union économique et monétaire. Elle souligne que, même si chaque étape est distincte, il importe de considérer la création de l'union comme un processus unique et que la décision d'entamer la première phase devrait être une décision d'engagement de tout le processus. Les nouveaux arrangements entrant en vigueur au début de chaque étape ouvriraient progressivement la voie à la suivante. A chaque stade, des progrès à peu près identiques devraient être accomplis sur les fronts économique et monétaire. Si le rapport évite délibérément de fixer un calendrier précis, il suggère que la première étape commence le 1er juillet 1990 au plus tard, au moment de l'entrée en vigueur de la directive portant libération complète des mouvements de capitaux.

Chapitre III: approche en trois étapes de l'union économique et monétaire

Les principales mesures prévues lors de la première étape viseraient à une plus grande convergence des résultats économiques, par l'intermédiaire du renforcement de la concertation des politiques économiques et monétaires à l'intérieur du cadre institutionnel existant. Au cours de cette étape, il serait également nécessaire de mettre au point et de ratifier les modifications à apporter au Traité de Rome.

Renforcement de la coordination des politiques économiques

La deuxième étape ne pourrait commencer qu'après l'entrée en vigueur du traité révisé permettant l'instauration des organes et de la structure de base de l'union économique et monétaire. Dans ce nouveau cadre, une phase d'apprentissage serait amorcée qui aboutirait progressivement à une prise de décision collective. La responsabilité des décisions en matière de politique relèverait toutefois en dernier lieu des autorités nationales.

Institutions et organes nouveaux

Centralisation du pouvoir de décision et monnaie unique

La dernière étape débiterait avec la fixation irrévocable des parités et le transfert total du pouvoir de décision aux institutions communautaires. La Communauté serait alors habilitée, en particulier, à imposer des contraintes sur les budgets nationaux, et le Système européen de banques centrales assumerait la totale responsabilité de la politique monétaire. Les monnaies nationales seraient remplacées dès que possible par une monnaie unique.

Le Comité a été d'avis que, si le Conseil européen approuvait son rapport, il faudrait inviter le Conseil des ministres et le Comité des gouverneurs à prendre les décisions indispensables à la réalisation de la première étape et à commencer immédiatement les travaux préparatoires aux négociations sur le nouveau traité.

Production et marché de l'or

Faiblesse des cours

Pendant la période sous revue, l'or a partagé le sort des monnaies à faible taux d'intérêt. Malgré une diminution du volume total de l'offre sur les marchés (revenu à 1.705 tonnes, soit un recul de 140 tonnes en 1988), le cours de l'or s'est montré extrêmement déprimé tout au long de l'année et au début de 1989. La production globale des pays occidentaux a été supérieure à celle de 1987, mais les ventes des pays communistes se sont quelque peu contractées et, contrairement à 1987, les détenteurs d'avois officiels en or ont été d'importants acheteurs nets.

Origine et utilisation de l'or (estimations)					
Rubriques	1984	1985	1986	1987	1988
	en tonnes métriques				
Production	1.160	1.230	1.290	1.380	1.535
Ventes nettes des pays communistes (estimations) ¹	150	250	400	300	260
Variations des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations) ² (- = accroissement)	20	-165	-10	95	-240
Nouveaux prêts d'or (chiffres nets)				70	150
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.330	1.315	1.680	1.845	1.705

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

Hausse continue de la production

L'accroissement de la production enregistré en 1988 dans les pays occidentaux a été largement réparti, les capacités d'exploitation reflétant la hausse des cours du début des années quatre-vingt. L'extraction totale a augmenté de 155 tonnes, pour atteindre 1.535 tonnes. L'Afrique du Sud a légèrement accru sa production, pour la première fois en quatre ans, à la suite de modifications fiscales qui ont encouragé l'extraction. Aux

Etats-Unis, celle-ci a progressé de près du tiers, soit de 50 tonnes. En Australie, l'augmentation de 41 tonnes a correspondu à une expansion de 37%. Des hausses sensibles ont également été enregistrées au Brésil (16 tonnes) et au Canada (12 tonnes).

Les pays communistes ont cédé, selon les estimations, quelque 260 tonnes d'or sur les marchés occidentaux, soit à peu près 40 tonnes de moins qu'en 1987. Les ventes soviétiques ne se sont pas accrues en 1988, malgré la médiocrité des récoltes et la faiblesse des prix du pétrole. L'une des raisons en est peut-être que l'Union Soviétique a satisfait une partie de ses besoins en devises en empruntant sur les euromarchés. Les apports nets de la Chine, l'autre grand producteur communiste, semblent s'être amenuisés en raison, d'une part, du gonflement de la demande intérieure résultant de l'accélération de l'inflation et, de l'autre, d'insuffisances de la production interne.

Légère diminution de l'offre des pays communistes

L'accroissement de 240 tonnes recensé l'année dernière pour les encaisses-or officielles a été imputable en grande partie aux institutions internationales, en particulier au Fonds européen de coopération monétaire. Les avoirs en or des pays n'ont progressé que de 82 tonnes, solde net d'importants mouvements dans des directions opposées. En ce qui concerne les pays du Groupe des Dix, seuls deux d'entre eux ont vu leur situation se modifier en 1988. Les Etats-Unis ont prélevé 16 tonnes sur

Nette absorption par les détenteurs officiels

Production d'or dans le monde								
Pays	1953	1970	1980	1984	1985	1986	1987	1988
	en tonnes métriques							
Afrique du Sud	371	1.000	675	683	672	640	607	621
Part de la production mondiale	49,1	78,6	70,4	58,8	54,5	49,5	43,9	40,4
Etats-Unis	61	54	31	66	80	118	155	205
Australie	33	20	17	39	59	75	111	152
Canada	126	75	52	86	90	106	117	129
Brésil	4	9	35	62	72	67	84	100
Philippines	15	19	22	34	37	39	40	43
Colombie	14	7	17	21	26	27	33	33
Papouasie-Nouvelle-Guinée	0	1	14	19	31	36	34	33
Chili	4	2	7	18	18	19	20	23
Venezuela	1	1	1	10	12	15	16	16
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	15	15
Japon	7	8	7	7	9	14	14	14
Divers	103	62	70	102	112	122	136	153
Production mondiale ¹	755	1.273	959	1.162	1.233	1.293	1.382	1.537
Pour mémoire:	moyennes annuelles, en dollars EU l'once							
Cours du marché								
en dollars EU courants	35,00	35,94	612,76	360,45	317,30	367,59	446,63	437,09
en dollars EU constants ²	35,00	24,78	199,03	92,87	78,96	89,77	105,21	98,93

¹ Non compris l'URSS, les autres pays d'Europe de l'Est, la Chine et la Corée du Nord. ² Corrigé de l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis (1953=100).
Source: Consolidated Gold Fields PLC (Londres).

leurs encaisses-or officielles pour la frappe de monnaie, tandis que le Canada a poursuivi sa politique de réduction progressive des encaisses officielles et a encore vendu 43 tonnes de métal. Fait digne d'attention, bien que sans conséquence sur les données pour 1988, la Banque Nationale de Belgique a cédé 127 tonnes d'or pendant le premier trimestre de 1989. Ces ventes ont réduit l'encaisse-or de la Belgique de quelque 10% et ramené la part de l'or dans le total de ses réserves monétaires approximativement aux mêmes proportions que dans les pays européens voisins.

Toujours dans le groupe des pays développés, le Portugal a fait état d'une contraction de 124 tonnes de ses réserves métalliques. Toutefois, comme c'était la contrepartie de swaps d'or contre Ecus liés à l'accession du pays au Fonds européen de coopération monétaire, cette baisse n'a pas affecté l'approvisionnement du marché. L'Espagne, qui avait transféré de l'or au FECOM en 1987, a renforcé ses avoirs de 66 tonnes.

Renforcement
des achats de
Taïwan

Les achats officiels de loin les plus importants ont émané d'Extrême-Orient, où Taïwan a acquis 181 tonnes d'or. Evalué sur la base du cours moyen du marché pour l'année, cet accroissement de \$2,5 milliards a quasiment compensé la diminution des réserves en devises du pays l'an dernier. En outre, une grande partie de ces achats ont été effectués aux Etats-Unis, ce qui a apparemment fait fléchir l'excédent commercial bilatéral de Taïwan vis-à-vis de ce pays.

En Amérique latine, plusieurs gros pays débiteurs ont enregistré des modifications de leurs réserves métalliques. Le Brésil a vendu 15 tonnes d'or au premier trimestre de 1988 mais a ensuite plus ou moins reconstitué ses avoirs. La Colombie et le Pérou ont renforcé leurs réserves de 13 tonnes et 7 tonnes respectivement.

Importance
accrue des
prêts en or

Le dernier facteur ayant affecté la quantité d'or arrivant sur le marché a été le recours accru aux prêts en or, en particulier au premier semestre. Selon des estimations prudentes, après déduction des remboursements d'emprunts antérieurs en or, quelque 150 tonnes de ce métal auraient fait l'objet de prêts en 1988. Ces prêts à faible taux d'intérêt sont essentiellement accordés à des sociétés minières, qui vendent l'or au comptant et remboursent les prêts sur la production à venir. L'or utilisé pour ces prêts provient en grande partie d'encaisses-or officielles qui, sinon, seraient restées inactives. Ces transactions ne sont habituellement pas enregistrées comme une diminution des réserves officielles puisque les banques centrales conservent une créance en or.

Les sociétés minières sont attirées par les emprunts en or parce qu'ils sont moins coûteux que les prêts classiques, à condition que le cours du métal pendant la durée du prêt n'augmente pas dans des proportions supérieures à l'intérêt économisé. On ne saurait donc être surpris, étant donné les perspectives maussades du cours de l'or, que l'année dernière ait coïncidé avec une forte hausse de la demande de prêts de cette nature et que les taux d'intérêt dont ils sont assortis aient fortement augmenté. Il semble qu'au début de mai 1989 la plupart des emprunteurs finals ne pouvaient plus obtenir de prêts à taux fixe et qu'ils devaient payer près de deux fois plus qu'au début de 1987, soit quelque 3%, en raison du fort

relèvement des taux d'intérêt servis sur les dépôts interbancaires d'or. Toutefois, cette légère majoration du coût des intérêts laisse encore une marge pour une hausse substantielle du prix de l'or. En revanche, si les perspectives du cours de l'once sont pessimistes, les emprunts réalisés pour accroître les capacités minières auront tendance à se contracter.

L'année dernière, la prospérité économique de nombreuses régions du monde et le fléchissement du cours de l'or ont stimulé la demande des utilisateurs industriels: elle s'est accrue, selon les estimations, de 330 tonnes, pour s'inscrire à 1.520 tonnes (à l'exclusion des déchets recyclés). La joaillerie, qui représente à elle seule environ 80% des besoins industriels, a absorbé 350 tonnes supplémentaires de métal. En revanche, une forte baisse a été enregistrée dans le secteur de la frappe officielle des monnaies, ce qui reflète le retour à une situation plus normale après deux années quelque peu exceptionnelles: en 1986 et 1987, le Japon avait acheté des quantités considérables d'or pour la frappe de la pièce commémorative de Hirohito. En outre, la crise boursière d'octobre 1987, bien que n'ayant pas provoqué de déplacement généralisé vers l'or, avait incité les petits épargnants à acquérir des pièces d'or dans des proportions tout à fait exceptionnelles.

Même si la thésaurisation semble avoir fortement diminué dans l'ensemble, les avoirs privés se sont considérablement accrus dans certains pays d'Extrême-Orient. A Taïwan, les importations déclarées non destinées au renforcement des réserves officielles ont atteint approximativement 170 tonnes, mais le chiffre véritable serait, de l'avis quasi général, beaucoup plus important. Au Japon, les importations aux fins de placement peuvent être estimées à environ 150 tonnes. Compte tenu du fait que la baisse du cours de l'or contre yen a été très prononcée ces dernières années, il semblerait que les investisseurs privés japonais prennent position à long terme ou qu'ils soient motivés par des considérations de diversification de leurs portefeuilles. On ne dispose pas de données exactes pour les autres régions, où il n'est pas toujours possible d'établir une nette distinction entre les utilisations aux fins de thésaurisation et pour la joaillerie. Il apparaîtrait toutefois que les conditions favorables de l'économie ont entraîné un gonflement de la demande de métal précieux en Asie du Sud-Est et dans le sous-continent indien, alors qu'une déthésaurisation, à grande échelle, s'opérait sans doute ailleurs.

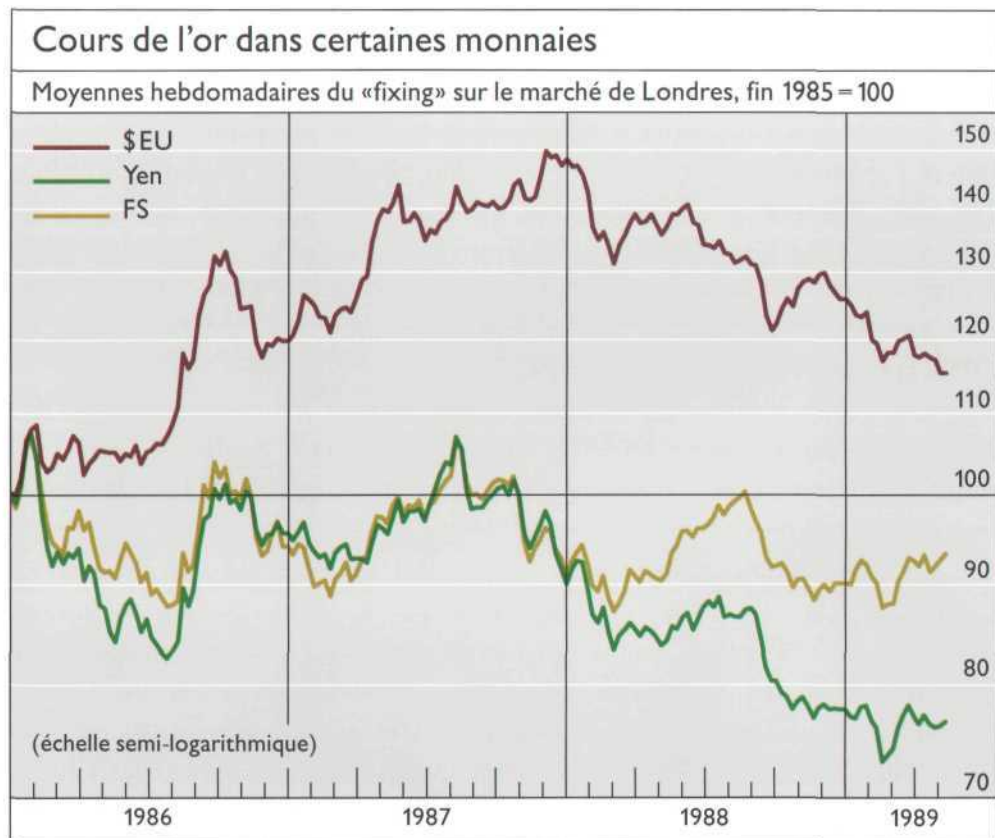
Le cours de l'or en dollars a été généralement déprimé pendant la majeure partie de 1988 et le début de 1989. Sous l'effet du raffermissement du dollar et d'informations faisant état de prêts en or exceptionnellement élevés aux sociétés minières, il est tombé de plus de \$500 (pour la première fois en cinq ans), en décembre 1987, à \$424, le dernier jour de février 1988. En mars 1988, la faiblesse du dollar, les anticipations d'une augmentation des prix du pétrole et les craintes d'une recrudescence de l'inflation lui a permis de remonter temporairement et, parallèlement aux prix d'autres métaux précieux, d'atteindre un sommet de \$465 début juin. Le dollar s'inscrivant de nouveau en hausse, le cours s'est effrité (environ \$420) les mois suivants avant de chuter brutalement à moins de \$390 pendant la dernière

Dynamisme de la demande des utilisateurs industriels

Très forte expansion des avoirs privés en or en Extrême-Orient

Evolution du cours de l'or

semaine de septembre, en raison de la baisse des prix du pétrole et donc de l'atténuation des anticipations inflationnistes. Le redressement ultérieur qui a culminé début décembre à \$430, alors que le dollar enregistrait un recul temporaire, s'est révélé de courte durée et l'or a de nouveau fléchi pour revenir en deçà de \$400 fin janvier 1989. Il a fluctué dans une fourchette de \$380–400 jusqu'à la fin d'avril, avant de tomber, le 22 mai, à \$359, son niveau le plus bas depuis trente-trois mois, dans le sillage de la forte hausse du dollar.



Ces dernières années, le cours de l'or a eu tendance à réagir davantage aux fluctuations des taux de change qu'à toute autre influence macro-économique. Il n'est sans doute pas surprenant que, pendant la période sous revue, les hausses du dollar soient allées de pair avec des baisses du cours de l'or. Il faut noter toutefois l'incapacité du prix de l'or, l'an dernier, de réagir à l'accélération modeste mais généralisée de l'inflation. En effet, on considère souvent que les cours de l'or et des autres produits de base servent de baromètre des anticipations et qu'ils annoncent ou du moins accompagnent l'évolution des prix. Cette imperméabilité du cours de l'or aux symptômes inflationnistes reflète peut-être la conviction des marchés que cette fois le renforcement des tensions sur les prix n'est que passager et que les autorités réussiront à enrayer toute menace réelle sur la stabilité des prix. L'inversion des courbes de rendements et la stabilité relative des taux d'intérêt à long terme en 1988 ont été interprétées dans le même sens.

Liquidités internationales

Deux caractéristiques bien distinctes ont marqué l'évolution des liquidités internationales en 1988. Premièrement, les réserves officielles autres que l'or, qui avaient enregistré une augmentation record en 1987, ont encore légèrement progressé. Deuxièmement, la répartition par monnaie de l'accroissement des réserves de change s'est nettement modifiée. Les avoirs officiels en dollars semblent avoir diminué alors que, dans les autres monnaies, ils ont continué de se renforcer.

En 1988, la valeur en dollars courants des réserves officielles internationales autres que l'or a augmenté de \$10,6 milliards seulement (1,5%), pour s'établir à \$724 milliards, alors qu'elle avait connu l'année précédente une progression supérieure à 40%, soit le taux de croissance le plus élevé depuis l'abandon du système des parités fixes de Bretton Woods. Toutefois, ce ralentissement a été imputable en partie à l'appréciation du dollar. Déduction faite des effets des variations de change, la décélération de la croissance des réserves non métalliques, de quelque 20% en 1987 à un peu plus de 5% un an après, est moins impressionnante, tandis qu'en termes de DTS l'accroissement s'est élevé à 7%.

Les avoirs métalliques officiels des divers pays n'ont enregistré qu'une très légère augmentation en 1988, et le fléchissement de 16% du cours du métal pendant l'année a entraîné une réduction de quelque \$72 milliards de leur valeur aux prix du marché.

Le ralentissement marqué de l'expansion des réserves non métalliques l'année dernière s'explique principalement par le changement d'orientation du dollar, dû à la réapparition d'entrées de capitaux privés aux Etats-Unis. Il n'a donc plus été nécessaire de recourir à des opérations de soutien comme celles qui avaient été entreprises à très grande échelle par les pays du Groupe des Dix en 1987. Si l'on tient compte des flux indirects de fonds officiels transitant par l'euromarché avant d'entrer aux Etats-Unis, il apparaît que plus des trois quarts du déficit de \$154 milliards de la balance des paiements courants des Etats-Unis avaient été financés en 1987 par l'accumulation de soldes officiels étrangers en dollars. En revanche, en 1988, les entrées nettes de capitaux privés semblent avoir entièrement couvert le déficit américain, qui est revenu à \$135 milliards.

Le deuxième facteur de la décélération de l'accroissement des réserves a été le fléchissement du cours de l'or sur le marché libre. Ce phénomène a entraîné un amoindrissement non seulement de la valeur de l'or détenu par les banques centrales mais aussi du montant d'Ecus créés contre or sur la base d'un cours lié à celui du marché. Enfin, la poursuite des remboursements de crédits octroyés par le FMI pendant les premières années de la crise d'endettement international a réduit les positions de réserve des pays membres dont les monnaies avaient servi à ces opérations.

Certains facteurs ont eu toutefois tendance à compenser ces effets réducteurs sur les liquidités internationales. Tout d'abord, les Etats-Unis sont intervenus dans les deux sens sur les marchés des changes, mais ils ont dans l'ensemble acheté davantage de devises qu'ils n'en ont vendu et

Ralentissement spectaculaire de la croissance des réserves officielles

Les entrées de capitaux privés aux Etats-Unis suppriment la nécessité d'interventions en faveur du dollar

Autres facteurs influant sur l'expansion des réserves officielles

reconstitué ainsi en grande partie leurs avoirs, qu'ils avaient entamés en 1987. Ensuite, on a assisté à un renforcement considérable des réserves en monnaies autres que le dollar, ce qui a eu tendance à stimuler l'augmentation des recettes en dollars ou à amoindrir les pertes en dollars des pays d'émission de ces monnaies de réserve secondaires. Enfin, le relèvement des taux d'intérêt à court terme pendant l'année a généralement fait progresser les revenus officiels en devises, qui vont très souvent gonfler les réserves.

Variations des réserves globales							
Zones et périodes	Or		Devises	Positions de réserve au FMI	DTS	Ecus officiels	Réserves totales (à l'exclusion de l'or)
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU à prix courants ¹					
Pays du Groupe des Dix							
1986	-1,0	46,7	38,4	0,3	2,9	7,9	49,5
1987	-1,4	69,7	93,0	0,2	3,2	21,8	118,2
1988	-1,9	-56,9	19,5	-3,0	0,4	-15,3	1,6
Encours ²	733,3	300,8	270,3	23,1	21,2	54,6	369,2
Autres pays développés³							
1986	-0,8	5,1	6,1	0,2	0,4	-	6,7
1987	-1,9	7,0	27,9	0,6	0,5	5,0	34,0
1988	-4,1	- 7,9	13,0	0,2	-0,1	2,6	15,7
Encours ²	77,0	31,6	96,7	3,2	2,4	8,4	110,7
Pays en développement							
1986	2,1	8,6	10,0	0,2	0,5		10,7
1987	-0,6	11,5	52,0	0,6	1,1		53,7
1988	6,3	- 6,8	-1,1	-3,8	-1,8		-6,7
Encours ²	129,2	52,9	228,9	11,8	3,5		244,2
<i>dont:</i>							
Principaux pays débiteurs⁴							
1986	0,7	2,4	-7,3	-	0,3		-7,0
1987	-1,5	2,5	4,0	-0,1	0,9		4,8
1988	0,6	- 2,2	-6,2	-0,6	-1,0		-7,8
Encours ²	33,3	13,6	27,6	0,1	0,7		28,4
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient⁵							
1986	-0,1	1,4	-6,5	0,1	-		-6,4
1987	-0,1	2,1	3,9	0,6	0,3		4,8
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-3,0	-0,3		-7,1
Encours ²	22,8	9,4	35,1	9,7	1,4		46,2
Total³							
1986	0,3	60,4	54,5	0,7	3,8	7,9	66,9
1987	-3,9	88,2	172,9	1,4	4,8	26,8	205,9
1988	0,3	-71,6	31,4	-6,6	-1,5	-12,7	10,6
Encours ²	939,5	385,3	595,9	38,1	27,1	63,0	724,1

¹ Encaisses-or évaluées aux cours du marché. ² A fin 1988. ³ A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est. ⁴ Pays du plan Baker, à l'exclusion de la Yougoslavie. ⁵ Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Irak, Iran, Koweït, Libye, Oman et Qatar.

En 1988, l'accroissement des réserves a porté davantage que les autres années sur les avoirs en devises. En effet, l'augmentation totale des avoirs officiels en devises, déduction faite des dollars ayant fait l'objet de swaps contre Ecus, s'est élevée à plus de \$31 milliards, soit trois fois plus que l'expansion globale des réserves non métalliques. En dollars constants, et y compris cette fois les dollars utilisés dans le cadre de swaps contre Ecus, cette augmentation a même été plus forte et a atteint quelque \$40 milliards.

Accroissement des réserves axé sur les avoirs en devises

Les positions de réserve au Fonds, en revanche, ont enregistré une contraction de \$6,6 milliards, imputable pour \$2,3 milliards aux effets des variations de change. L'encours des crédits du FMI a fléchi pour la troisième année consécutive, les remboursements de prêts (DTS 6,7 milliards) continuant à dépasser les nouveaux octrois de crédits (DTS 3,1 milliards). Certains pays, tels que l'Argentine et le Brésil, ont reçu de nouveaux crédits, après avoir remboursé les montants tirés entre 1981 et 1984. Le FMI accorde également depuis 1986 des crédits d'ajustement structurel aux pays membres à faible revenu qui mettent en œuvre des programmes d'ajustement macro-économique et structurel à moyen terme. Les premiers décaissements (DTS 0,1 milliard) de ce type ont été effectués l'année dernière dans le cadre de la Facilité d'ajustement structurel renforcée. Au total, les tirages au titre de l'ajustement structurel ont atteint DTS 0,4 milliard en 1988, soit le même montant qu'un an auparavant. On a également noté une contraction de \$1,5 milliard de la valeur en dollars des avoirs officiels en DTS des divers pays, due toutefois en quasi-totalité aux effets des variations de change.

Diminution des crédits du FMI

On peut attribuer la contraction de \$12,7 milliards des avoirs officiels en Ecus en 1988, d'une part, au remboursement de crédits accordés antérieurement par le Fonds européen de coopération monétaire dans le cadre de la facilité de financement à très court terme et, d'autre part, au maintien des avoirs officiels de réserve en Ecus par le renouvellement des swaps d'or. Comme mentionné précédemment, la chute du cours de l'or a provoqué une diminution de la quantité d'Ecus officiels créés en contrepartie d'avoirs en or.

La répartition géographique de l'accroissement des réserves a subi de profonds changements en 1988. Les réserves globales des pays du Groupe des Dix n'ont que très légèrement progressé, tandis que celles des autres pays développés et des pays en développement ne connaissant pas de difficultés de service de la dette, ceux d'Asie en particulier, ont enregistré un accroissement substantiel.

Répartition géographique de l'expansion des réserves

L'expansion globale des réserves non métalliques des pays du Groupe des Dix s'est élevée à tout juste \$1,6 milliard, soit quelque \$22 milliards si l'on exclut les effets des variations de change. Les accroissements de réserves considérables de certains pays, en particulier du Japon, du Canada et de l'Italie, ont été en grande partie compensés par des fléchissements dans d'autres pays, Allemagne, France et Suisse essentiellement. Le Canada, qui a été le seul pays du Groupe des Dix dont la monnaie s'est appréciée par rapport au dollar EU en hausse, a plus que doublé ses avoirs de réserve (+\$8,1 milliards), pour les porter à 15,4 milliards en dollars courants. Si le

L'accroissement considérable des réserves de certains pays du Groupe des Dix est quasiment annulé par la contraction enregistrée dans les autres

yen et la livre sterling se sont quelque peu affaiblis par rapport au dollar, ils se sont cependant raffermis vis-à-vis des monnaies de la plupart des autres pays du Groupe des Dix, et les réserves non métalliques du Japon et du Royaume-Uni ont enregistré un gonflement de \$15,8 milliards et \$2,4 milliards respectivement. De même, la lire s'est renforcée à l'égard des autres monnaies du mécanisme de change du SME, et les autorités italiennes ont ajouté \$4,5 milliards à leurs réserves internationales. Les avoirs officiels des Etats-Unis ont progressé de \$2 milliards, l'accroissement de \$4,3 milliards de la valeur en dollars des réserves de change du pays étant annulé en partie par une contraction de ses positions auprès du FMI et en DTS. En revanche, les pays dont la monnaie a le plus fléchi ont effectué des ponctions sur leurs réserves de change pour l'empêcher de s'effriter davantage.

Variations des réserves officielles autres que l'or dans divers pays*							
Pays	Montants à fin 1983	Variations					Montants à fin 1988
		1984	1985	1986	1987	1988	
	en milliards de dollars EU						
Etats-Unis	22,6	1,2	8,3	5,3	-2,7	2,0	36,7
Autres pays du Groupe des Dix	156,5	-3,3	14,6	44,2	120,9	- 0,4	332,5
Japon	24,6	1,8	0,3	15,5	38,7	15,8	96,7
Allemagne	42,6	-2,4	4,1	7,4	26,9	-20,3	58,3
Royaume-Uni	11,3	-1,9	3,4	5,6	23,3	2,4	44,1
Italie	20,0	0,8	-5,3	4,4	10,2	4,5	34,6
France	20,6	0,3	5,7	4,8	1,6	- 7,6	25,4
Suisse	15,0	0,3	2,7	3,8	5,7	- 3,3	24,2
Pays-Bas	10,2	-0,9	1,5	0,4	4,8	0,0	16,0
Canada	3,5	-1,0	0,0	0,8	4,0	8,1	15,4
Belgique	4,7	-0,1	0,2	0,7	4,1	- 0,3	9,3
Suède	4,0	-0,2	2,0	0,8	1,6	0,3	8,5
Autres pays développés	40,3	6,9	7,1	6,7	34,0	15,7	110,7
Espagne	7,4	4,6	-0,8	3,6	15,9	6,4	37,1
Australie	9,0	-1,5	-1,7	1,5	1,5	4,8	13,6
Portugal	0,4	0,1	0,9	0,0	1,9	1,8	5,1
Yougoslavie	1,0	0,2	-0,1	0,4	-0,8	1,6	2,3
Divers	22,5	3,5	8,8	1,2	15,5	1,1	52,6
Pays en développement	157,1	13,8	15,6	10,7	53,7	- 6,7	244,2
Taïwan	11,9	3,8	6,9	23,7	30,4	- 2,8	73,9
Chine	15,0	2,4	-4,6	-1,3	4,9	2,2	18,6
Singapour	9,3	1,1	2,4	0,1	2,3	1,9	17,1
Corée	2,4	0,4	0,1	0,4	0,3	8,8	12,4
Brésil	4,4	7,1	-0,9	-4,8	0,5	0,2	6,5
Thaïlande	1,6	0,3	0,3	0,6	1,2	2,1	6,1
Mexique	3,9	3,4	-2,4	0,8	6,8	- 7,2	5,3
Venezuela	7,6	1,3	1,4	-3,8	-0,5	- 2,9	3,1
Divers	101,0	-6,0	12,4	-5,0	7,8	- 9,0	101,2
Total	376,5	18,6	45,6	66,9	205,9	10,6	724,1

* Y compris les positions en Ecus.

* Y compris les positions en Ecus.

L'Allemagne et la Suisse, en particulier, ont réduit de \$20,3 milliards et \$3,3 milliards respectivement leurs avoirs de réserve, malgré l'ampleur de l'excédent de leurs paiements courants. La France, qui a remboursé des montants substantiels au Fonds européen de coopération monétaire et soutenu le franc vis-à-vis du dollar et des monnaies du SME, a vu la valeur en dollars de ses réserves non métalliques diminuer de \$7,6 milliards.

Les réserves officielles des autres pays développés se sont considérablement accrues (\$15,7 milliards, soit plus de 16%), en raison essentiellement de l'expansion des avoirs internationaux de l'Espagne (\$6,4 milliards), de l'Australie (\$4,8 milliards), du Portugal (\$1,8 milliard) et de la Yougoslavie (\$1,6 milliard). Ces augmentations apparaissent, là aussi, beaucoup plus importantes si l'on exclut les effets des variations de change.

Le fléchissement de \$6,7 milliards de l'ensemble des réserves internationales des pays en développement en 1988 masque des expériences fort diverses d'un groupe de pays à l'autre. Tout d'abord, les pays non exportateurs de pétrole ont accru leurs réserves de \$5,1 milliards, tandis que les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont prélevé sur les leurs à concurrence de \$7,1 milliards, soit 13% de leurs avoirs. Il y a même eu de grandes différences au sein du groupe des pays en développement non exportateurs de pétrole. Les pays à revenu moyen connaissant des difficultés liées au service de la dette ont opéré des ponctions sur leurs réserves afin de financer leurs importations, de payer leurs intérêts et de convertir leurs dettes. Le montant total des avoirs internationaux des quatorze pays les plus lourdement endettés (hormis la Yougoslavie) a diminué de \$7,8 milliards, soit de plus de 20%, ceux du Mexique et du Venezuela enregistrant les contractions les plus fortes (\$7,2 milliards et \$2,9 milliards respectivement). Par contre, les pays en développement d'Asie, en particulier la Corée (\$8,8 milliards), la Chine (\$2,2 milliards) et la Thaïlande (\$2,1 milliards) ont sensiblement renforcé leurs avoirs de réserve non métalliques.

L'année 1988 a été marquée par un changement prononcé de la répartition par monnaie de la croissance des réserves de change, le dollar étant délaissé pour d'autres monnaies. Toutefois, l'ampleur exacte de cette redistribution ne peut être déterminée. En dollars constants, les réserves identifiées des divers pays en devises autres que le dollar se sont accrues l'an dernier de \$54 milliards, soit de près du tiers, dont \$48 milliards pour les pays autres que les Etats-Unis. L'ensemble des avoirs officiels de change de ces autres pays n'ayant progressé que de quelque \$35 milliards, il semble que leurs réserves en dollars se soient contractées de \$10 milliards environ l'année dernière.

En fait, après avoir augmenté de \$22 milliards en 1987, les dépôts bancaires identifiés en dollars des autorités monétaires sur l'euromarché se sont amenuisés de \$9 milliards. En revanche, l'accroissement de \$39 milliards des avoirs officiels identifiés en dollars détenus aux Etats-Unis, qui apparaissent dans les statistiques de la balance des paiements américaine pour 1988, a été presque aussi important que celui de 1987 (\$45 milliards). Ce chiffre semblerait révéler un nouveau gonflement marqué des avoirs officiels en dollars l'an passé. Les statistiques de la balance des paiements des Etats-Unis ne peuvent cependant permettre de tirer une telle conclusion.

Contraction
des réserves de
certains groupes
de pays en
développement

Modification
de la répartition
par monnaie de
l'accroissement
des réserves
de change

Fléchissement
des avoirs officiels
en dollars

Elles n'indiquent que les fonds officiels placés directement aux Etats-Unis. Il y aurait eu en 1987 de très amples entrées non identifiées de capitaux officiels aux Etats-Unis par l'intermédiaire de banques et de sociétés de courtage à l'étranger, mais cette tendance se serait inversée dans une large mesure en 1988. Ce phénomène serait essentiellement à l'origine du brusque renversement de \$105 milliards du poste «Non attribué» du tableau de la page suivante (+\$61,3 milliards en 1987 à -\$43,4 milliards en 1988). La forte diminution de ce poste en 1988 résulte aussi peut-être de certains retraits officiels non identifiés de dépôts sur le marché de l'eurodollar ainsi que de ventes officielles de titres en eurodollars. La troisième explication possible – des réductions non identifiées d'avoirs officiels en monnaies autres que le dollar – semble moins plausible étant donné la tendance générale marquée à la hausse de ces avoirs l'année dernière.

Fort gonflement
des avoirs
officiels en
deutsche marks

Exprimés en dollars constants, les avoirs en deutsche marks ont représenté à eux seuls nettement plus de la moitié de l'expansion identifiée de \$54 milliards en volume des réserves officielles de change des divers pays libellées en monnaies autres que le dollar. L'accroissement identifié de \$4,8 milliards en termes réels des avoirs officiels en yens n'a guère été supérieur à celui des avoirs libellés en francs français (\$4,5 milliards), mais ce montant est sans doute sous-estimé. Le fort gonflement des réserves officielles en deutsche marks n'a été imputable qu'en partie aux achats de soutien effectués par les autorités des Etats-Unis et des pays membres du SME; il reflète également les efforts déployés par d'autres pays pour diversifier leurs avoirs en devises.

Evolution des
réserves
officielles des
pays du Groupe
des Dix pendant
le premier
trimestre
de 1989

On ne dispose pas encore de données sur les réserves globales pour le premier trimestre de 1989. Toutefois, les réserves non métalliques des pays du Groupe des Dix ont enregistré une légère contraction de \$2,5 milliards. Ce fléchissement s'explique pour plus de la totalité par la nouvelle appréciation du dollar EU, qui a entraîné une diminution de quelque \$9,5 milliards de la valeur en dollars des avoirs en d'autres monnaies ainsi qu'une réduction de la valeur en dollars des avoirs officiels en Ecus, des avoirs en DTS et des positions de réserve au FMI des pays du Groupe des Dix. Néanmoins, en ce qui concerne les réserves de change, des accroissements sensibles en volume ont plus que compensé les effets négatifs des variations de change. Dans l'ensemble, la valeur en dollars des avoirs officiels de change des pays du Groupe des Dix s'est accrue de \$4,3 milliards. Celle des réserves de change des Etats-Unis a progressé, à elle seule, de \$2,9 milliards, sous l'effet des achats considérables d'autres monnaies effectués par les autorités américaines dans le cadre d'interventions de soutien. Les ventes officielles de dollars se sont également reflétées dans la contraction des réserves en devises de la Suisse, du Royaume-Uni et de l'Allemagne (\$2,2 milliards, \$1,6 milliard et \$1,4 milliard respectivement). En revanche, les réserves de change du Japon se sont renforcées de \$2,3 milliards grâce aux revenus d'intérêts. Dans le cadre du SME, un gonflement important des réserves de change est intervenu en Italie (\$3 milliards) et en France (\$0,8 milliard). L'accroissement de \$1,3 milliard enregistré par la Belgique a résulté essentiellement de ventes d'or effectuées par les autorités (voir page 213).

Balance des paiements courants des Etats-Unis et variations (estimations) des réserves en devises (à l'exclusion des effets des variations de change ¹)					
Rubriques	1984	1985	1986	1987	1988
	en milliards de dollars EU				
Déficit des paiements courants aux Etats-Unis	107,1	115,1	138,3	154,0	135,3
Variations des réserves des Etats-Unis (à l'exclusion de l'or)	1,2	8,3	5,4	-2,7	2,0
dont:					
Réserves en devises	1,1	4,5	1,1	-8,6	5,6
Variations des réserves en devises des pays autres que les Etats-Unis ²	32,0	11,7	31,4	166,9	34,7
dont:					
Avoirs officiels identifiés détenus aux Etats-Unis ³	2,4	-2,0	33,5	45,0	39,0
Réserves en dollars détenues hors des Etats-Unis ⁴	9,8	-4,7	- 1,2	21,9	- 8,9
Réserves non libellées en dollars ⁵	16,1	2,3	-15,0	38,7	48,0
Non attribué ⁶	3,7	16,1	14,1	61,3	-43,4

¹ Variations calculées à taux de change constants de fin de période. ² Comprend les dollars ayant fait l'objet de swaps contre Ecus. ³ Chiffres provenant des statistiques de la balance des paiements des Etats-Unis. ⁴ Dépôts des institutions monétaires officielles auprès des euro-banques déclarantes de la BRI. Comprend tous les dépôts de la Chine auprès de ces banques. ⁵ Estimations établies à partir de données du FMI et de la BRI. ⁶ Accroissement total des réserves en devises autres que celles des Etats-Unis, déduction faite des variations figurant aux trois postes précédents.

Ces dernières années, on a observé de fortes modifications de la relation entre l'accroissement des liquidités internationales et l'expansion du commerce mondial. En 1987, le gonflement de 40% des réserves globales avait de loin excédé l'augmentation totale des exportations et importations. Ce schéma s'est inversé en 1988, la progression en pourcentage des liquidités internationales n'ayant représenté qu'une fraction de la hausse simultanée de 14% de la valeur en dollars des échanges de marchandises dans le monde. Quelle signification peut-on attribuer à ces amples fluctuations de l'accroissement des réserves? Il serait extrêmement hasardeux d'en tirer des conclusions de grande portée. L'expansion des réserves globales est davantage le résultat fortuit de décisions nationales en matière de taux d'intérêt, de taux de change et de politique économique en général que le fruit de stratégies explicites dans le domaine des réserves. Pour les pays se taillant la part du lion dans le commerce mondial, disposer d'un niveau suffisant de réserves n'est pas un problème. Grâce à leur cote de crédit, ils sont sûrs de pouvoir emprunter des liquidités sur les marchés internationaux des capitaux si le besoin s'en fait sentir. Certes, de très nombreux pays en développement souffrent d'un manque de réserves qui risque de limiter leur capacité de participer à des programmes de réduction de dette ou de les obliger à des choix non optimaux en matière de politique économique. Mais, même dans ces pays, l'insuffisance des réserves est davantage le symptôme d'un malaise plus profond qu'une cause fondamentale en soi.

Signification macro-économique limitée des amples fluctuations de l'accroissement des réserves officielles

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 a continué de surveiller régulièrement 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 développements récents dans les centres bancaires extraterritoriaux. En outre, un groupe de travail mis en place par le Comité a étudié certaines questions bancaires et financières soulevées par l'instauration du marché financier unique européen. La Banque a également 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 à encourager la coopération en ce qui concerne le contrôle prudentiel de l'activité bancaire internationale. Les propositions sur le niveau des fonds propres, diffusées aux fins de commentaires en décembre 1987, ont été publiées sous leur forme définitive en juillet 1988, avec l'approbation des gouverneurs des banques centrales, dans un document intitulé «Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres». Depuis lors, les pays membres ont entrepris d'adapter leurs dispositions nationales de contrôle bancaire afin de les mettre en conformité avec ces normes. Dans de

nombreux pays, y compris ceux de la Communauté européenne, ces normes seront appliquées à tous les établissements de crédit. En octobre, lors de la cinquième Conférence internationale des autorités de contrôle bancaire tenue à Tokyo, les normes ont été recommandées à la centaine de pays qui y étaient représentés, et de nombreux autres pays ayant de grandes banques internationales ont déjà fait savoir qu'ils étaient désireux d'assurer la conformité de leurs propres dispositions en matière de surveillance avec les nouvelles normes, qui sont à présent reconnues à l'échelle mondiale. Le Comité a examiné, par ailleurs, des questions concernant le traitement prudentiel des risques de change, de taux d'intérêt et de certains autres risques de positions. En janvier 1989, il a autorisé la publication par ses membres d'une Déclaration de principe sur la prévention de l'utilisation du système bancaire à des fins criminelles, document qui a fait l'objet d'une large diffusion aux banques du monde entier.

Le Groupe d'experts sur les systèmes de paiement a poursuivi ses échanges réguliers d'informations sur l'évolution de la situation dans chacun des pays membres du Groupe des Dix. Il a, en outre, mené à bien la préparation de la troisième édition de son livre sur les «Systèmes de paiement dans onze pays développés», augmentant de façon notable à cette occasion la part allouée aux données statistiques. Il a également procédé à une étude, publiée en février 1989, sur divers types de mécanismes de compensation financière d'opérations transfrontières, afin d'évaluer dans un premier temps dans quelle mesure les dispositifs actuels ou prévus sont de nature à contribuer au bon fonctionnement des marchés financiers et systèmes de paiement internationaux et quelle pourrait être leur incidence sur les risques de crédit et de liquidité.

Au cours de ses réunions traditionnelles, le Groupe des experts informaticiens a notamment porté son attention sur les questions de sécurité et entrepris d'analyser les changements qu'entraîne, au sein des banques centrales, et tout particulièrement dans les domaines de l'organisation du travail, du partage des responsabilités et du contrôle, l'adoption de l'ordinateur personnel comme outil de travail courant. Le Groupe a, en outre, consacré plusieurs sessions extraordinaires à une analyse de la qualité de l'informatique au sein des banques centrales.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a veillé essentiellement à la poursuite du développement du service de banque de données pour les banques centrales des pays du Groupe des Dix et la BRI. Les institutions participantes ont pris des mesures additionnelles en vue d'améliorer les délais d'envoi de leurs déclarations à la banque de données, et la BRI a entrepris une expansion graduelle du nombre des séries de données afin de satisfaire les besoins des économistes et statisticiens du Groupe. Pour suivre le rythme de l'évolution technologique dans les banques centrales, un certain nombre de dispositions ont été adoptées pour moderniser l'équipement de télécommunication qui, à la BRI, sert de support au réseau informatisé d'accès à la banque de données.

Le Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et le Conseil d'administration

du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM), ainsi que leurs sous-comités et groupes d'experts, ont continué à se réunir à Bâle. 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; un groupe chargé d'examiner périodiquement les politiques monétaires menées par les Etats membres et leur coordination ainsi que les implications de l'évolution des finances publiques.

Au cours de l'exercice 1988-89, une grande partie de l'activité du Comité des gouverneurs et, partant, de ses sous-comités et groupes d'experts a porté sur le fonctionnement du SME et la coordination des politiques monétaires. Le Comité a développé, dans l'esprit de l'accord de Bâle/Nyborg,* la procédure de surveillance en commun de l'évolution à court terme des situations et des politiques économiques et monétaires; cette procédure est destinée à parvenir à des évaluations communes à la fois de la conjoncture et des réactions appropriées sur le plan des politiques de taux de change, d'intervention et de taux d'intérêt. En outre, cette surveillance en commun (qui est centrée essentiellement sur des aspects à court terme) a été complétée par des analyses approfondies de la formulation et de la gestion des politiques monétaires dans la Communauté. Ces analyses ont pour but d'arriver à une approche coordonnée susceptible de contribuer à la réduction des divergences intracommunautaires en matière de prix et de comptes extérieurs.

Le Conseil d'administration du FECOM a été saisi de demandes de la Banque Nationale Suisse et de la Banque centrale de Malte pour obtenir le statut de Tiers détenteur d'Ecus officiels; ces deux demandes ont été approuvées par le Conseil d'administration du FECOM lors de ses séances de février et de mars 1989 respectivement. La désignation de ces deux banques centrales a porté le nombre de Tiers détenteurs d'Ecus officiels à trois, la BRI ayant déjà obtenu ce statut en janvier 1986.

Durant la période allant de juillet 1988 à avril 1989, le Comité sur l'étude de l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne a tenu, à une exception près, toutes ses réunions à la Banque. Créé par le Conseil européen en juin 1988, ce Comité était présidé par M. Jacques Delors, Président de la Commission des Communautés européennes; parmi ses dix-sept membres figuraient également tous les gouverneurs des banques centrales de la CE (qui y participaient en leur capacité personnelle) et cinq autres personnes, au nombre desquelles le Directeur Général de la BRI. Un bref résumé du rapport élaboré par le Comité est donné au Chapitre VII.

2. Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'assurer diverses fonctions d'Agent dans le domaine des règlements financiers internationaux.

* On trouvera dans le cinquante-huitième Rapport annuel, pages 225 et 226, une description du contenu de cet accord.

a) *Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)*

La Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du FECOM qu'elle remplit depuis le 1er juin 1973.¹ 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 et de prêt de la Communauté destinées au soutien des balances des paiements des pays membres de la CE.

Au cours de la période allant du 1er avril 1988 au 31 mars 1989, les interventions effectuées par les banques centrales du SME dans les monnaies des autres pays participants n'ont donné lieu à aucune opération de financement ou de règlement par l'intermédiaire du FECOM.

Le volume d'Ecus émis par le FECOM dans le cadre des opérations de swap trimestrielles avec chacune des banques centrales de la CE est revenu d'Ecus 54,6 milliards au 1er avril 1988 à Ecus 52,7 milliards au 31 mars 1989. Cette diminution de près d'Ecus 2 milliards sur l'année est due essentiellement à la baisse du cours de l'or exprimé en Ecus, tandis que la réduction des contributions en dollars EU des banques centrales de la CE a été compensée en quasi-totalité par la hausse du taux de change du dollar EU vis-à-vis de l'Ecu. L'Institut monétaire luxembourgeois participe au mécanisme de création d'Ecus depuis janvier 1989.

Le montant des transferts en Ecus entre les comptes «Réserves en Ecus» des banques centrales de la CE s'est élevé à quelque Ecus 0,6 milliard au cours de la période sous revue. Il s'est agi essentiellement d'un rachat d'Ecus effectué par une banque centrale en vue de régler sa position débitrice nette en Ecus; les autres transferts en Ecus ont consisté en paiements d'intérêts sur des positions nettes en Ecus.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté visées dans le Règlement (CEE) No 1969/88,² dont les détails sont exposés dans les cinquante-sixième et cinquante-septième Rapports annuels, pages 194–195 et 209 respectivement, au cours de la période sous revue l'Agent a continué de percevoir des emprunteurs, à savoir la France et la Grèce, et de répartir aux bailleurs de fonds de la Communauté les montants dus au titre des intérêts, commissions et frais sur les emprunts en circulation. En outre, il a assuré les transactions financières se rapportant au règlement intégral, à la date d'échéance finale du 29 août 1988, de l'emprunt communautaire de \$EU 240 millions – sous forme d'effets aux porteurs 1985–88 à 9¼% l'an – et du prêt correspondant accordé à la France.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1989, l'encours des emprunts et prêts de la Communauté.

¹ On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188–190, une description des structures et fonctions du FECOM.

² Avec effet au 24 juin 1988, ce Règlement a remplacé le Règlement (CEE) No 682/81 du 16 mars 1981, qui constituait jusque-là la base légale de l'activité du FECOM pour les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1989					
Pays emprunteur	Dollars EU	Deutsche marks	Francs suisses	Yens	Ecus
	en millions				
France	350				70
Grèce	400	830	227	25.000	700
Total	750	830	227	25.000	770

b) 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 le 30 avril 1987 avec l'Association bancaire pour l'Ecu (ABE).*

A partir de mai 1987, le système a été ouvert à de nouvelles banques membres de l'ABE, qui, après avoir fait officiellement acte de candidature, ont été désignées par l'Association comme banques de compensation. La participation de ces nouvelles banques au système s'est effectuée au rythme de trois par mois environ de juillet 1987 à mars 1988, et trois autres banques ont été admises en novembre 1988, portant ainsi le nombre des banques participantes à trente-trois au 31 mars 1989, contre sept à l'origine en 1986.

3. Assistance financière aux banques centrales

En plus de son activité bancaire normale, la Banque a participé à trois crédits-relais annoncés publiquement au cours de l'année sous revue:

a) En juin 1988, la BRI a pris part à une facilité-relais de \$EU 250 millions en faveur de la Banque Nationale de Yougoslavie. La part de la BRI dans cette facilité s'élevait à \$EU 200 millions et était assortie de la garantie de onze banques centrales membres; le solde de \$EU 50 millions a été fourni par le Trésor des Etats-Unis dans le cadre d'un arrangement parallèle. La facilité venait à échéance à la fin de novembre 1988.

En mettant sur pied cette facilité, il a été tenu compte du financement prévu dans le cadre d'un accord de confirmation conclu avec le FMI et d'un prêt au titre de la facilité d'ajustement structurel de la Banque mondiale.

Le montant total de la facilité a été tiré le 15 juin 1988. Un premier remboursement a été reçu au début de juillet; le solde a été remboursé à la fin de septembre et la facilité a été dénouée sur demande de la Banque Nationale de Yougoslavie deux mois avant la date d'échéance initiale.

* On trouvera dans le cinquante-sixième Rapport annuel, pages 195 et 196, une description des structures et du fonctionnement du Système de compensation.

b) En juillet 1988, des facilités de crédit à court terme d'un montant total de \$EU 500 millions ont été mises sur pied en faveur du Banco Central do Brasil, afin de fournir un financement-relais lié aux tirages attendus dans le cadre d'un accord de confirmation conclu avec le FMI. Le financement a été assuré par la BRI et le Trésor des Etats-Unis à parts égales de \$EU 250 millions, la facilité de la BRI bénéficiant de la garantie de dix banques centrales membres.

Un montant de \$EU 465 millions a été tiré, à parts égales, le 29 juillet 1988, sur la facilité de la BRI et sur celle du Trésor des Etats-Unis et remboursé entièrement le 26 août 1988. Aucun autre tirage n'a été effectué dans le cadre de l'une ou l'autre de ces facilités, qui sont arrivées à expiration le 30 décembre 1988.

c) En octobre 1988, un soutien financier à court terme de \$EU 500 millions a été mis sur pied en faveur du Banco Central de la República Argentina. Sur ce montant, \$EU 190,5 millions ont été fournis par la BRI, avec la garantie de dix banques centrales membres, \$EU 265 millions par le Trésor des Etats-Unis et \$EU 44,5 millions par le Kreditanstalt für Wiederaufbau de la République fédérale d'Allemagne. Ce financement-relais devait être mis à disposition par tranches, afin de préfinancer un montant de \$EU 500 millions au titre de deux prêts sectoriels de la Banque mondiale devant être déboursés en tranches séparées au plus tard le 28 février 1989. La première tranche des crédits-relais, d'un montant de \$EU 150 millions, a été mise à disposition le 22 novembre 1988. Le remboursement a commencé le jour suivant en liaison avec le premier des décaissements de la Banque mondiale. Les autres tranches n'ont pas été tirées et les facilités sont arrivées à expiration, tous tirages remboursés, le 28 février 1989.

4. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1989, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; ils sont exprimés en francs or*.

A la clôture de l'exercice 1988-89, le 31 mars 1989, le total du bilan s'inscrivait à

F or 42.233.811.401

Au 31 mars 1988, il s'élevait à

F or 38.150.580.292

L'augmentation est ainsi de

F or 4.083.231.109

ou de 11%, mais elle aurait été sensiblement plus importante sans l'incidence de la dépréciation des monnaies autres que le dollar EU en termes de francs or. L'expansion du bilan de la Banque résulte donc en totalité d'un nouvel accroissement des ressources en monnaies pour l'essentiel, mais également en or. Cette progression a porté le total du bilan au 31 mars 1989 au chiffre le plus élevé enregistré en fin d'exercice.

* 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.

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
1985	22.852	+ 1.576	+ 7
1986	26.558	+ 3.706	+ 16
1987	29.944	+ 3.386	+ 13
1988	38.151	+ 8.207	+ 27
1989	42.234	+ 4.083	+ 11

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 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, conservé par la Banque pour le compte de divers déposants. Au 31 mars 1989, son volume équivalait à 1.238 millions de francs or et était ainsi légèrement plus important qu'à la fin de l'exercice précédent où il atteignait alors 1.225 millions de francs or.

Passif (composition des ressources)

BRI: évolution 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			
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
1989	1.404	39.875	955	42.234

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 1988-89 F or 600.816.157

contre 576,3 millions de francs or au 31 mars 1988; un transfert de 24,5 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 1988-89 F or 35.530.055

contre 31,5 millions de francs or au 31 mars 1988. En accord avec les dispositions de l'article 51(4) des Statuts, il a été proposé de transférer un montant de 4 millions de francs or à ce fonds, par prélèvement sur le bénéfice.

4) Fonds de réserve libre

après répartition du bénéfice net de 1988-89 F or 442.066.872

contre 401,5 millions de francs or au 31 mars 1988. Il a été recommandé d'affecter une somme de 40,5 millions à ce fonds, également par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves, après répartition du bénéfice 1988-89, s'inscrit ainsi à F or 1.108.483.397

Elles avaient été portées à 1.039,5 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent et sont donc en hausse de 69 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
	1988	1989	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	34.507	38.385	+ 3.878
Dépôts des autres déposants	1.151	1.490	+ 339
Total	35.658	39.875	+ 4.217

L'accroissement des ressources provient pour l'essentiel d'une nouvelle hausse – de 11,2% – du volume des «Dépôts des banques centrales»; il convient cependant de rappeler que ce poste avait connu un développement encore plus marqué au cours de l'exercice 1987-88, puisqu'il indiquait alors une progression de 31,6%.

Les «Dépôts des autres déposants» augmentent également, après avoir régressé l'année précédente. L'accroissement reflète les nouveaux apports effectués par diverses organisations internationales.

Les «Dépôts des banques centrales» représentent 96,3% du total des ressources empruntées, alors que ceux des autres déposants n'en constituent que 3,7%. Au 31 mars 1988, la répartition était de 96,8% et 3,2% respectivement.

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
	1988	1989		1988	1989		1988	1989	
	en millions de francs or								
A vue	4.466	4.654	+ 188	2.240	2.885	+ 645	6.706	7.539	+ 833
A 3 mois									
au maximum	8	21	+ 13	27.125	30.523	+ 3.398	27.133	30.544	+ 3.411
A plus de 3 mois	–	–	–	1.819	1.792	– 27	1.819	1.792	– 27
Total	4.474	4.675	+ 201	31.184	35.200	+ 4.016	35.658	39.875	+ 4.217

Les ressources tant en or qu'en monnaies ont progressé au cours de l'exercice écoulé. L'examen de chaque catégorie de ressources montre que l'augmentation des dépôts en or a essentiellement porté sur les avoirs à vue, alors que pour les dépôts en monnaies ce sont les dépôts ayant au maximum trois mois à courir qui ont connu le développement le plus marqué.

La part des dépôts en or sur l'ensemble des fonds empruntés régresse cependant à 11,7%, alors qu'elle en constituait 12,5% au 31 mars 1988; en revanche, la part des dépôts en monnaies est portée à 88,3% contre 87,5% l'année précédente.

Examinés en fonction de leur durée, les dépôts à vue représentent 18,9% du total des dépôts contre 18,8% au 31 mars 1988 et les dépôts à trois mois au maximum 76,6% contre 76,1%; les dépôts à plus de trois mois, pour leur part, n'en constituent plus que 4,5% contre 5,1%. On observe donc une légère tendance à la réduction de la durée des ressources reçues.

a) Dépôts en or

F or 4.674.850.242

contre 4.474 millions de francs or à la fin de l'exercice 1987–88, soit une progression de 201 millions, qui s'est traduite principalement par une hausse des dépôts en or à vue.

b) Dépôts en monnaies

F or 35.199.968.115

contre 31.184 millions à la fin de l'exercice précédent. La hausse de 4.016 millions de francs or – ou 12,9% – correspond, en majeure partie, à l'accroissement des ressources en deutsche marks et en dollars EU; elle a entièrement concerné les dépôts à vue et ceux à trois mois au maximum, tandis que l'on observe une certaine contraction des dépôts à plus long terme.

C. Autres passifs

a) *Système de prévoyance du personnel* F or 106.004.887

contre 116 millions de francs or au 31 mars 1988. Le montant en francs suisses de ce poste, qui constitue l'engagement de la Banque au titre des pensions du personnel, a été augmenté en cours d'exercice. L'équivalent en francs or régresse cependant à la suite de l'incidence des fluctuations de change.

b) *Le poste «Divers» s'établit à* F or 822.916.020

alors qu'il s'élevait à 1.011 millions de francs or au 31 mars 1988.

Le recul de ce poste reflète également la baisse de valeur, exprimée en francs or, des monnaies autres que le dollar EU qui le constituent.

c) *Dividende payable le 1er juillet 1989* F or 25.885.615

Il a été recommandé de prélever cette somme sur le bénéfice net de 1988-89 au titre du dividende de 175 francs suisses par action, resté inchangé par rapport à 1988. La somme de 25,9 millions de francs or se compare à celle de 30,9 millions prélevée, en 1988, sur le bénéfice net de l'exercice 1987-88 au titre du dividende versé le 1er juillet 1988. La réduction de 5 millions de francs or résulte uniquement de la dépréciation de valeur du franc suisse en termes de francs or.

Le compte de profits et pertes pour l'exercice 1988-89 fait apparaître, avant répartition, un excédent net de 94.885.615 francs or. La répartition proposée de ce montant, effectuée conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts, est indiquée dans la Section 5 ci-après.

Actif (utilisation des ressources)

Le tableau suivant montre la répartition des principaux postes de l'actif d'après leur nature.

a) *Or* F or 5.175.422.171

contre 4.981 millions de francs or au 31 mars 1988. L'augmentation de 194 millions représente la différence entre les nouvelles ressources en or reçues des banques centrales et l'accroissement des placements en or effectués sur le marché.

b) *Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue* F or 14.942.077

Ce poste est resté pratiquement inchangé par rapport à l'exercice précédent.

c) *Bons du Trésor* F or 2.056.603.526

contre 1.952 millions de francs or au 31 mars 1988.

Le volume de ce portefeuille a légèrement augmenté au cours de l'exercice 1988-89; sa structure a été modifiée à la suite d'achats et de ventes de bons du Trésor effectués sur divers marchés.

BRI: évolution des placements et des autres actifs						
Nature	Exercice clos le 31 mars				Différences	
	1988		1989			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	4.981		5.175		+	194
Monnaies	<u>15</u>	4.996	<u>15</u>	5.190	-	+ 194
Bons du Trésor		1.952		2.057		+ 105
Dépôts à terme et avances						
Or	145		210		+	65
Monnaies	<u>26.888</u>	27.033	<u>29.824</u>	30.034	<u>+ 2.936</u>	+ 3.001
Titres du secteur public et autres titres à terme		4.165		4.938		+ 773
Divers		5		15		+ 10
Total						
Or	5.126		5.385		+	259
Monnaies	<u>33.025</u>	38.151	<u>36.849</u>	42.234	<u>+ 3.824</u>	+ 4.083

d) *Dépôts à terme et avances*

F or 30.033.872.116

contre 27.033 millions de francs or, soit une augmentation de 3.001 millions. C'est principalement l'évolution de ce poste qui reflète l'accroissement des ressources en monnaies. Comme à la fin de l'exercice précédent, la part la plus importante des placements a été effectuée en dollars EU et en deutsche marks.

Il convient de mentionner que le Fonds monétaire international a remboursé, au cours des premiers mois de l'exercice, le solde 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 4.937.840.670

contre 4.165 millions au 31 mars 1988, soit une hausse de 773 millions de francs or. Ce portefeuille 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
	1988	1989	
	en millions de francs or		
A 3 mois au maximum	26.385	29.886	+ 3.501
A plus de 3 mois	4.813	5.086	+ 273
Total	31.198	34.972	+ 3.774

La part des placements à trois mois au maximum progresse légèrement et s'inscrit à 85,5% contre 84,6% au 31 mars 1988, alors que les opérations à plus de trois mois régressent et ne constituent plus que 14,5% contre 15,4% à la fin de l'année précédente.

f) Divers F or 15.130.841

contre 5 millions de francs or au 31 mars 1988.

Opérations à terme sur or

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde négatif de F or 48.252.871 contre un solde positif de 10 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent.

Le renversement de cette position résulte de la conclusion de nouvelles transactions impliquant, à l'échéance, un remboursement d'or par la Banque.

5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-neuvième exercice clos le 31 mars 1989 font apparaître un excédent net d'exploitation de 106.213.792 francs or, contre 118.901.393 francs or au titre du précédent exercice. La diminution de l'excédent au cours de l'exercice sous revue est due principalement au rétrécissement des marges d'intermédiation de la Banque sur les ressources empruntées et à l'absence de plus-values dans les opérations sur titres.

L'excédent net d'exploitation est indiqué après déduction de 30.135.891 francs or au titre des frais d'administration, l'accroissement modeste par rapport au montant de l'exercice précédent (28.821.525 francs or) traduisant la baisse durant l'année 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 en fait de près de 11%.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 828.177 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de renforcer – au moyen d'un transfert supplémentaire de 10.500.000 francs or – la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, dont l'objet principal est de couvrir le coût des dépenses d'investissement au titre des divers projets en cours. A la suite de ces deux transferts, le bénéfice net s'élève à 94.885.615 francs or, contre 95.937.052 francs or pour l'exercice précédent. Sa répartition est régie 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 94.885.615 francs or de la manière suivante:

– une somme de 25.885.615 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 175 francs suisses par action;

- un montant de 24.463.364 francs or est transféré au Fonds de réserve générale;*
- un montant de 4.000.000 de francs or est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- un montant de 40.536.636 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 1989 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1989.

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 1989 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 13 septembre 1988, le Président a annoncé que Lord Richardson of Duntisbourne avait décidé de renoncer à ses fonctions de Vice-Président du Conseil d'administration le 27 novembre 1988, au terme de son mandat de trois ans. Le Président a exprimé à Lord Richardson la profonde gratitude des membres du Conseil pour sa précieuse coopération et ses conseils avisés durant cette période. Au cours de la même réunion, le Prof. Paolo Baffi a été élu Vice-Président du Conseil d'administration pour une période de trois ans se terminant le 27 novembre 1991.

Pendant cette même réunion, le Président a indiqué que M. Georges Janson allait prochainement quitter ses fonctions à la Banque Nationale de Belgique et cesser, par conséquent, d'être le Supplément de M. Godeaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique. Le Président a exprimé à M. Janson la reconnaissance de la Banque pour les très précieux services qu'il a rendus pendant dix-sept ans et demi d'un mandat d'une durée record.

Lors de la séance suivante, le 8 novembre 1988, le Président a informé le Conseil que M. Godeaux avait nommé M. Jean-Jacques Rey pour être son Supplément en remplacement de M. Janson.

* Le montant du transfert au Fonds de réserve générale est en conformité avec les termes de l'article 51(3) des Statuts, qui dispose que 40% des bénéfices annuels nets restant après paiement du dividende soient versés au Fonds de réserve générale jusqu'à ce qu'il atteigne le double du capital versé et, à partir de ce moment, 30% des bénéfices nets jusqu'à ce que le fonds atteigne le triple du capital versé.

Au cours de la même réunion, M. Bernard Clappier, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 27 novembre 1988, a été de nouveau nommé à ce poste par M. de Larosière, Gouverneur de la Banque de France, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour un nouveau mandat de trois ans prenant fin le 27 novembre 1991.

Le Président a également informé le Conseil, au cours de cette réunion, que le Dr Ciampi, Gouverneur de la Banque d'Italie, avait nommé le Dr Carlo Santini pour remplacer le Dr Masera en qualité de Suppléant en l'absence du Dr Dini. Le Président a exprimé au Dr Masera les remerciements de la Banque pour ses précieux services.

Au cours de la séance du 14 février 1989, le Président a informé le Conseil que M. Leigh-Pemberton, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, avait nommé M. A.D. Crockett pour être son Suppléant en remplacement de M. Loehnis. Le Président a remercié M. Loehnis pour les services éminents rendus à la Banque pendant une période de neuf ans.

Le Dr Markus Lusser, Président de la Direction Générale de la Banque Nationale Suisse, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 31 mars 1989, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, lors de la séance du Conseil tenue le 14 mars 1989, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 mars 1992.

Le Dr J.B. Schöllhorn a cessé ses fonctions de membre du Conseil d'administration à la fin d'avril 1989. Au cours de la séance du 11 avril 1989, le Président lui a exprimé ses chaleureux remerciements pour les importants services qu'il a rendus à la Banque durant un mandat de plus de treize ans.

Lors de la même réunion, le Président a annoncé que M. Pöhl, Président de la Deutsche Bundesbank, avait nommé le Prof. Dr Leonhard Gleske membre du Conseil pour succéder au Dr Schöllhorn à compter du 1er mai 1989. Cette nomination a été faite conformément aux dispositions des articles 27(2) et 28 des Statuts pour la période restant à courir du mandat du Dr Schöllhorn qui se termine le 31 décembre 1990. Durant cette séance, le Président a également informé le Conseil que M. Pöhl avait nommé le Dr Wolfgang Rieke pour être son Suppléant, à compter du 1er mai 1989 en remplacement du Prof. Gleske.

Le 31 juillet 1988, M. J. Mix, Directeur Suppléant au Département Bancaire, et, le 28 février 1989, M. K. J. Kearney, Directeur Adjoint au Secrétariat Général, ont pris leur retraite, au terme de vingt-deux années et de plus de dix-sept années respectivement de bons et loyaux services.

Lors de la séance du Conseil du 14 mars 1989, le Président a annoncé que la Banque avait décidé de promouvoir, à compter du 1er avril 1989, le Prof. Mario Giovanoli au rang de Directeur Suppléant et M. Jean-Marc Andreoli à celui de Directeur Adjoint. Le Prof. Giovanoli a également été nommé Conseiller juridique à compter de la même date.

La Banque a appris avec un profond regret le décès de M. Guillaume Guindey survenu le 11 mars 1989. M. Guindey avait été Directeur Général de la Banque d'octobre 1958 à avril 1963.

Conclusion

Dans un certain nombre de domaines analysés par le présent Rapport, les perspectives se sont quelque peu assombries récemment. Cette observation ressort clairement du fait que l'évolution a été plus encourageante sur l'ensemble de l'année 1988 qu'au second semestre et surtout qu'au premier trimestre de 1989. Elle vaut assurément pour les résultats obtenus en matière de prix dans la quasi-totalité des pays ainsi que, dans une certaine mesure, pour le processus d'ajustement parmi les grands pays industriels. On voit moins bien s'il convient de l'appliquer également aux efforts de coordination des politiques économiques à l'échelle internationale et à la stratégie commune adoptée à l'égard de la configuration des taux de change. Ces questions interdépendantes appellent, en conclusion, une évaluation; il en est de même du problème de la dette, pour lequel, malgré un rayon d'espoir, seule une action concertée peut permettre la réalisation de progrès.

Depuis le printemps de 1988, le relèvement du loyer de l'argent à court terme a atteint jusqu'à cinq points dans sept des principaux pays industriels, la hausse la plus récente étant intervenue en Allemagne en avril 1989. Il est évident que, dans de nombreux pays, les autorités monétaires sont placées aujourd'hui devant une alternative difficile, et cruciale: accentuer le resserrement ou attendre pour voir les résultats des mesures prises antérieurement. D'un côté, il y a le risque de briser l'élan de la reprise, qui montre des signes de vigueur persistante maintenant que l'investissement des entreprises – le meilleur ingrédient qui soit d'un processus de croissance –, en progression de plus de 10% en volume l'an dernier, en est enfin l'élément moteur. D'un autre côté, les responsables, désireux d'éviter les anciens errements (surréaction dans la phase aussi bien ascendante que descendante du cycle) qui ont caractérisé les politiques de réglage fin dites «stop-go», pourraient espérer n'avoir pas cette fois-ci trop tardé à durcir leurs politiques et être donc en mesure d'attendre en toute sécurité la concrétisation des effets recherchés dans les délais «longs et variables» habituels.

Quels risques comporte un mauvais aiguillage dans un sens ou dans l'autre? Le danger de casser la reprise dépend dans une large mesure de la santé profonde des économies industrielles. Dans un grand nombre de pays, tout donne à penser que cette santé s'est améliorée: rétablissement de la rentabilité à des niveaux généralement inconnus depuis le début des années soixante-dix; réalisation de quelques progrès sur le plan de l'ajustement structurel; amélioration du fonctionnement des mécanismes de marché à la suite du recul de l'inflation. Il est donc permis d'espérer que tout cela

amènera désormais les prix à réagir de façon plus souple aux restrictions et réduira ainsi le risque d'étrangler la reprise en termes réels. De toute façon, la dimension temps des risques – et ce point est peut-être décisif – semblerait être différente. Si les responsables des politiques économiques adoptaient un comportement attentiste, et si ce comportement se révélait erroné, le succès remporté contre l'inflation, ramenée à des niveaux sans précédent depuis vingt ans, serait compromis. Peu de gens avaient gardé l'espoir de pouvoir atteindre pareil résultat, qui, au demeurant, n'aurait pu être obtenu sans le concours d'un certain nombre d'événements fortuits. Nombreux sont ceux, d'ailleurs, qui ont toujours sérieusement douté de la possibilité de le préserver. Mais s'il est compromis, il faudra probablement attendre longtemps avant de retrouver le même degré de stabilité des prix.

En analysant le problème actuel de l'inflation de manière aussi tranchée, ne le dramatise-t-on pas à l'excès? Après tout, l'accélération de la hausse des prix a été modérée jusqu'à présent – moins d'un point entre la fin de 1987 et le premier trimestre de 1989 – et les nouvelles récentes ne sont pas toutes mauvaises. Il est presque certain que les pays industriels ne vont pas être prochainement submergés par une vague inflationniste et qu'ils ne sont pas non plus sur le point de basculer dans le marasme des années soixante-dix. Ce qui importe néanmoins, c'est de savoir quel est notre cap. Les signaux de danger sont de toute évidence allumés un peu partout, à l'exception peut-être du Japon (à moins que les prix des actifs financiers n'en soient un). Tous les pays industriels savent par expérience combien est glissante la pente sur laquelle ils sont peut-être en train de s'engager. Les avantages de la stabilité des prix en termes de croissance et d'emploi sont considérables, et les coûts de la désinflation le sont tout autant. La seule façon de bénéficier des avantages sans avoir à supporter les coûts consiste à préserver la stabilité des prix une fois qu'elle a été acquise.

Est-ce là trop demander à la politique monétaire dans la situation actuelle? Non seulement les autorités ont connu des difficultés avec les indicateurs monétaires du fait de la globalisation des marchés financiers, de l'innovation et de la déréglementation, mais elles ont également eu pour préoccupation, dans des pays de petite dimension et parfois même dans d'autres, de respecter des objectifs de taux de change, notamment au sein du SME. Examinons ces questions dans l'ordre.

Tout d'abord, la gravité du problème des indicateurs semble s'être atténuée puisqu'ils tendent désormais à s'orienter presque partout dans la même direction, tandis que les distorsions provoquées par les transferts entre les diverses catégories d'actifs par suite de l'innovation financière sont également moins prononcées. En outre, dans de nombreux pays, les rythmes élevés d'expansion monétaire ont, en réalité, été suivis d'une accélération de la croissance économique et, récemment, d'une remontée de l'inflation. On a beaucoup souligné, ces derniers temps, que les hausses des taux d'intérêt elles-mêmes affectent les indices des prix à la consommation dans certains pays et que de tels relèvements peuvent donc se révéler contraires à l'objectif recherché en tant qu'instrument de lutte contre l'inflation – du moins à court terme. Mais il n'y a pas d'autre moyen de

resserrer la politique monétaire que de majorer le loyer de l'argent à court terme pour le porter à des niveaux affectant le comportement des agents économiques, quel que soit l'objectif intermédiaire utilisé par les autorités pour guider leur action et quelle que soit leur manière d'évaluer l'orientation de leur politique. Si les banques centrales arrivent à la conclusion qu'elles doivent faire plus que ce qu'elles ont déjà fait, elles ne disposent que de cet instrument.

En ce qui concerne le second problème, à savoir le fait que les autorités monétaires se préoccupent apparemment, dans certains pays tout au moins, de défendre leur taux de change, il n'y a aujourd'hui que peu d'indications d'un conflit possible avec leur objectif de lutte contre l'inflation sur le plan interne. Si conflit il y a, c'est plutôt dans l'autre sens. La politique anti-inflationniste, avec les taux d'intérêt élevés qu'elle comporte, ne freine pas seulement l'expansion monétaire interne, mais elle contribue également à orienter les taux de change dans un sens qui renforce l'effet anti-inflationniste, comme le montre clairement l'expérience d'un certain nombre de pays européens. Cependant, la structure des taux de change qui en résulte peut soulever des problèmes pour le rétablissement de l'équilibre externe des pays concernés.

Dans un contexte plus vaste, des problèmes analogues se sont posés au sujet de la poursuite du processus d'ajustement international. A première vue, la coordination des politiques à l'échelle internationale a répondu aux espoirs qu'on avait mis en elle. L'objectif commun depuis l'accord du Louvre de février 1987, réaffirmé en décembre 1987 et lors de chaque réunion ultérieure du Groupe des Sept, a été de stabiliser les taux de change nominaux autour des niveaux en vigueur. Ce résultat a été atteint dans une très large mesure, en dépit des préoccupations réelles que suscite la vigueur récente du dollar. L'instabilité au jour le jour des taux de change s'est atténuée. Ce qui est plus frappant encore, c'est que l'ampleur des fluctuations de ces derniers s'est considérablement réduite.

La stabilisation des taux de change nominaux par des interventions sur le marché et la mise en œuvre de politiques macro-économiques coordonnées ne devaient cependant constituer qu'un élément d'une stratégie plus vaste, dont l'objet était de réduire les amples déséquilibres des paiements courants entre les grands pays industriels. On craignait, en effet, que si ces déséquilibres n'étaient pas résorbés de manière significative, ils puissent avoir des répercussions indésirables non seulement en matière de protectionnisme, mais aussi sur les marchés financiers, probablement ni désireux ni capables de digérer les effets cumulés de positions débitrices et créditrices persistantes. N'y avait-il pas eu déjà des bouleversements des marchés financiers dont le déroulement correspondait à cette description? Si l'action menée pour obtenir une plus grande stabilité des taux de change peut être considérée comme un succès, on ne saurait, à l'évidence, en dire autant de la stratégie plus vaste dont elle fait partie. Le processus d'ajustement, qui semblait fermement engagé au premier semestre de 1988, en présence d'une vive expansion des exportations américaines, s'est essouffé depuis trois bons trimestres. Aussi peut-on se demander s'il ne conviendrait pas de

réévaluer les stratégies communes ou s'il n'y aurait pas de bonnes raisons de tempérer les préoccupations exprimées précédemment au sujet des déséquilibres.

Quels sont les arguments de ceux qui soutiennent que des déséquilibres même élevés des paiements courants ne requièrent pas ou guère l'attention des responsables de la politique économique? Le premier argument est que, dans la mesure où les flux de capitaux sont à l'origine des déficits des paiements courants, le problème du financement ne se pose pas. C'est cependant l'interaction entre les opérations courantes et les mouvements de capitaux qui détermine le niveau du taux de change auquel s'établit l'identité comptable de la balance des paiements, et les modifications des flux de capitaux sont parfois beaucoup plus rapides que celles des opérations courantes; les répercussions correspondantes sur le marché des changes peuvent déclencher des interventions officielles. En fait, l'identité comptable entre le solde des opérations courantes et celui des mouvements de capitaux n'existe que si l'on inclut dans ces derniers les variations des réserves officielles de change. Le contraste entre 1988 et 1987 dans ce domaine montre à quelle vitesse la situation peut se modifier.

Un second argument utilisé par ceux qui estiment que des déséquilibres persistants ne devraient pas susciter trop d'inquiétudes est qu'il peut y avoir des raisons parfaitement «légitimes» pour que certains pays dégagent des excédents et d'autres des déficits des paiements courants. Comme personne ne prétend que l'idéal serait d'éliminer tous les excédents et tous les déficits, il est en effet nécessaire de prendre en compte les forces qui déterminent en profondeur les positions extérieures. Les principaux pays excédentaires, Japon et Allemagne, doivent faire face à des évolutions démographiques qui expliquent en partie, et peuvent justifier dans une certaine mesure, l'accumulation d'un important volume de créances sur l'étranger. Dans le cas des Etats-Unis, on a souvent mis en parallèle leur déficit des paiements courants et l'existence de meilleures possibilités d'investissement que chez leurs concurrents.

Dans une économie mondiale de plus en plus intégrée, il n'y a aucune raison pour que l'épargne privée, qui reflète des choix individuels, ne soit pas investie sur une base mondiale. Il se trouve cependant que la décision spécifique quant au lieu de placement de l'épargne financière dépend souvent davantage de considérations de rendement à court terme que de l'évaluation des possibilités d'investissement à long terme. De surcroît, des différences structurelles dans le comportement de l'épargne privée et de l'investissement selon les pays ne peuvent pas expliquer intégralement la persistance des déséquilibres actuels. Durant la période 1983-87, ces déséquilibres se sont accentués bien plus vite dans les pays excédentaires que ne l'auraient donné à penser les variations de l'épargne privée. De même, le revirement brutal de la position extérieure des Etats-Unis de 1981 à 1984 est intervenu à un moment où l'épargne privée (en pourcentage du PNB) ne s'est modifiée que d'un peu plus d'un demi-point, ce qui met en relief le rôle décisif joué par le déficit du budget fédéral dans ce processus. Depuis lors, la détérioration de la position extérieure des Etats-Unis a reflété le recul de

l'épargne privée dans ce pays, mais le déficit obstinément élevé du budget fédéral n'en est pas moins demeuré la contrepartie la plus importante du déficit de la balance américaine des paiements courants.

Ces arguments ne font donc pas ressortir la nécessité de reconsidérer fondamentalement les problèmes posés par les déséquilibres des paiements courants entre les principaux pays industriels. En dehors des dérèglements internes, qui ne se reflètent pas seulement dans les déséquilibres externes mais sont également aggravés par leur persistance, ce sont les risques encourus, «atterrissage brutal», fortes distorsions des taux de change et menaces pour la stabilité du marché financier et la liberté des échanges, qui n'ont cessé de susciter des préoccupations. Ces dangers étaient à l'évidence présents dans tous les esprits au lendemain du choc boursier. S'ils retiennent moins l'attention aujourd'hui, cela ne signifie pas qu'ils n'existent plus. On peut même considérer qu'ils s'amplifieront certainement, en raison des effets cumulés exercés sur les encours de créances et de dettes. A un certain stade, des effets de seuil se manifesteront, même s'il est impossible de prévoir où et quand.

Aujourd'hui, dans bon nombre de pays, on est généralement d'avis que, si les taux d'intérêt à court terme sont relevés dans des proportions suffisantes, il sera possible d'engendrer les flux de capitaux requis pour financer pratiquement n'importe quel montant de déficit des paiements courants. Les effets corrélatifs sur les taux de change et l'inflation sont accueillis favorablement. On ne prête guère d'attention pour le moment aux conséquences dommageables sur l'activité réelle, étant donné que la demande interne est vigoureuse dans la plupart de ces pays et que la croissance continue d'y être dynamique, malgré le niveau élevé des taux d'intérêt. Plusieurs pays recourent délibérément à cette stratégie pour faire face à leur déficit des paiements courants. Bien que cette remarque ne s'applique certainement pas dans le même sens aux Etats-Unis, les politiques mises en œuvre dans ce pays ont toutefois conduit au même résultat. D'une manière générale, les autorités se sont davantage efforcées de *financer* que de *réduire* les déficits des paiements courants. L'ajustement n'a pas été considéré comme une question urgente.

La conclusion que les responsables de la politique économique doivent tirer de cette expérience semble s'imposer d'elle-même: il faut relancer le processus d'ajustement. Mais comment? Faut-il un nouvel accord du Plaza pour réaménager en profondeur la structure des taux de change des grands pays industriels? Vraisemblablement pas, et en tout cas pas dans les mêmes proportions qu'en septembre 1985. La simple persistance de déséquilibres élevés des paiements courants ne prouve nullement qu'il faille procéder de toute urgence à un nouvel ajustement des taux de change. Une telle conclusion ne serait valable que si l'on devait reconnaître que toutes les autres possibilités d'action ont été épuisées, en particulier s'il fallait exclure la régulation de la demande en tant que moyen de réactiver le processus d'ajustement. Nombreux sont ceux qui, aux Etats-Unis, à l'instar d'ailleurs de la très grande majorité des responsables de la politique économique et des observateurs d'autres pays, soutiennent avec force qu'un relèvement

relativement modéré des impôts permettrait à l'Administration américaine de réduire notablement le déficit fédéral et, partant, de remédier au déséquilibre entre l'épargne et l'investissement, qui constitue l'aspect interne du déséquilibre des paiements courants.

Deux arguments sont fréquemment mis en avant dans ce débat. Tout d'abord, on souligne que l'expérience de nombreux pays, et tout spécialement du Royaume-Uni en ce moment, démontre que les «déficits jumeaux» ne sont en fait pas «jumeaux», un important déficit des paiements courants pouvant coexister avec un excédent budgétaire et vice versa. Cette observation est effectivement valable, à condition toutefois que l'évolution de l'épargne privée nette fasse la contrepartie, ce qui n'est pas le cas aux Etats-Unis. Dans ce pays, une correction importante du déséquilibre épargne/investissement ne peut passer que par une action résolue sur le plan budgétaire. Le second argument, régulièrement avancé à ce stade du débat, est que l'action sur le plan budgétaire doit être symétrique, c'est-à-dire que les pays excédentaires doivent compenser par l'expansion budgétaire l'effet de ponction résultant des compressions budgétaires aux Etats-Unis. Cet argument, qui avait une certaine valeur il y a quelques années, n'est plus de mise aujourd'hui. La demande interne a progressé de 7³/₄% au Japon en 1988, soit à un rythme supérieur de deux points à l'accroissement de la production. En Allemagne, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière excède d'ores et déjà le maximum du début des années soixante-dix, marquées par des tensions inflationnistes particulièrement intenses. Une action symétrique ne s'impose donc plus; une réduction importante unilatérale de la demande interne aux Etats-Unis par le biais de mesures budgétaires pourrait conférer l'impulsion requise au processus d'ajustement.

Ceux qui, au contraire, militent en faveur d'une dépréciation significative du dollar comme condition préalable à une nouvelle réduction du déficit des paiements courants des Etats-Unis ne sont pas parvenus à démontrer qu'un tel stimulant entraînerait une progression effective des exportations, en d'autres termes que les réserves de capacités existent. En l'absence de ces capacités, indispensables pour susciter une réaction rapide des exportations en volume, une dépréciation du dollar ne permettrait guère de réduire à bref délai le déficit des paiements courants, mais elle entraînerait une accélération de l'inflation aux Etats-Unis en raison de son incidence sur les prix à l'importation. Cette tendance serait amplifiée par les effets de la politique monétaire, puisque la dépréciation du dollar nécessiterait une réduction du loyer de l'argent à court terme aux Etats-Unis, accompagnée d'un relèvement correspondant des taux d'intérêt dans les deux principaux pays excédentaires que sont le Japon et l'Allemagne. Du fait de l'accélération de l'inflation aux Etats-Unis, un cercle vicieux risquerait fort de se déclencher avec, comme conséquence supplémentaire, l'annulation de toute incidence à moyen ou à long terme de la dépréciation du dollar sur la balance des paiements courants. Il s'ensuit que c'est la régulation de la demande ou, pour être plus précis, le resserrement budgétaire aux Etats-Unis qui doit constituer la première mesure visant à réduire

notamment les déséquilibres des paiements courants parmi les grands pays industriels. Seule cette façon de procéder permettrait de déterminer la modification qu'il conviendrait d'apporter, le cas échéant, à la structure des taux de change réels des principales monnaies. Mais ce qu'on peut d'ores et déjà affirmer, sans crainte de se tromper, c'est que le pendule est allé trop loin dans le sens de la poursuite de la stabilité des taux de change nominaux. Mettre l'accent sur la stabilité des taux de change nominaux en présence d'écarts persistants en matière d'inflation et de gains de productivité ouvre au mieux la voie à des modifications des taux de change réels dans la mauvaise direction, à l'érosion de la compétitivité dans certains pays et à une accentuation des déséquilibres externes; au pire, cela conduit à une appréciation irrésistible des «mauvaises» monnaies à taux d'intérêt élevés ainsi qu'à des répercussions encore plus dommageables sur les déséquilibres.

Des déséquilibres d'une nature quelque peu différente, mais également en grande partie d'origine externe, ont frappé peut-être même plus durement encore de vastes régions du monde. Les problèmes de la dette des pays en développement ne comportent pas seulement des risques économiques – dont l'ampleur n'est d'ailleurs pas toujours appréciée de façon identique. Dans ces pays, c'est la gravité de la situation, son cortège de misère humaine et les menaces qui en résultent pour l'équilibre politique qui sautent aux yeux. La crise de l'endettement apparue en 1982 s'est transformée en moins de sept ans en un mal chronique, qui a pu être globalement endigué, mais qui a résisté jusqu'à présent à tous les essais de traitement. Nous allons maintenant aborder une nouvelle phase, mais il est difficile d'évaluer les progrès qu'elle permettra de réaliser.

Dans son discours du 10 mars 1989, le secrétaire au Trésor américain, M. Brady, a reconnu la nécessité de compléter l'approche cas par cas. Il y avait déjà eu un certain nombre d'opérations de réduction de dette sur une base volontaire. On propose à présent que le FMI et la Banque mondiale dégagent des ressources dans le cadre de leurs facilités existantes en vue de soutenir ces opérations, qui viendraient compléter les autres éléments de la stratégie de la dette, à savoir le rééchelonnement, la fourniture d'argent frais et l'engagement résolu des pays débiteurs eux-mêmes d'assainir leurs économies.

L'initiative Baker d'octobre 1985 avait fortement mis l'accent sur ces trois derniers points. Indispensable dans un premier temps, l'austérité avait manifestement atteint ses limites: elle ne permettait pas, à elle seule, de rétablir l'accès des débiteurs au marché. Les pays débiteurs se devaient d'adopter des stratégies susceptibles d'améliorer les perspectives de croissance, d'éliminer les distorsions et de stimuler les forces du marché. Les institutions multinationales et les banques commerciales furent encouragées à fournir les ressources nécessaires à la reprise de la croissance dans ces pays. On faisait valoir que ces pays pouvaient réaliser un taux de croissance suffisamment élevé pour résoudre par là leurs problèmes d'endettement, à condition d'adopter des politiques appropriées et de pouvoir bénéficier du soutien de leurs créanciers. De plus, ils devaient s'efforcer de retenir les capitaux dans leur pays et de faire revenir ceux qui s'étaient évadés. L'arrêt

de la fuite des capitaux devait, en fait, servir de test pour apprécier les politiques des pays débiteurs; en effet, comment un gouvernement pouvait-il gagner la confiance des nouveaux créanciers étrangers s'il n'était pas lui-même en mesure de conserver celle de son propre peuple? Il conviendrait cependant de garder à l'esprit le fait que, dans certains pays débiteurs à revenu moyen, les capitaux peuvent – ou pouvaient – circuler librement, de sorte qu'il n'est pas toujours facile de tracer la ligne de partage entre «diversification légitime des portefeuilles» et «fuite de capitaux».

Dans les années qui ont suivi le lancement de l'initiative Baker, il est apparu clairement que, si ces propositions demeuraient tout à fait valables et étaient reconnues comme telles par un grand nombre de pays débiteurs, peu de progrès étaient cependant réalisés vers le rétablissement de relations normales entre créanciers et débiteurs. Quelques pays débiteurs avaient entrepris des efforts courageux pour améliorer leurs politiques économiques, mais beaucoup restait à faire à cet égard. En même temps, les prêts bancaires envisagés aux termes de l'initiative Baker, indispensables pour stimuler la croissance et encourager l'investissement dans les pays débiteurs, se faisaient attendre. Les institutions multinationales déployaient une grande activité dans les limites de leurs statuts et des règles de la conditionnalité. Mais les banques commerciales étaient écartelées entre le rôle qu'elles étaient censées jouer en tant que pourvoyeurs de capitaux frais et la nécessité de constituer d'importantes provisions en contrepartie des créances qu'elles détenaient sur ces mêmes pays. Certaines d'entre elles avaient de bonnes raisons de fournir de nouvelles ressources, dans la mesure où elles pouvaient ainsi prétendre que, à part quelques problèmes de liquidité, leurs débiteurs étaient solvables et leurs créances intactes. Lorsqu'en 1987 on a généralement reconnu qu'il s'agissait là d'une illusion, on a pensé que seule une stratégie à long terme consistant à garder un enjeu dans les pays concernés pouvait inciter les banques commerciales à poursuivre la tâche qui leur avait été dévolue. Ce ne sont généralement que les grandes banques détenant les créances les plus importantes qui ont accepté de jouer le jeu. Pour celles de plus petite dimension, la tentation a été grande d'essayer de limiter les dégâts et de considérer que la recherche d'une solution aux problèmes de l'endettement ne les concernait pas.

A ce stade, il s'est révélé nécessaire de compléter l'initiative Baker et son horizon à trois ans par une tentative plus fondamentale, pour faire cadrer ce que les pays débiteurs s'étaient engagés à payer sur leurs dettes avec ce qu'on pouvait leur demander de verser régulièrement, sans compromettre leurs perspectives de redressement économique. Cela supposait une certaine réduction du montant de la dette elle-même et/ou des charges d'intérêts qui s'y rapportent. Que des banques se soient montrées disposées à céder leurs créances moyennant une décote importante dénotait clairement leur volonté d'accepter une réduction de leurs créances nominales, de valeur douteuse, en contrepartie d'actifs de montant nominal plus faible, mais de meilleure qualité. La réduction de la dette par ce mécanisme requiert la mise en place d'un dispositif de revalorisation des créances réduites. Différentes propositions ont été avancées par le Président Mitterrand,

par l'ancien ministre des Finances japonais, M. Miyazawa, et, à présent, par M. Brady. Dans la première, ce processus est lié à une distribution de DTS que les pays développés placeraient dans un fonds géré par le FMI; dans les deux autres, l'accent est mis, en revanche, sur les ressources en provenance des pays débiteurs eux-mêmes, étant entendu que, dans la troisième, elles ne seraient pas prélevées directement sur leurs réserves, mais financées par des prêts spéciaux octroyés à cette fin par le FMI et la Banque mondiale. Quant à savoir si les montants susceptibles d'être ainsi dégagés constitueront une base suffisante pour réaliser l'objectif fixé, il est difficile de donner une réponse claire. Mais, de même que les diverses étapes franchies depuis 1982 n'ont permis de parcourir qu'un bout de chemin, les propositions actuelles ne sauraient permettre de tout résoudre en même temps. Un ou deux pays vont probablement ouvrir le ban, et de leur expérience dépendra le nombre de ceux qui les imiteront. Maintenant que la nécessité des programmes de réduction de dette a été publiquement reconnue, il est essentiel que des progrès soient réalisés pour ne pas décevoir les grands espoirs évoqués dans la proposition de M. Brady. Le problème demeure bien trop vaste pour une solution globale, mais une partie au moins des obstacles pourraient être progressivement levés.

Reste à résoudre un problème épineux: les plus gros débiteurs ne devraient pas bénéficier d'un régime préférentiel de la part des banques et des gouvernements créanciers au détriment de ceux qui ont mis en œuvre des politiques plus prudentes. Il appartient aux pays plus riches de faire davantage preuve de générosité, mais ce sont les nations les plus démunies, dans l'incapacité manifeste souvent de s'aider elles-mêmes, qui devraient en bénéficier en priorité. Les pays à revenu moyen ne figurent pas dans cette catégorie, alors que c'est le cas peut-être de beaucoup de leurs habitants; mais il s'agit là d'un problème qui ne relève pas de la stratégie de la dette en tant que telle.

En conclusion, il convient de rappeler le rôle spécifique que peuvent jouer les banques centrales pour résoudre les divers problèmes qui viennent d'être examinés, à savoir la menace inflationniste dans les pays industriels, l'essoufflement du processus d'ajustement et la nécessité de dégager une solution pays par pays – au lieu d'un endiguement général – pour s'attaquer au problème de la dette. Ce sont là de sérieux défis adressés à tous les responsables de la politique économique. Les banques centrales peuvent jouer un rôle efficace, mais nullement autonome, dans le traitement des deux premiers problèmes alors que, pour le troisième, leur action ne pourra être que limitée.

De fait, la contribution des banques centrales à la recherche d'une solution durable au problème de la dette ne peut être que marginale. Aujourd'hui, ce n'est pas d'un soutien financier à court terme du genre crédit-relais dont les pays débiteurs ont besoin; l'utilité d'un tel soutien s'est amenuisée au fil du temps. Ce qu'il leur faut c'est une variété de programmes d'allègement du fardeau de la dette, offrant un choix raisonnable aux prêteurs, s'attaquant au problème des «free riders» et, en même temps, encourageant l'ajustement sur le plan interne. Dans la mise en œuvre de

tels programmes, il incombe aux banques centrales (spécialement à celles qui sont investies de responsabilités en matière de surveillance) de préserver l'orthodoxie de leur réglementation prudentielle tout en s'assurant qu'elle ne porte pas préjudice à la liberté de choix des banques.

En revanche, l'action entreprise par les banques centrales pour s'opposer aux menaces inflationnistes a été, et demeurera probablement, décisive. Il ne fait aucun doute qu'une politique monétaire restrictive bien dosée peut empêcher une résurgence de l'inflation. Toutefois, la vigueur récente du dollar entrave sérieusement la mise en œuvre efficace, mais en même temps prudente, d'une telle politique, car elle oblige les banques centrales à attacher une attention croissante à l'essoufflement du processus d'ajustement extérieur.

En présence d'une hausse du dollar, l'ajustement des balances des paiements exige que la politique monétaire exerce une pression à la baisse sur cette monnaie, en réduisant l'écart de taux d'intérêt en sa faveur. Vouloir y parvenir au moyen d'un assouplissement de la politique monétaire américaine à un moment où, malgré quelques signes encourageants, l'évolution de la demande interne aux Etats-Unis demeure incertaine, comporterait le double danger de contrarier le processus d'ajustement lui-même et de compromettre, en même temps, les résultats obtenus jusqu'à présent par les autorités monétaires américaines sur le plan de l'atténuation des anticipations inflationnistes. Par ailleurs, si le loyer de l'argent ne diminue pas aux Etats-Unis, il peut se révéler nécessaire, pour réduire l'écart de taux d'intérêt, de relever les taux japonais et allemands dans des proportions qui risquent aussi de nuire au processus d'ajustement, en freinant la demande interne dans les pays excédentaires et, par la même occasion, en exposant le monde aux dangers d'un ralentissement synchronisé de l'activité.

Le dilemme serait, bien sûr, moins grave si l'affaiblissement de la demande finale aux Etats-Unis se confirmait au cours des prochains mois et/ou si les marchés des changes étaient amenés à réviser leur attitude à l'égard du dollar. En l'absence d'une telle évolution, le resserrement budgétaire aux Etats-Unis constitue la seule réaction rationnelle. Une telle action s'impose également dans une perspective à plus long terme, tant dans l'intérêt des Etats-Unis eux-mêmes que dans celui des autres pays. Nous nous trouvons donc dans une situation exceptionnelle, en ce sens qu'une modification décisive de la politique budgétaire de la plus grande économie du monde servirait incontestablement et simultanément la cause de l'ajustement interne et externe dans la majeure partie du monde.

Bâle, le 22 mai 1989

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Directeur Général

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1989

Bilan au 31 mars 1989

(en francs or – voir note 1)

Actif		
Or		5 175 422 171
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue		14 942 077
Bons du Trésor		2 056 603 526
Dépôts à terme et avances		
Or		
A 3 mois au maximum	147 517 312	
A plus de 3 mois	62 051 222	
Monnaies		
A 3 mois au maximum	26 382 812 921	
A plus de 3 mois	<u>3 441 490 661</u>	
		30 033 872 116
Titres du secteur public et autres titres à terme		
A 3 mois au maximum	3 356 048 988	
A plus de 3 mois	<u>1 581 791 682</u>	
		4 937 840 670
Divers		15 130 840
Terrain, immeubles et installations		<u>1</u>
		<u>42 233 811 401</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 1989, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 48 252 871 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

Réserves

Fonds de réserve légale 30 070 313
Fonds de réserve générale 576 352 793
Fonds spécial de réserve de dividendes 31 530 055
Fonds de réserve libre 401 530 236

30 070 313

600 816 157

35 530 055

442 066 872

1 039 483 397

1 108 483 397

Dépôts (or)

Banques centrales

A vue 4 654 224 109
A 3 mois au maximum 20 625 734

Autres déposants

A vue 399

4 674 850 242

4 674 850 242

Dépôts (monnaies)

Banques centrales

A vue 2 856 540 363
A 3 mois au maximum 29 061 832 092
A plus de 3 mois 1 791 849 724

Autres déposants

A vue 28 226 623
A 3 mois au maximum 1 461 519 313

35 199 968 115

35 199 968 115

Système de prévoyance du personnel 106 004 887

106 004 887

Divers 822 916 020

822 916 020

Compte de profits et pertes 94 885 615

Dividende payable le 1er juillet 1989 —

25 885 615

42 233 811 401

42 233 811 401

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 1989 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 28 avril 1989

PRICE WATERHOUSE & CO.

Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1989
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation	136 349 683
---	-------------

Moins: Frais d'administration

Conseil d'administration	352 168	
Direction et personnel	21 489 551	
Frais de bureau et divers	<u>8 294 172</u>	<u>30 135 891</u>

Excédent net d'exploitation	106 213 792
-----------------------------------	-------------

Moins: Montants transférés à la

Provision pour frais d'administration exceptionnels	828 177	
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	<u>10 500 000</u>	<u>11 328 177</u>

Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1989	94 885 615
--	------------

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>25 885 615</u>
	69 000 000

Transfert au Fonds de réserve générale	<u>24 463 364</u>
	44 536 636

Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	<u>4 000 000</u>
	40 536 636

Transfert au Fonds de réserve libre	<u>40 536 636</u>
---	-------------------

Evolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1989
(en francs or)

I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1988-89

	Fonds de réserve légal	Fonds de réserve général	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1988, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1987-88	30 070 313	576 352 793	31 530 055	401 530 236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1988-89	—	24 463 364	4 000 000	40 536 636
Soldes au 31 mars 1989 tels qu'ils apparaissent au bilan	30 070 313	600 816 157	35 530 055	442 066 872

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1989 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or	295 703 125	366 184 467	661 887 592
Monnaies	—	742 298 930	742 298 930
	295 703 125	1 108 483 397	1 404 186 522

Conseil d'administration

Dr W. F. Duisenberg, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Prof. Paolo Baffi, Rome
Vice-Président

Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome
Bernard Clappier, Paris
Bengt Dennis, Stockholm
Prof. Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
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
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londres
Baron de Strycker, Bruxelles

Suppléants

A. D. Crockett, Londres, ou
L. D. D. Price, Londres
Dr Lamberto Dini, Rome, ou
Dr Carlo Santini, Rome
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Dr Wolfgang Rieke, Francfort-sur-le-Main
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
Dr H.W. Mayer	Directeur Suppléant, Département Monétaire et Economique
Dr Kurt Spinnler	Directeur Suppléant, Département Bancaire
Prof. Mario Giovanoli	Conseiller Juridique, Directeur Suppléant
Dr Joseph R. Bisignano	Directeur Adjoint, Département Monétaire et Economique
Dr Gunter Baer	Directeur Adjoint, Département Monétaire et Economique
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent du FECOM
P.C. Bridge	Directeur Adjoint, Département Bancaire
Tullio Pollonio	Directeur Adjoint, Secrétariat Général
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat Général

