
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

61ème RAPPORT ANNUEL

1er AVRIL 1990–31 MARS 1991

BÂLE, 10 JUIN 1991

Banque des Règlements Internationaux

61ème Rapport annuel

1er avril 1990 – 31 mars 1991

Bâle, 10 juin 1991

Table des matières

	Page
Introduction	1
I. Un monde moins paisible qu'il n'y paraît	3
II. Evolution dans les pays industriels	11
Situation conjoncturelle	11
Conséquences économiques de la crise du Golfe	15
Evolution dans les pays industriels	20
<i>Les trois principales économies</i>	20
<i>Autres grandes économies industrielles</i>	25
<i>Les économies industrielles de plus petite dimension</i>	27
Endettement de l'Etat, déficits budgétaires et investissements publics	29
<i>Assainissement budgétaire et dette publique</i>	30
<i>Les contraintes de la politique budgétaire</i>	32
<i>Composition des dépenses et des investissements publics</i>	33
Epargne dans les pays industriels et demande mondiale de capitaux	36
<i>Le recul de l'épargne publique</i>	37
<i>Recul de l'épargne privée</i>	39
<i>Accroissement souhaitable de l'épargne nationale</i>	41
III. Evolution dans les autres pays	45
Faits saillants	45
Les économies nouvellement industrialisées et les pays en développement	46
<i>L'environnement extérieur en 1990</i>	46
<i>Les économies nouvellement industrialisées</i>	50
<i>Pays en développement</i>	51
Evolution en Europe de l'Est	58
<i>Production: tendances générales et causes immédiates</i>	59
<i>Prix et salaires</i>	63
<i>Premières leçons des réformes et de la période de transition</i>	65
<i>Rôle du système financier dans le processus de réformes</i>	67
IV. Echanges et paiements internationaux	73
Faits saillants	73
Commerce international	74
<i>Pétrole</i>	76
<i>L'«Uruguay Round»</i>	77
Réduction des déséquilibres américain et japonais	78
<i>Etats-Unis</i>	79
<i>Japon</i>	82
Allemagne: boom interne et unification	84
Autres pays européens	86

	Page
Autres pays industriels et ENI d'Asie	89
La fin du COMECON	90
<i>Echanges commerciaux</i>	90
<i>Financement extérieur</i>	95
Mouvements de capitaux dans les pays industriels	96
<i>Investissements de portefeuille</i>	97
<i>Investissements directs</i>	100
Financement des déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels	101
Evolution des paiements courants et financement extérieur des pays en développement	103
 V. Marchés nationaux des capitaux	 106
Faits saillants	106
Evolution des taux d'intérêt à long terme	107
Evolution sur les marchés des actions	110
La restructuration de l'activité financière	115
<i>Rentabilité et solidité financière: résultats récents</i>	115
<i>Rentabilité et solidité financière: déterminants à court et à long terme</i>	118
<i>Caractéristiques de l'intensification de la concurrence dans l'activité bancaire</i>	124
<i>Perspectives</i>	127
Surveillance et réglementation prudentielles	128
<i>Réactions aux difficultés de l'industrie bancaire</i>	129
<i>L'accord de Bâle sur les normes de fonds propres</i>	130
<i>Initiatives nouvelles en matière de coopération internationale</i>	133
 VI. Marchés internationaux des capitaux	 135
Faits saillants	135
Activité d'ensemble des marchés internationaux des capitaux	136
Le secteur bancaire international	139
<i>Evolution des agrégats globaux</i>	139
<i>Structure par nationalité de l'activité bancaire internationale</i>	140
<i>Evolution dans les divers centres</i>	142
<i>Activité bancaire directe avec le secteur non bancaire intra-zone</i>	144
<i>Evolution de l'activité avec les pays hors zone</i>	147
<i>Le marché des prêts consortiaux</i>	149
Les marchés internationaux des titres	149
<i>Le marché des euro-effets</i>	149
<i>Le marché obligataire international</i>	151
Les marchés des instruments financiers dérivés	156
<i>Instruments financiers à terme et options négociées sur les marchés organisés</i>	156
<i>Contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises</i>	158
<i>Contrats d'échange sur matières premières et autres instruments dérivés liés aux matières premières</i>	161
Evolution récente du marché de l'écu privé	162
La situation de l'endettement international	165
 VII. Evolutions et politiques monétaires	 171
Faits saillants	171
Conduite des politiques monétaires durant l'année écoulée	171
<i>Politiques de taux d'intérêt contrastées dans les plus grands pays</i>	171
<i>Amérique du Nord</i>	172
<i>Japon</i>	174
<i>Europe occidentale</i>	174

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Un monde moins paisible qu'il n'y paraît	
Croissance de la production mondiale	5
Evolution dans les pays industriels	
Taux de chômage*	13
Prix à la consommation	14
Prix au comptant du pétrole brut*	16
Consommation et importations d'énergie dans les pays industriels	17
Hausse des prix à la consommation*	19
Masse monétaire et PNB/PIB en volume dans les pays du Groupe des Sept*	20
Variation du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande dans les grands pays industriels	22
Variation du PIB en volume et de la formation brute de capital fixe dans les autres pays industriels	28
Endettement public brut et déficit des administrations publiques*	31
Structure des dépenses des administrations publiques dans les principaux pays industriels	34
Epargne et taux d'intérêt réels dans les pays du Groupe des Sept*	37
Epargne nationale dans les principaux pays industriels	38
Epargne, salaires réels et PIB par habitant*	43
Evolution dans les autres pays	
Croissance du PIB dans les pays en développement et les ENI	47
Evolution de la consommation d'énergie et de pétrole dans certains pays et groupes de pays	48
Prix des biens échangés dans les pays en développement*	49
Inflation dans les pays en développement et les ENI	53
Soldes des échanges commerciaux des pays en développement et des ENI	56
Indicateurs du commerce extérieur de certains groupes de pays	57
Europe de l'Est: évolution de la production réelle	60
Europe de l'Est: consommation d'énergie et de pétrole	63
Europe de l'Est: prix à la consommation (IPC) et salaires nominaux (\$)	64
Yougoslavie: évolution monétaire	66
Europe de l'Est: évolution des dépôts d'épargne des ménages	68
Union soviétique: évolution monétaire	69
Echanges et paiements internationaux	
Balances des paiements courants et avoirs extérieurs nets*	74
Indicateurs du commerce mondial*	75
Echanges mondiaux de pétrole	77
Demande intérieure relative et taux de change effectifs réels*	80
Balance des paiements courants des Etats-Unis	81
Balance des paiements courants du Japon	82

	Page
Balance des paiements courants de l'Allemagne	85
Exportations des pays européens de l'OCDE vers l'Allemagne	86
Balances des paiements courants des pays industriels et des ENI d'Asie	88
Prix à la consommation dans certains pays européens, exprimés en deutsche marks ..	89
Exportations vers les partenaires européens du COMECON, en pourcentage des exportations totales	92
Exportations de l'Europe de l'Est vers l'Europe occidentale	93
Balances en monnaies convertibles des pays d'Europe de l'Est	94
Opérations de l'Europe de l'Est avec les banques déclarantes BRI	96
Mouvements de capitaux, en chiffres bruts*	98
Mouvements de capitaux de treize pays industriels	99
Financement des principaux déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels	102
Balances globales des paiements courants	103
Pays en développement: financement extérieur des déficits courants (estimations) ...	104

Marchés nationaux des capitaux

Taux d'intérêt nominaux et inflation*	108
Evolution des cours sur les marchés boursiers	112
Sensibilité des marchés boursiers aux prix du pétrole et dépendance pétrolière	113
Cours sur les marchés boursiers et variabilité des rendements*	114
Sensibilité des marchés boursiers aux prix pétroliers*	115
Rentabilité des grandes banques en 1989 et 1990	117
Hausses des prix de l'immobilier, en termes réels	119
Prêts bancaires immobiliers dans certains pays	120
Endettement du secteur privé dans certains pays	121
Indicateurs d'activité des marchés des titres*	123
Rentabilité des banques pendant les années quatre-vingt	124
Variation à long terme des cours des actions des banques	125
Marchés du papier commercial dans certains pays	126

Marchés internationaux des capitaux

Activité sur les marchés internationaux des capitaux*	136
Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)	137
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	140
Différentes catégories d'avoirs et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques	141
Evolution dans les divers centres déclarants: avoirs	143
Evolution dans les divers centres déclarants: engagements	144
Créances des banques déclarantes sur le secteur non bancaire dans les pays du Groupe des Dix	145
Dépôts du secteur non bancaire des pays du Groupe des Dix sur le marché bancaire international	146
Activité des banques déclarantes avec les pays hors zone	148
Principales caractéristiques du marché des euro-effets	150
Principales caractéristiques du marché obligataire international	151
Rendement de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars*	152
Volume des émissions d'obligations et taux de change effectif du dollar EU*	153
Structure par catégorie et par monnaie des obligations internationales	154
Pays d'origine des émetteurs d'obligations internationales	156
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés dans le monde	157
Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt	159
Composition des contrats d'échange de devises conclus au 1er semestre de 1990	160

	Page
Marché de l'écu privé	163
Evolution de la dette extérieure de certains pays	167

Evolution et politiques monétaires

Taux d'intérêt officiels et taux du marché*	173
Taux d'intérêt et rendement des obligations*	175
Agrégats de monnaie et de crédit: objectifs et taux d'expansion	178
Expansion du crédit bancaire au secteur privé	181
Expansion de certaines catégories de crédit bancaire au secteur privé	184
Patrimoine des ménages en termes de PNB-PIB	185
Prix de l'immobilier, masse monétaire et inflation*	187

Le système monétaire international

Taux de change bilatéral du dollar EU par rapport à certaines monnaies*	195
Ecart de taux d'intérêt nominaux dans certains pays*	197
Variation des réserves en devises dans certains pays*	198
Taux de change bilatéral de certaines monnaies par rapport au deutsche mark*	200
Taux de change effectif réel de certaines monnaies*	204
Position des monnaies participantes à l'intérieur des bandes de fluctuation du MCE* ..	208
Origine et utilisation de l'or (estimations)	210
Production d'or dans le monde	211
Cours de l'or dans certaines monnaies*	213
Variation des réserves globales	214
Variation des réserves officielles autres que l'or de divers pays	216
Balance des paiements courants des Etats-Unis et variation des réserves en devises (estimations excluant les effets des variations de change)	220

Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1991	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	231
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	231
Evolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature	233
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir	234

61ème Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 10 juin 1991*

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le soixante et unième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1990 et clos le 31 mars 1991.

Après transfert de 4.173.949 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, de 10.000.000 de francs or à la Provision pour immeubles et de 5.000.000 de francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 114.892.783 francs or, contre 104.330.524 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 33.892.783 francs or au paiement d'un dividende de 200 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 24.300.000 francs or au Fonds de réserve générale et le reliquat du bénéfice net, soit 56.700.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1990-91 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1991.

I. Un monde moins paisible qu'il n'y paraît

Les douze derniers mois auraient difficilement pu offrir un contraste plus marqué par rapport aux douze mois précédents. Le processus de libéralisation politique et de mutations économiques qui démarrait alors en Europe de l'Est, en s'étendant même à l'Union soviétique, avait signifié la fin de près d'un demi-siècle de guerre froide. Le monde s'ouvrait sur des perspectives plus paisibles, avec la fin de la course aux armements et l'affectation des rares ressources disponibles à d'autres usages, tels qu'une meilleure protection de l'environnement et une assistance plus fondamentale aux pays les plus défavorisés. L'invasion du Koweït par les forces irakiennes, le 2 août 1990, est venue tempérer ces espoirs; elle a montré que l'éventualité d'un conflit armé, avec les répercussions économiques mondiales qui y sont liées, n'était pas écartée et, craignait-on, pas uniquement au Moyen-Orient. On a aussitôt redouté un choc extérieur du genre de ceux qui, à deux reprises, avaient sérieusement déstabilisé l'économie mondiale au cours des années soixante-dix, sous la forme d'une hausse brutale des prix pétroliers. Même si de nombreux experts ont eu tôt fait de remarquer que les conséquences économiques d'un renchérissement du pétrole, même prolongé, seraient cette fois moins sévères, l'impact psychologique s'est avéré relativement puissant, traduisant ainsi la profonde incertitude et la vive déception éprouvées après la première vague d'optimisme.

Les prix pétroliers, cependant, atteignaient déjà leurs maximums au début d'octobre, pour fléchir ensuite de manière assez régulière. Après la cessation des hostilités, du fait de la libération du Koweït au printemps de 1991, l'incertitude entourant l'évolution de ces prix a fortement diminué. Non seulement ils sont pratiquement redescendus à leurs niveaux antérieurs à l'invasion, mais la structure du marché paraît, en outre, au moins aussi stable qu'avant la crise. Néanmoins, la perspective de toucher un dividende de la paix semble à présent plus lointaine. Malgré la fin de la guerre, l'incertitude potentielle dans cette région n'a pas été totalement éliminée, et le monde n'est donc pas revenu au point où il se trouvait douze mois plus tôt.

Ainsi, le second semestre de 1990 et les premiers mois de 1991 n'ont pas seulement modéré l'optimisme en rappelant la rapidité avec laquelle les bouleversements politiques, en particulier ceux qui affectent les approvisionnements en énergie, peuvent modifier la scène économique; ils ont aussi rendu les responsables de l'élaboration des politiques davantage conscients de la difficulté des obstacles qu'ils ont à surmonter sur pratiquement tous les fronts. Abstraction faite de la guerre et de ses conséquences, il est apparu clairement que les problèmes en Europe de l'Est et au sein de l'Allemagne seraient beaucoup plus complexes que prévu.

Au moment de l'invasion du Koweït, en août 1990, plusieurs grandes économies se trouvaient déjà à l'aube, ou au premier stade, d'un ralentissement conjoncturel; il est difficile de savoir si le conflit du Golfe et ses répercussions sur les marchés des capitaux ont véritablement fait basculer le cours des événements ou s'ils n'ont fait que précipiter le mouvement. On s'attendait généralement que la libération du Koweït restaure la confiance des consommateurs aux Etats-Unis et aide ainsi l'économie à sortir de la récession. L'avenir montrera si cet espoir était fondé. Le Royaume-Uni et le Canada mettront peut-être un peu plus de temps avant d'y parvenir; dans d'autres pays, tels que la France et l'Italie ainsi que dans certaines des économies de plus petite dimension, l'essoufflement de la conjoncture se trouve encore dans sa phase initiale et pourrait durer quelque peu.

Pour le groupe des pays industriels, la croissance du PIB en volume est revenue en 1990 au niveau enregistré pour la dernière fois en 1986, tout en demeurant sensiblement supérieure à la moyenne de 1979-84 (voir tableau ci-contre). Cependant, on sait déjà pertinemment que, contrairement à ce qui s'était passé en 1987, une reprise n'interviendra pas aussi rapidement; en fait, il est quasiment certain que le recul se poursuivra en 1991 pour cet ensemble de pays. Pour les autres groupes, à l'exception des grands producteurs de pétrole, le tableau montre que l'année 1990 a encore été moins favorable que les précédentes. En dehors de l'Europe de l'Est, qui prend un nouveau départ dans des conditions totalement différentes et difficiles – ce qui ôte pratiquement toute signification à une comparaison avec des chiffres de production antérieurs – les régions d'Afrique et du Moyen-Orient ainsi que l'Amérique latine ont enregistré, l'an dernier, une stagnation ou une contraction de leur revenu par habitant. La croissance économique mondiale en 1990 s'est donc inscrite à son plus bas niveau depuis 1985 et au-dessous également de la moyenne de 1979-84.

Cette approche globale peut donner l'impression d'une assez grande similitude entre les problèmes qui se posent dans de nombreuses parties, fort différentes, du monde. Une telle conclusion serait cependant loin de la vérité. D'importantes divergences existent, en effet, au sein de chaque groupe de pays; en outre, les conditions extérieures et, par conséquent, l'action qu'il convient d'entreprendre varient énormément selon les divers groupes qui sont actuellement touchés par une baisse de l'activité économique.

Les pays d'Europe de l'Est constituent manifestement un cas à part. Il était clair pour tout le monde que le passage d'une économie à planification centralisée à une économie de marché serait lent et difficile, même dans les meilleures conditions et en l'absence d'erreurs sérieuses dans les stratégies mises en œuvre. Il ne s'agit pas moins que de remplacer entièrement le mécanisme de régulation de l'économie ainsi que l'ensemble de son cadre juridique et institutionnel. Le fait de laisser les prix refléter les pénuries effectives et de supprimer les subventions nécessite non seulement de profondes modifications des prix relatifs mais tend également à favoriser un renchérissement généralisé, qui ne peut être enrayeré qu'au moyen de politiques macro-économiques extrêmement rigoureuses, exerçant de graves

Croissance de la production mondiale ¹								
Groupe de pays et région	1984-86 PIB	1979-84 moyenne	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	en % du total	variation en % du PIB en volume						
Sept principaux pays	61,7	2,1	3,6	2,7	3,4	4,7	3,3	2,6
Autres pays industriels ²	10,0	1,8	2,9	2,6	3,1	3,4	3,5	2,6
Pays en développement	18,5	3,5	4,4	3,6	4,3	4,8	3,4	2,8
Principaux producteurs de pétrole ³	6,4	1,8	2,0	-1,2	1,2	3,2	2,3	3,1
Autres pays en développement	12,1	4,4	5,6	6,1	5,9	5,7	4,0	2,7
Afrique et Moyen-Orient	1,7	3,6	6,5	4,4	2,5	3,6	2,4	2,0
Asie	6,6	6,7	6,4	6,7	8,0	9,4	5,4	5,7
dont: ENI ⁴	1,6	7,4	3,7	10,8	12,1	9,4	6,1	6,8
Amérique latine	3,8	0,7	4,2	5,9	4,1	0,1	1,8	-2,0
Europe de l'Est ⁵	9,8	3,1	2,0	2,7	1,7	3,7	1,6	-5,8
Monde	100,0	2,4	3,5	2,9	3,4	4,5	3,2	1,8

¹ Les taux de croissance moyens pour les sept principaux pays et les autres pays industriels sont calculés sur la base des pondérations du PIB et taux de change de 1988, tandis que les autres moyennes sont obtenues à partir des pondérations du PIB et taux de change de 1984-86, incluant tous les pays dont le PIB de 1988 atteignait au moins \$EU 0,1 milliard. ² Comprend les pays du tableau de la page 28, l'Islande, le Luxembourg et Malte. ³ Pays de l'OPEP, Mexique et Trinité-et-Tobago. ⁴ Economies nouvellement industrialisées: Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. ⁵ Les chiffres sur la production nationale sont convertis à des taux de change non commerciaux.

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

effets secondaires sur la production. Parallèlement à l'émergence d'une nouvelle structure de prix, il importe de fixer un taux de change permettant à l'économie de trouver, et de conserver, un rôle nouveau dans la division internationale du travail. Les pays d'Europe de l'Est n'ont pas eu la possibilité de se référer à des expériences historiques valides quant à la meilleure manière d'assumer leur tâche ni de bénéficier de circonstances idéales. Bien au contraire, la flambée momentanée des prix pétroliers et le démantèlement progressif des arrangements commerciaux du COMECON n'ont fait qu'amplifier les difficultés qui pouvaient être anticipées. La Hongrie, la Pologne et la Tchécoslovaquie sont allées résolument de l'avant, par des voies relativement différentes certes, mais avec la conviction que c'était la seule issue possible, la faillite de l'ancien système étant déjà consommée. Dans les autres pays, le processus politique a mis davantage de temps pour aboutir à un consensus sur l'orientation à suivre. L'Union soviétique et la Yougoslavie se sont enfoncées un peu plus dans la crise.

En Afrique subsaharienne, le revenu par habitant a probablement continué à décliner en 1990 et, plus le temps passe, plus il devient difficile d'envisager une reprise d'origine interne. Les chocs extérieurs y ont été fréquents et, dans la plupart des pays, la résistance à leur impact est faible, en raison d'un manque de diversification, d'une infrastructure inadéquate et

d'un stock de capital obsolète et insuffisant. La sécheresse, l'essor démographique et l'instabilité politique ont contribué à assombrir ce tableau.

En Amérique latine, la baisse de la production, l'accélération de l'inflation et l'augmentation des arriérés d'intérêts sur la dette extérieure se sont traduites par une détérioration globale, dominée par les difficultés éprouvées par le Brésil pour restructurer son économie et par un nouveau recul de la croissance en Argentine et au Pérou. Au Mexique, en revanche, l'expansion a repris sous l'effet du programme de stabilisation mis en œuvre.

Dans les pays d'Asie, la croissance globale de la production réelle s'est légèrement accélérée l'an dernier, grâce, une nouvelle fois, à des politiques macro-économiques stables conjuguées à des politiques micro-économiques axées sur la restructuration interne et l'expansion des exportations. Les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont bénéficié de la hausse des prix pétroliers, tandis que certains autres ont enregistré une contraction marquée de leurs revenus réels à la suite de l'occupation du Koweït.

Parmi les pays industriels, l'Allemagne a été (et demeure) un cas très particulier, en ce sens qu'elle a dû gérer la transition de l'économie à planification centralisée de l'ex-République démocratique allemande vers une économie de marché au sein de ses propres frontières remodelées. L'union monétaire, qui a préparé l'avènement de l'union politique, a imposé un lourd tribut à l'économie en exposant l'industrie de l'Allemagne orientale à la concurrence des marchés mondiaux à un taux de change réel nettement plus élevé ne correspondant absolument pas aux niveaux effectifs de la productivité. Les fortes augmentations des salaires nominaux consécutives à l'union monétaire ont encore accru les difficultés, tout comme les pertes substantielles de parts de marché, non seulement en Europe de l'Est mais aussi sur le plan national. La nécessité de créer, pratiquement du jour au lendemain, une infrastructure viable et une nouvelle administration publique ainsi que les incertitudes juridiques liées à la restitution de biens à leurs propriétaires initiaux complètent cette image de désarroi. Du côté positif, l'ancienne République fédérale s'est engagée à favoriser au maximum la restructuration et à combler l'écart sensible entre les niveaux de revenu et de productivité dans l'ex-RDA au moyen de transferts massifs financés essentiellement par des emprunts du secteur public. La production industrielle a ainsi bénéficié d'un puissant stimulant, non seulement en Allemagne de l'Ouest, où l'économie était déjà proche de ses capacités limites, mais également dans les pays occidentaux voisins. Hormis quelques pays européens, seul le Japon est parvenu à ne pas glisser dans la récession, bien qu'il ait été affecté, lui aussi, dans une certaine mesure par le ralentissement de l'activité dans le monde vers la fin de 1990 et au début de 1991.

Il convient donc de se demander si une contraction cyclique est inévitable ou si on ne peut l'empêcher qu'au prix – élevé – d'une aggravation des distorsions structurelles et d'une accentuation des tensions inflationnistes. À l'évidence, la périodicité des cycles conjoncturels est très incertaine, ainsi que l'a amplement démontré la longue durée de la dernière phase d'expansion qui a débuté en 1983. Dans de grandes économies

comme les Etats-Unis, des régions ou secteurs peuvent traverser des cycles qui leur sont propres, mais qui ne se traduisent pas nécessairement par une importante récession à l'échelle du pays. De même, si la croissance tendancielle est suffisamment dynamique, des influences cycliques peuvent entraîner un tassement de l'activité sans aboutir à une récession au sens technique du terme (contraction du PIB en valeur absolue sur deux trimestres consécutifs). Il importe de voir, néanmoins, comment la politique macro-économique, et la politique monétaire en particulier, devraient réagir aux phénomènes conjoncturels, même lorsqu'ils ne sont pas très prononcés ou que le cycle lui-même résulte en grande partie, accidentellement ou à dessein, de la stratégie mise en œuvre. Il est indéniable que, dans la plupart des pays actuellement en récession, l'action restrictive sur la demande était appropriée, après l'accumulation d'un excédent de demande en 1988-89. La question de l'opportunité d'une politique anticyclique figurait au centre de la controverse entre monétaristes et keynésiens, qui avait semblé pencher largement en faveur des premiers à un certain moment au cours des années soixante-dix. Elle a resurgi de plus belle au cours de la décennie suivante lorsque les objectifs intermédiaires ont perdu une bonne partie de leur attrait et que l'inflation s'est ralentie. Le Chapitre VII examine en détail la manière dont a été récemment conduite la politique monétaire dans ces circonstances. Les mérites relatifs des stratégies anticonjoncturelles et à moyen terme sont de nouveau analysés dans la Conclusion du présent Rapport.

La hausse des prix à la consommation n'a cessé de s'accélérer depuis 1986 dans l'ensemble des pays du Groupe des Dix, même si l'on fait abstraction des denrées alimentaires et de l'énergie. Des différences marquées existent cependant d'un pays à l'autre. Les plus mauvais résultats ont été enregistrés au Royaume-Uni et en Suède, où la récession sévit actuellement. Il est reconnu que, si la surchauffe de l'économie entraîne généralement l'apparition de tensions inflationnistes, la récession en elle-même ne constitue pas un remède contre l'inflation. La question capitale est de savoir si l'inflation interne induite par les coûts peut être maîtrisée, ce qui peut s'avérer plus facile à partir du moment où l'activité s'est ralentie. En fait, l'évolution actuelle de la croissance pourrait donc permettre de retrouver une plus grande stabilité des prix, mais cette possibilité ne pourra être exploitée que si la politique macro-économique réussit à maintenir un bon équilibre entre des objectifs opposés. On en revient ainsi à la question fondamentale évoquée précédemment.

L'incidence momentanée de l'invasion du Koweït sur les prix pétroliers s'est transmise avec une certaine vigueur aux marchés des capitaux (comme l'examine le Chapitre V), d'où elle s'est répercutée sur l'économie réelle, aggravant ainsi sensiblement le climat d'incertitude. Il apparaît, toutefois, que les développements sur ces marchés ont pu affecter l'économie réelle par un autre canal, qui est sans rapport aucun avec la crise du Golfe et fait à présent l'objet d'un débat approfondi aux Etats-Unis et, à un degré moindre, au Royaume-Uni. L'idée clé est l'éventualité d'une raréfaction brutale du crédit («credit crunch»). Ce phénomène se produit lorsque les

banques et autres bailleurs de fonds, probablement échaudés d'avoir consenti des prêts sans s'entourer de garanties suffisantes, tombent dans l'excès inverse en refusant d'accorder des concours ou des financements à leurs taux habituels, même dans le cas de projets sérieux présentés par des clients jouissant d'une bonne cote de crédit. Si cette attitude est suivie par un nombre relativement élevé de prêteurs, elle ne peut qu'avoir des effets sensibles sur l'économie réelle. On s'est même demandé si les autorités de contrôle n'auraient pas, par inadvertance, encouragé un tel comportement de la part des banques.

Dans le même ordre d'idées, certains observateurs ont fait remarquer que les banques éprouvant des difficultés pour se conformer aux ratios de fonds propres convenus par les autorités de contrôle bancaire du Groupe des Dix pour la fin de 1992 devront soit se procurer des ressources additionnelles, soit réduire la taille de leurs bilans. Ce facteur, cependant, ne devrait jouer tout au plus qu'un rôle mineur, étant donné que très peu d'établissements se trouvent dans une telle situation, même après les événements de 1990, avec la chute des marchés boursiers, la baisse des prix de l'immobilier dans certains pays et l'affaiblissement de l'activité économique. Il est également possible qu'on soit davantage conscient, à présent, des implications du ratio de fonds propres pour les décisions en matière de portefeuilles, mais c'est précisément là qu'il fallait en venir. Des problèmes à plus long terme d'accès au crédit ne se poseraient que si, du fait des circonstances extérieures, un grand nombre de banques se voyaient dans l'impossibilité d'obtenir des fonds additionnels; encore faudrait-il, pour cela, que leurs bénéfices baissent sérieusement sur une période de temps relativement longue. En présence de marchés des capitaux plus mondialisés et soumis à une vive concurrence, il ne peut guère y avoir raréfaction du crédit puisque la grande majorité de la clientèle des banques peut se tourner vers d'autres sources de financement; cette situation souligne néanmoins le besoin pressant d'une adaptation de la législation bancaire dans les pays, précisément, où les banques ne sont plus aussi compétitives par rapport à d'autres établissements et marchés soumis à des réglementations moins rigoureuses.

Un problème qui s'est avéré particulièrement préoccupant ces dernières années a sensiblement perdu de son acuité en 1990: les déséquilibres des paiements courants au sein des pays industriels. Le fait le plus marquant est le recul de l'excédent du Japon, qui a diminué de plus de moitié par rapport à 1988. Avec \$EU 36 milliards, il est même descendu au-dessous de celui de l'Allemagne (\$47 milliards), qui s'est lui-même contracté de manière substantielle par comparaison avec les deux années précédentes et fléchira encore en 1991. Les deux grands pays déficitaires, Etats-Unis et Royaume-Uni, sont parvenus à réduire leur solde négatif des paiements courants, respectivement de \$110 milliards à \$99 milliards et de \$33 milliards à \$22 milliards. Ramener le déficit américain au-dessous de \$100 milliards avait été estimé par de nombreux observateurs comme l'objectif le plus ambitieux qui pouvait être éventuellement réalisé. Des évolutions cycliques divergentes ont manifestement contribué à ces résultats impressionnants,

de même que, plus récemment, la participation financière du Japon, de l'Arabie Saoudite et de l'Allemagne à l'effort de guerre dans le Golfe. C'est pourquoi, si l'on considère également le raffermissement récent du dollar EU, on peut se demander si ces tendances, à l'exception de la contraction prévue de l'excédent allemand, vont se poursuivre en 1991 et au-delà. Compte tenu des préoccupations que suscitait auparavant l'ampleur des déséquilibres, on aurait pu penser que leur réduction serait accueillie avec un profond soulagement. Ce n'est pourtant pas ce qui s'est passé apparemment, tout au moins si l'on en juge par l'évolution sur les marchés des changes. L'instabilité journalière y est demeurée pratiquement aussi forte qu'avant et les fluctuations mensuelles et trimestrielles des taux de change ont été presque aussi marquées. L'évolution sur les marchés des changes est examinée en détail au Chapitre VIII.

Du fait de la diminution des déséquilibres des paiements courants, la coordination des politiques à l'échelle internationale, qui, dans un contexte de taux de change flottants, constitue la seule précaution – parfois vaine cependant – pour prévenir de sérieuses distorsions des taux de change, a perdu l'une de ses justifications essentielles en 1990. Les implications que comportait, pour l'action des autorités, la nécessité de réduire les déficits ou excédents des paiements courants étaient relativement claires. En présence d'amples déséquilibres, il n'était guère difficile de s'accorder, en principe, sur la contribution à fournir par chaque pays participant à la coordination des politiques. En l'absence d'un tel contexte, la question n'est plus aussi simple. De nouveaux efforts sont entrepris dans ce domaine. Etant donné que tout ce qui touche à la politique économique revêt une dimension internationale importante, ce point est également repris dans la Conclusion.

Les inquiétudes suscitées par les déséquilibres persistants ont fait place à des préoccupations d'un autre ordre concernant l'éventualité d'une pénurie de l'épargne mondiale en présence d'une demande accrue de ressources en provenance d'Europe de l'Est, du Moyen-Orient et, bien entendu, des pays en développement. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels à long terme dans presque tous les pays est interprété par nombre d'observateurs comme une indication allant dans ce sens. Le recul de l'épargne nationale, examiné au Chapitre II, est un problème qui relève essentiellement (mais pas exclusivement) du secteur public et résulte de la persistance de déficits budgétaires et d'une réorientation des dépenses vers la consommation courante au détriment de l'investissement en équipements collectifs. S'il est possible que ce problème ait récemment perdu de son acuité du fait du ralentissement de la conjoncture, la diminution à plus long terme de l'épargne nationale dans beaucoup de pays continue cependant de peser sur l'investissement productif et, en définitive, sur la croissance de l'économie mondiale.

La crise de l'endettement international perdure et jette une ombre sur de vastes régions du monde en développement, mais semble épargner désormais le système bancaire international. La stratégie de base mise en œuvre pour faire face aux problèmes des pays endettés a démontré son utilité

dans le cas du Mexique, par exemple, et continue d'être appliquée. De nouvelles voies ont toutefois été explorées dans un domaine connexe. Pour faciliter sa transition vers une économie de marché, la Pologne a été le principal pays à bénéficier d'une attitude plus ouverte à l'égard de l'annulation de dettes officielles. Les limites de l'approche cas par cas sont cependant clairement apparues: ce qui est fait pour un débiteur peut être considéré avec envie et ressentiment par les autres et jouer ainsi à l'encontre des objectifs fondamentaux qui consistent à créer des conditions susceptibles d'encourager les flux de capitaux privés. Le Chapitre VI rend compte en détail des développements enregistrés dans ce domaine des prêts internationaux et, d'une manière plus générale, sur les marchés mondiaux des capitaux.

La structure du Rapport n'a subi qu'une légère modification avec l'adjonction, après le Chapitre II, d'un chapitre consacré tout particulièrement aux pays en développement et à l'Europe de l'Est. La numérotation des chapitres suivants a été revue en conséquence, mais leur ordre reste le même que les années précédentes.

II. Evolution dans les pays industriels

La première partie de ce chapitre est consacrée à un examen général de la situation conjoncturelle dans les pays industriels en 1990 et durant les premiers mois de 1991, puis à une analyse des conséquences économiques de la crise du Golfe et de l'évolution dans les divers pays. Deux thèmes principaux sont également étudiés de manière assez approfondie: tout d'abord, les relations entre l'endettement de l'Etat, les déficits budgétaires et les investissements publics, en mettant l'accent sur les développements récents et les problèmes à plus long terme soulevés par la mise en œuvre du processus d'assainissement budgétaire; ensuite, les facteurs déterminant l'épargne nationale dans les pays industriels, dans le contexte de l'accroissement de la demande mondiale de capitaux, de taux d'intérêt réels élevés et du recul de l'épargne publique au cours des deux décennies écoulées.

Situation conjoncturelle

Ralentissement
de la croissance
l'an dernier

La croissance moyenne du PNB/PIB réel s'est ralentie l'an dernier dans les pays industriels, pour s'établir à 2½%, contre environ 3½% en 1989, tandis que la hausse des prix à la consommation s'est accélérée de près d'un point, à 5¾%. Ces chiffres globaux reflètent des évolutions économiques assez diversifiées, le déphasage conjoncturel examiné dans le Rapport annuel de l'an passé s'étant même accentué, spécialement au second semestre. Si quelques économies, en particulier le Japon et l'Allemagne, ont continué d'enregistrer une croissance vigoureuse, la faiblesse observée antérieurement dans plusieurs pays industriels, notamment aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Canada et en Suède, s'est traduite par un recul plus prononcé et plus général de l'activité économique. En outre, l'expansion soutenue constatée en 1989 et presque tout au long de 1990 en Europe continentale s'est nettement atténuée, la France et l'Italie connaissant une baisse de la production industrielle à la fin de l'année.

Hausse des prix
pétroliers

De nombreux facteurs sont responsables de la détérioration des résultats économiques dans les pays industriels. Les perturbations provoquées, au niveau de l'approvisionnement, par la hausse des prix pétroliers et les incertitudes liées à la crise du Golfe ont joué un rôle au second semestre, à la fois par leur action indirecte, en provoquant une baisse généralisée de la confiance des ménages et des entreprises et, par conséquent, une décélération des dépenses de consommation, et de manière directe, par le biais d'une dégradation des termes de l'échange et d'un alourdissement des coûts de production. Dans les pays qui ont enregistré les résultats les plus médiocres, cependant, la contraction de l'activité est bien antérieure au mois d'août 1990, et la plupart d'entre eux connaissent un ralentissement

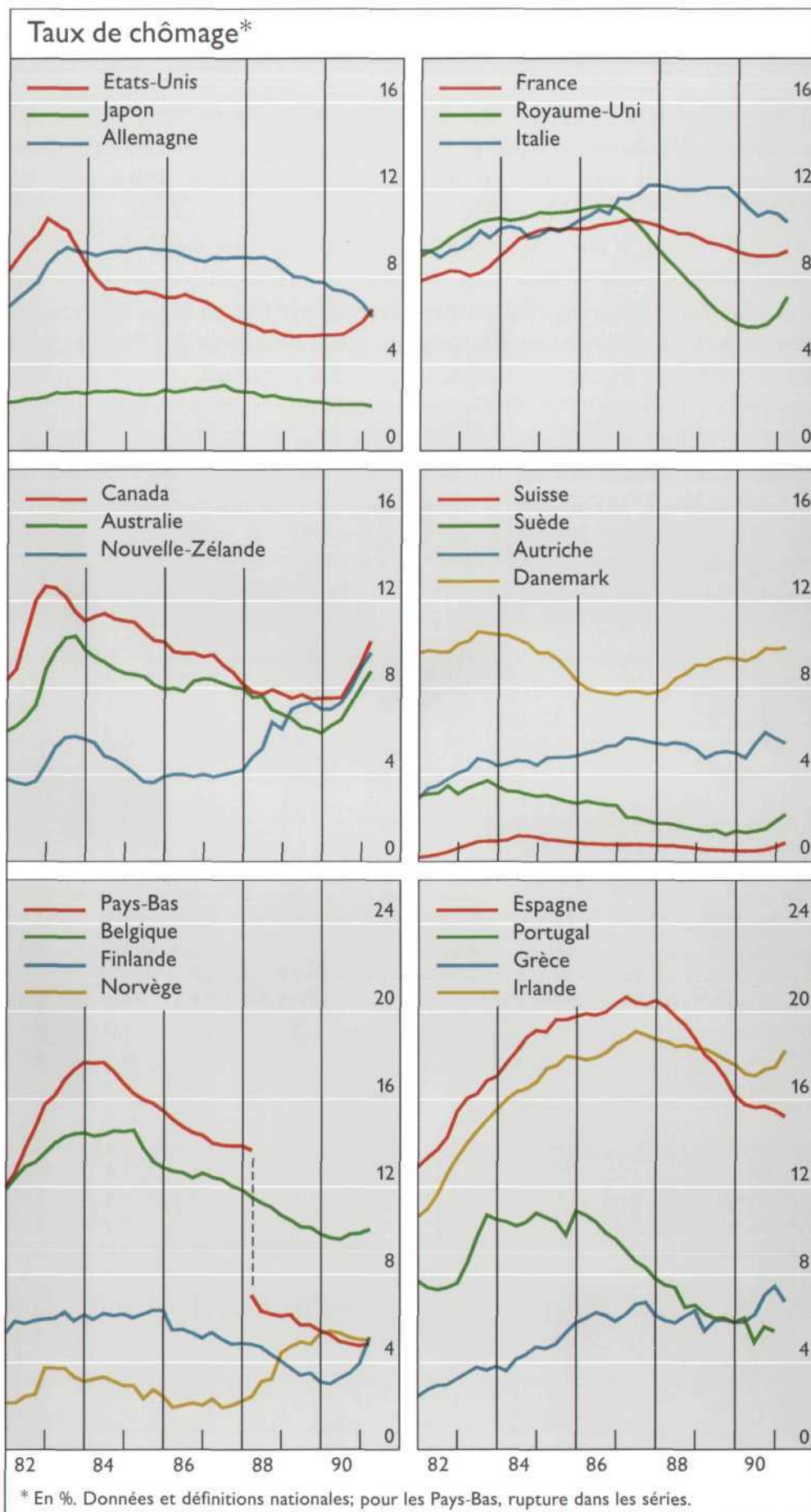
conjoncturel «classique» provoqué par l'évolution de la demande globale associée à l'application de politiques monétaires restrictives. La réduction de l'activité aux Etats-Unis, en revanche, semble principalement due à la baisse de la confiance des ménages et des entreprises, à l'accumulation de déséquilibres dans le système financier et à l'excédent d'offre dans le secteur de la construction non résidentielle. Les taux d'intérêt réels élevés, conjugués à un recul des stocks, expliquent en grande partie le ralentissement constaté plus récemment en France et en Italie. Dans ces deux pays, le haut niveau des taux d'intérêt réels est dû davantage à des facteurs externes, tels que la contrainte du taux de change au sein du SME, qu'à une surchauffe de l'activité interne.

Parmi les pays industriels qui connaissent actuellement un affaiblissement après une surchauffe classique figurent le Royaume-Uni, le Canada, la Suède, la Finlande et l'Australie. La vigueur de l'expansion économique a provoqué des tensions sur les marchés des biens et du travail, caractérisées par une élévation des taux d'utilisation des capacités et une baisse du chômage. Un excédent de demande s'est manifesté et s'est traduit par une accélération de l'inflation par les salaires et les prix et, dans la majorité des cas, par une détérioration des balances commerciales. Pour s'opposer à l'apparition de déséquilibres, les politiques monétaires avaient été resserrées dans presque tous ces pays au milieu de 1988 et, dans la plupart d'entre eux, ce durcissement a été accentué depuis lors. L'expansion de la monnaie et du crédit a fléchi, tandis que les taux d'intérêt nominaux et réels ont atteint des niveaux très élevés. Dans ces conditions, l'activité économique a fini par se tasser; la croissance du PNB en volume s'est fortement ralentie, revêtant même des valeurs négatives dans certains cas, et la production industrielle s'est nettement contractée. Dans la majorité des pays, le chômage est revenu à son niveau le plus bas vers le milieu de 1990 pour demeurer stationnaire ou s'inscrire en hausse pendant le reste de l'année et au début de 1991. Les bénéfices se sont amenuisés, l'affaiblissement du marché n'ayant pas permis aux entreprises de relever les prix dans les mêmes proportions que les coûts.

L'excès de demande est apparu légèrement plus tôt aux Etats-Unis que dans la plupart des autres pays, car la reprise économique y a été plus précoce et plus vigoureuse au départ. Le taux des fonds fédéraux n'a cessé de se tendre entre mars et août 1988, la Réserve fédérale ayant réagi aux signes croissants de haute conjoncture par un resserrement des réserves bancaires. Le chômage est tombé à un minimum d'environ 5% au début de 1989. Sous l'effet, en partie, de la hausse des taux d'intérêt et, en partie, de l'état avancé du cycle d'expansion, la croissance réelle a faibli au printemps de 1989, ce qui a amené la Réserve fédérale à assouplir l'orientation de sa politique. En avril 1991, le taux des fonds fédéraux avait reculé de 400 points de base. L'élimination de l'écart de taux à court terme vis-à-vis de l'Allemagne et du Japon a provoqué un recul sensible du dollar en 1990 et une forte progression des exportations nettes de produits non agricoles. Malgré la poursuite de la baisse relative des taux d'intérêt aux Etats-Unis, l'amélioration de la compétitivité internationale a été partiellement inversée par l'appréciation du dollar au début de 1991.

Surchauffe suivie
d'une récession

Récession
en dépit de la dé-
tente monétaire
aux Etats-Unis



En dépit de l'assouplissement des conditions monétaires, le ralentissement de l'activité a persisté aux Etats-Unis; il s'est accentué à la fin de 1990 et a continué cette année, avec une nette remontée du chômage en février et en mars. Cette évolution peut s'expliquer dans une certaine mesure par la réticence des banques à prêter à certains secteurs ou à certaines régions du pays, voire à des emprunteurs qui bénéficient d'une bonne cote de crédit («credit crunch»). La récession aux Etats-Unis est atypique, en ce sens qu'elle n'a pas été provoquée par une hausse des taux d'intérêt réels, de fortes pressions salariales ou des stocks excessifs. Les taux d'intérêt réels ont fléchi l'an dernier aux Etats-Unis en raison à la fois de la baisse des taux nominaux et d'une montée des prix à la consommation, tandis que, dans maints secteurs, les salaires nominaux n'ont pas progressé au même rythme que l'inflation depuis 1986. Plusieurs déséquilibres conjoncturels sont clairement perceptibles, en particulier l'accroissement rapide des ratios d'endettement des ménages et des entreprises ainsi que les taux élevés de vacance des bâtiments à usage commercial. Cependant, la poursuite du recul de

Baisse de la confiance des ménages et des entreprises

Prix à la consommation							
Pays	1988	1989	1990				1991
			Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
	variation en % sur douze mois en fin de période ¹						
Etats-Unis	4,4	4,6	5,2	4,7	6,2	6,1	4,9
Japon	1,0	2,6	3,5	2,2	3,0	3,8	4,0
Allemagne	1,8	3,0	2,7	2,3	3,0	2,8	2,5
France	3,1	3,6	3,4	3,0	3,8	3,4	3,2
Royaume-Uni	6,8	7,7	8,1	9,8	10,9	9,3	8,2
Italie	5,5	6,5	6,1	5,6	6,3	6,4	6,6
Canada	4,0	5,2	5,3	4,3	4,2	5,0	6,3
Afrique du Sud	12,5	15,3	14,9	13,6	14,3	14,6	14,1
Australie	7,7	7,8	8,6	7,7	6,0	6,9	4,9
Autriche	1,9	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5	3,5
Belgique	1,9	3,6	3,4	3,0	3,7	3,5	3,3
Danemark	4,5	4,8	3,0	2,5	3,1	1,9	2,4
Espagne	5,9	6,9	7,0	6,6	6,4	6,5	5,9
Finlande	6,5	6,6	6,6	5,6	5,7	4,9	4,8
Grèce	14,0	14,8	17,8	21,7	21,8	22,8	19,5
Irlande	2,6	4,7	4,2	3,5	2,9	2,7	2,6
Israël	16,4	20,7	16,1	16,3	18,6	17,6	18,0
Norvège	5,6	4,2	4,5	3,6	3,9	4,4	3,5
Nouvelle-Zélande	4,7	7,2	7,0	7,6	5,0	4,9	4,5
Pays-Bas	1,2	1,3	2,3	2,3	2,7	2,6	2,6
Portugal	11,7	11,6	12,8	13,6	13,7	13,7	12,2
Suède	6,3	6,7	10,7	9,8	11,5	10,9	10,7
Suisse	1,9	5,0	5,0	5,0	6,1	5,3	5,9
Turquie	61,6	64,3	62,8	62,6	59,3	60,4	62,3
Moyenne ²	4,0	4,9	5,3	4,8	5,7	5,7	5,2

¹ Chiffres trimestriels pour l'Australie, l'Irlande et la Nouvelle-Zélande. ² Chiffres établis sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1988.

Sources: données nationales.

l'activité semble due en grande partie à la perte de confiance des ménages et des entreprises, liée d'abord aux problèmes posés par la persistance de déficits budgétaires fédéraux et les difficultés des établissements financiers. En présence d'une économie déjà affaiblie, la hausse temporaire des prix pétroliers et l'incertitude initiale quant à l'issue de la crise dans le golfe Persique ont entraîné l'économie américaine vers une récession. Malgré une légère reprise de la confiance des consommateurs du fait des succès militaires alliés dans le Golfe, le PNB en volume a de nouveau baissé au premier trimestre de 1991.

Forte croissance
en Allemagne ...

... et au Japon

Unification
de l'Allemagne

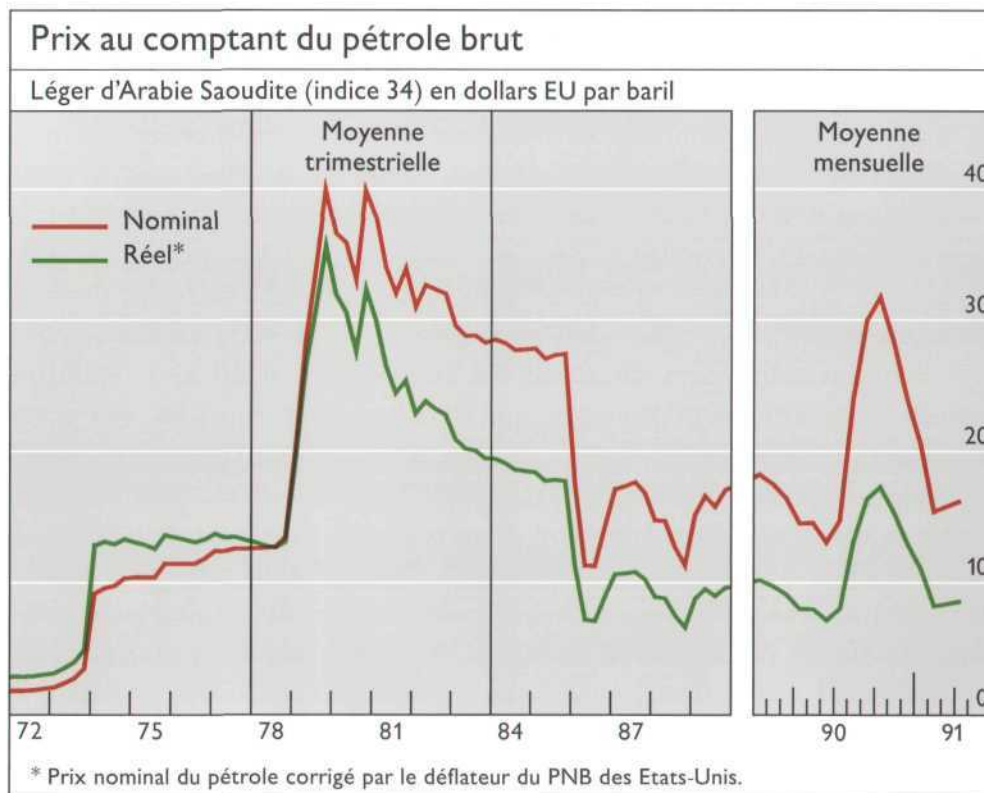
Plusieurs autres pays industriels ont continué de bénéficier d'une forte croissance en 1990. En Allemagne, aux Pays-Bas et en Autriche, elle a été particulièrement vigoureuse, alors que les pressions sur les salaires et les prix ne se sont que légèrement accentuées l'an dernier, en raison notamment du resserrement préventif et progressif des politiques monétaires à partir de 1988. Au Japon, l'expansion rapide de la demande intérieure induite par le dynamisme de l'investissement des entreprises est demeurée le principal moteur de l'activité. Des signes de ralentissement de la croissance se sont toutefois manifestés au quatrième trimestre, et la hausse des prix à la consommation, qui a atteint près de 4% en 1990, contre 1% seulement en 1988, a sérieusement préoccupé les autorités monétaires japonaises.

Les événements exceptionnels qui ont entouré l'unification rapide de l'Allemagne sur les plans économique, monétaire et politique ont sensiblement modifié la situation économique en Europe. En Allemagne occidentale, la demande globale s'est accrue notamment sous l'effet des importants stimulants budgétaires et du transfert de pouvoir d'achat à l'ex-République démocratique allemande. L'expansion de la production s'est accélérée, à un rythme inférieur toutefois à celui de la demande, ce qui a facilité le processus d'ajustement extérieur. Les répercussions favorables sur les échanges commerciaux ont été très nettes dans plusieurs pays d'Europe, en particulier en Belgique, au Danemark et en Autriche. Cette situation a amené les autorités allemandes à resserrer les conditions monétaires et à relever les taux d'intérêt à court terme pour endiguer les pressions croissantes engendrées par l'excédent de demande. La hausse des taux d'intérêt s'est en partie diffusée à l'extérieur, cependant, imposant une contrainte inopportune à l'activité économique dans plusieurs pays, ceux notamment qui participent au mécanisme de change du SME (MCE). Les tensions à l'intérieur du MCE sont apparues clairement à la fin de 1990, puis au début de cette année; elles ont été amplifiées par le ralentissement de l'activité en France et en Italie et par l'aggravation de la récession au Royaume-Uni.

Conséquences économiques de la crise du Golfe

Choc pétrolier
temporaire

La crise du Golfe et les fluctuations des prix pétroliers qu'elle a engendrées ont ralenti la croissance ou accentué la récession dans la plupart des pays industriels au second semestre de 1990. L'inflation aurait également été légèrement plus modérée en l'absence de la flambée temporaire des prix du brut. Les pays industriels étaient toutefois mieux préparés, en août dernier,



à surmonter un choc pétrolier qu'avant les épisodes de 1973 ou 1978–80. La hausse du prix du pétrole de l'an dernier était non seulement de nature temporaire mais elle a, en outre, démarré d'un niveau relativement bas en termes réels après la stagnation prolongée des marchés pétroliers du milieu à la fin des années quatre-vingt. La réduction de la consommation d'énergie dans la production, la dépendance moins grande vis-à-vis des importations d'énergie et la situation conjoncturelle plus favorable, en particulier les taux d'inflation plus modérés, ont limité les effets négatifs de la montée des prix pétroliers. La crise du Golfe a néanmoins contribué au ralentissement exceptionnellement prononcé de l'activité économique au quatrième trimestre dans certains pays, en érodant sensiblement la confiance des entreprises et des ménages.

A la différence des deux chocs pétroliers précédents, la hausse de l'an dernier a été de courte durée. Comme le montre le graphique ci-dessus, les prix sur le marché au comptant ont plus que doublé entre juillet et septembre 1990 à la suite de l'invasion du Koweït, passant de moins de \$15 à plus de \$30 par baril, pour revenir cependant, au début de 1991, au voisinage de leur niveau d'avant l'invasion. En termes réels, les prix à leur niveau le plus élevé étaient toujours inférieurs à ceux notés une décennie auparavant. En dépit de l'abondance des approvisionnements et des stocks, la montée brutale des prix pétroliers en août 1990 reflétait les craintes d'un dérèglement à plus long terme des exportations en provenance du Moyen-Orient, où sont localisées les deux tiers environ des réserves mondiales identifiées. Les prix ont baissé à partir du moment où la menace qui pesait sur les gisements pétrolifères d'Arabie Saoudite s'est atténuée suite à l'installation des troupes alliées dans cette région. En outre, plusieurs pays,

Dérèglements minimaux dans l'approvisionnement en pétrole

et notamment l'Arabie Saoudite, ont accru leur production pour compenser la réduction des approvisionnements due à l'embargo sur les exportations de pétrole d'Irak et du Koweït. En revanche, l'explosion des prix de 1973, provoquée par la guerre du Kippour au Moyen-Orient, était liée à une décision explicite des pays arabes de réduire la production de pétrole et d'imposer un embargo partiel sur les exportations vers plusieurs pays industriels. En 1978-80, contrairement à l'expérience récente, on avait assisté à une forte accumulation de stocks, ce qui a contribué à faire monter les prix.

Malgré le décalage sensible entre les hausses de prix et la mise au point et l'application de techniques d'économie d'énergie, la dépendance énergétique a été nettement réduite en réaction à la multiplication par plus de six des prix pétroliers réels qui a fait suite aux deux chocs des années soixante-dix. Les pays industriels ont fortement limité leur consommation d'énergie et de pétrole (en volume) en pourcentage de la production réelle, comme le montre le tableau ci-après, et se sont donc trouvés en meilleure position, structurellement parlant, pour absorber un relèvement du prix du pétrole qu'au moment des deux chocs précédents. Par rapport aux maximums enregistrés au début des années soixante-dix, les besoins d'énergie primaire exprimés en pourcentage du PNB avaient reculé de 25% en 1989, la consommation de pétrole de 40% et les importations nettes d'énergie de 46%. Enfin, les mesures de substitution ont permis de ramener de quelque 51% à 43% la part du pétrole dans l'énergie primaire.

Une dépendance plus faible vis-à-vis du pétrole dans le processus de production atténue l'incidence défavorable d'une hausse des coûts induite par le relèvement du prix du brut, de même qu'une dépendance plus limitée à l'égard des importations de pétrole réduit l'impact négatif sur les termes de l'échange. L'évolution du degré de dépendance vis-à-vis des besoins et des importations d'énergie ainsi que les modifications effectives des prix de l'énergie importée (y compris les variations des taux de change) semblent

Consommation et importations d'énergie dans les pays industriels						
Rubrique	1960	1970	1975	1980	1985	1989
	en unités d'équivalent pétrole/PIB (indices 1973 = 100)					
Besoins d'énergie primaire	96,9	100,9	95,8	89,5	78,9	75,1
Consommation de pétrole	71,9	95,9	92,3	80,7	62,2	60,0
Importations nettes d'énergie	48,4	89,0	91,7	78,4	49,5	54,3
Pour mémoire:						
Prix réel du pétrole ¹	103,8	77,0	268,5	497,0	319,7	174,7
Utilisation pétrole/énergie primaire ²	39,7	50,9	51,6	48,3	42,2	42,8
Importations nettes d'énergie/utilisation d'énergie primaire ²	19,2	33,7	36,6	33,5	24,0	27,6

¹ Prix du pétrole brut/déflateur du PNB des Etats-Unis. ² En %.

Source: OCDE.

indiquer que la perte nette de revenu réel liée à la hausse du prix du pétrole a été inférieure à ½% en 1989–90 pour l'ensemble des principaux pays industriels, alors qu'au lendemain des précédents chocs pétroliers elle se situait entre 2 et 3% dans nombre d'entre eux.

Légère perte
de revenu réel

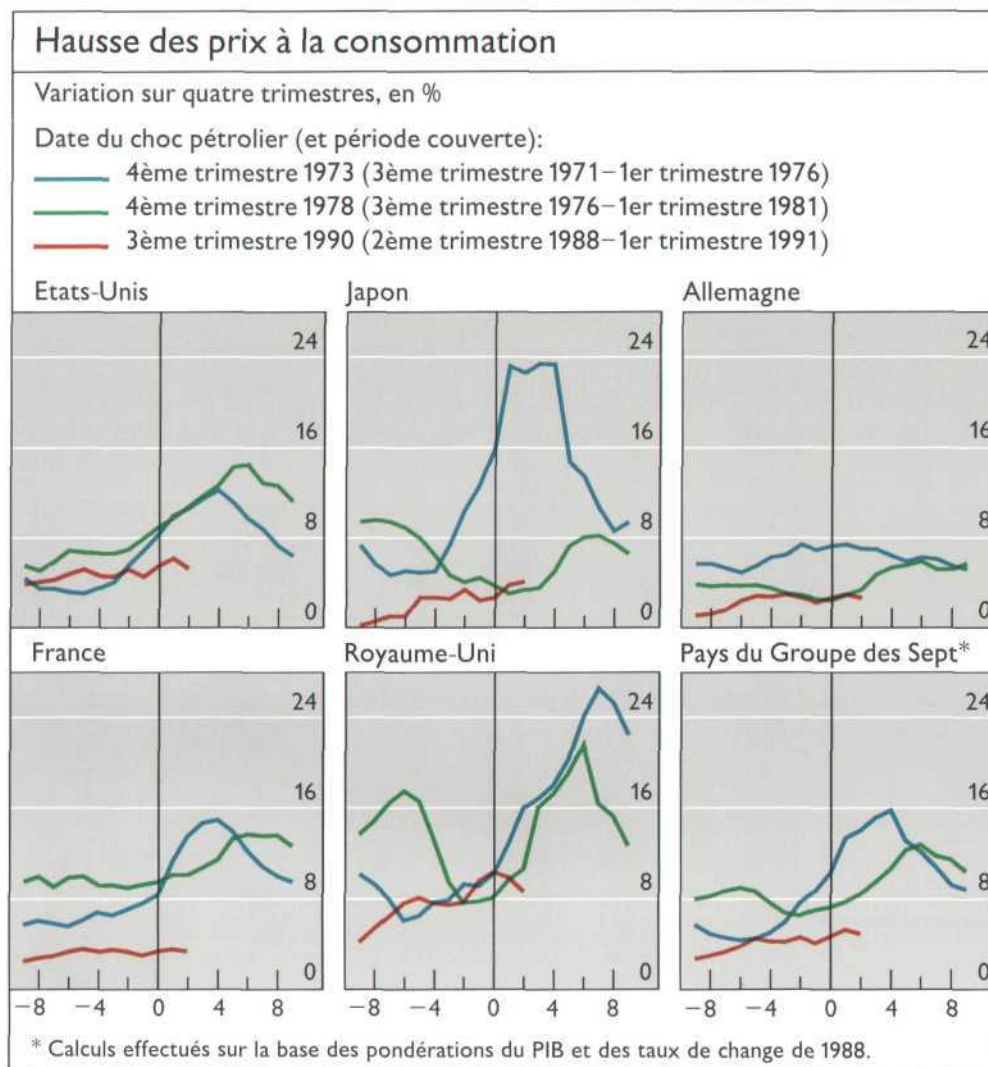
D'autres facteurs donnent également à penser que les effets négatifs directs du choc pétrolier ont été sensiblement moins marqués. En particulier, les taux d'inflation, l'excédent de liquidités et le degré de surchauffe ont été, dans l'ensemble, nettement moins prononcés dans les économies industrielles qu'avant les deux chocs des années soixante-dix. Les graphiques des pages 19 et 20 comparent l'inflation, l'expansion monétaire et le taux de croissance du PNB en volume dans les principaux pays industriels avant et après les trois chocs pétroliers. La hausse des prix à la consommation s'établissait en moyenne dans ces pays à quelque 4½% lors du choc d'août 1990, contre 10½% et 7¼% respectivement lors des deux précédents. A l'évidence, les conditions de surchauffe étaient plus clairement perceptibles avant le premier choc, notamment au Japon, où l'inflation atteignait, en taux annuel, 16% au quatrième trimestre de 1973 et s'était accélérée tout au long de l'année. Avant le deuxième choc, l'inflation était inférieure à 4% dans ce même pays et s'inscrivait en recul, alors qu'elle se situait en dessous de 3% lors du dernier relèvement.

Atténuation
des tensions
inflationnistes

De même, la croissance du PNB en volume et l'expansion monétaire ont été sensiblement plus modérées en moyenne dans les principaux pays industriels lors du récent relèvement du prix du pétrole. D'une année sur l'autre, l'augmentation moyenne du PNB en volume était de 2¾% environ jusqu'à cette date et s'était progressivement ralentie depuis plus d'une année, parallèlement à l'affaiblissement des résultats économiques aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Cependant, contrairement à la contraction sévère et généralisée de l'activité économique mondiale déjà perceptible avant le premier choc de 1973, dans de nombreuses économies industrielles – notamment au Japon, en Allemagne et dans la plupart des pays d'Europe continentale – la croissance s'est poursuivie à un rythme soutenu. L'orientation des politiques monétaires, l'an dernier, reflétait des situations économiques différentes, caractérisées par un assouplissement aux Etats-Unis et un resserrement assez prononcé au Japon, en Allemagne et, par le biais de la diffusion des taux d'intérêt élevés, également dans les autres pays du mécanisme de change du SME. L'expansion plus modérée et plus stable en moyenne des agrégats monétaires larges, l'an passé, par rapport à la situation qui prévalait lors des chocs précédents, ainsi que le niveau nettement plus élevé des taux d'intérêt réels, montre que l'excédent de liquidités et les pressions inflationnistes sous-jacentes étaient moindres dans les principales économies industrielles.

Déphasage
conjoncturel

En dépit des perspectives apparemment favorables pour surmonter une hausse des prix pétroliers, nettement plus modérée et plus brève que précédemment, l'activité économique s'est fortement ralentie dans de nombreux pays industriels au quatrième trimestre. Si ce recul était dû en partie à l'augmentation temporaire des prix du pétrole, un facteur plus important



Incertitude
au sujet du conflit
du Golfe

a toutefois été l'incertitude liée au conflit du Golfe, qui a conduit à une détérioration rapide de la confiance et à une contraction des dépenses des ménages et des entreprises. La conjonction de ces facteurs a contribué à l'effondrement des marchés boursiers en août et septembre. Le trafic aérien et le tourisme ont particulièrement pâti de la hausse des coûts des combustibles, conjuguée à l'annulation, sur une grande échelle, des voyages touristiques et d'affaires.

La victoire des troupes alliées dans la guerre du Golfe au début de 1991 a fortement réduit les tensions et le degré d'incertitude dans l'économie mondiale. De plus, dans le climat politique et économique qui s'en suivit, et qui s'est reflété dans la modération qui a caractérisé la réunion de l'OPEP à la mi-mars, on pouvait raisonnablement s'attendre à une plus grande stabilité, à une abondance des approvisionnements et à des prix relativement peu élevés sur le marché du pétrole. Anticipant ces développements favorables, les marchés boursiers des Etats-Unis et du Royaume-Uni ont connu une embellie au quatrième trimestre. Plus récemment, on a également constaté un certain retour de la confiance des ménages et des entreprises.

Masse monétaire et PNB/PIB en volume dans les pays du Groupe des Sept¹

Variation sur quatre trimestres, en %

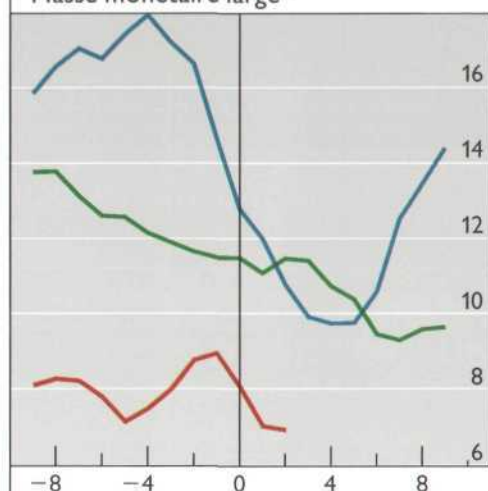
Date du choc pétrolier (et période couverte):

— 4^{ème} trimestre 1973 (3^{ème} trimestre 1971–1^{er} trimestre 1976)

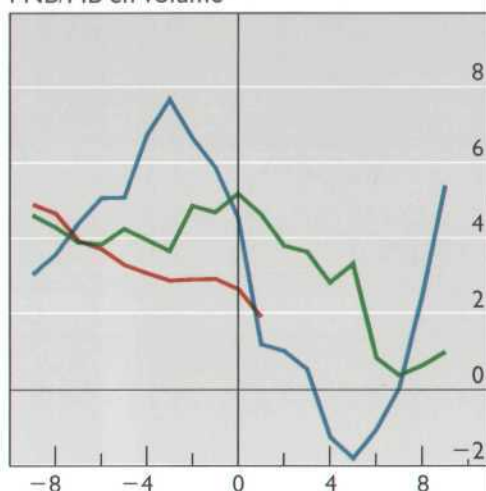
— 4^{ème} trimestre 1978 (3^{ème} trimestre 1976–1^{er} trimestre 1981)

— 3^{ème} trimestre 1990 (2^{ème} trimestre 1988–1^{er} trimestre 1991)

Masse monétaire large²



PNB/PIB en volume



¹ Calculs effectués sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1988. ² Pour les Etats-Unis, l'Italie et le Canada, M_2 ; pour le Japon, M_2+CD ; pour l'Allemagne et la France, M_3 ; pour le Royaume-Uni, M_4 .

Cependant, l'espoir d'un revirement rapide est peut-être prématuré. La faiblesse de plusieurs économies à la fin de l'année, de la France et de l'Italie en particulier, est surprenante et des signes d'essoufflement sont également apparus au Japon. Comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni, le Canada, la Suède et d'autres pays sont d'ores et déjà entrés en récession, il peut se révéler difficile d'éviter la diffusion du ralentissement par le biais des échanges commerciaux et d'autres mécanismes internationaux.

Evolution dans les pays industriels

Les trois principales économies

A la fin de 1990, l'économie des *Etats-Unis* était en récession; le recul de 1½% en taux annuel du PNB en volume au quatrième trimestre a été suivi d'une baisse de 2¾% au premier trimestre de 1991. Cette évolution marque la fin d'un cycle de croissance économique qui a duré huit ans, soit plus du double de la moyenne des cycles d'expansion de l'après-guerre et, à une exception près, la phase la plus longue jamais enregistrée. Les signes de ralentissement progressif de l'économie étaient perceptibles depuis près de deux ans et ont abouti à une décélération de la croissance du PNB en volume, qui s'est inscrite à 1% sur l'ensemble de 1990. Le chômage a grimpé à 6¾% en mars 1991, soit 1¾ point au-dessus du niveau du début de 1989. Entre juin 1990 et février 1991, les emplois salariés se sont contractés de

Récession
aux Etats-Unis

1¼ million, les compressions d'effectifs ayant touché presque tous les secteurs de l'économie.

Faiblesse
de la demande
intérieure

La régression a affecté la plupart des composantes de la demande l'an dernier – consommation des particuliers, formation de capital fixe, investissement sous forme de stocks. Au quatrième trimestre, la consommation privée a fléchi de 3½% et l'investissement fixe de 5½%. Le recul de la construction non résidentielle et résidentielle a reflété l'atonie générale du marché immobilier et les taux élevés de vacance des bâtiments à usage commercial. A New York, Los Angeles et Chicago, les trois zones urbaines les plus importantes des Etats-Unis, les taux d'inoccupation des bureaux ont atteint en moyenne 14%, 17% et 17% respectivement en 1990. Dans de nombreuses autres villes, en particulier dans le sud-ouest, ils se situaient nettement au-dessus de 20%. L'industrie manufacturière, qui ne représente que 17% de l'emploi total, s'est trouvée également affectée puisqu'elle est à l'origine de plus de la moitié des pertes d'emplois depuis juin. Elle a progressivement réduit ses effectifs depuis le début de 1989 du fait, en grande partie, de licenciements imposés par la contraction de la production dans l'industrie automobile.

Taux de vacance
élevés

Amélioration
des exportations
nettes

Le ralentissement de l'économie américaine a été légèrement atténué par l'amélioration des exportations nettes, qui ont bénéficié d'une dépréciation notable de la valeur moyenne du taux de change du dollar durant l'année. De plus, étant donné la situation relativement tendue au niveau des stocks, il n'y a pas d'anticipation d'une réduction importante de ces derniers, contrairement à ce qui s'est passé lors de la plupart des récessions précédentes. Les ratios stocks/ventes finales sont demeurés très stables en 1989-90, de sorte qu'une reprise de la demande devrait se traduire rapidement par une amélioration de la production et de l'emploi. L'expansion de la consommation publique a également permis de compenser le recul de la demande privée l'an dernier.

Accroissement
du déficit
budgétaire

Le déficit du budget fédéral s'est accru de \$27 milliards pour l'exercice 1990 (d'après les données de la comptabilité nationale), dont plus de la moitié est attribuable aux stabilisateurs automatiques dans une économie en croissance ralentie. Sur une base consolidée, comprenant la sécurité sociale, les acquisitions d'actifs des caisses d'épargne et le financement de l'assurance des dépôts, le déficit a augmenté de \$67 milliards, à \$220 milliards en 1990, et devrait atteindre \$318 milliards durant l'exercice 1991. Par suite des préoccupations suscitées par la persistance de déficits élevés, des mesures législatives complémentaires ont été adoptées, en novembre dernier, qui offrent quelque espoir d'importantes réductions à l'avenir. Le recul de l'activité a également eu des répercussions négatives sur la situation budgétaire des Etats et collectivités locales, aggravant ainsi les finances des administrations publiques.

Poursuite
de l'expansion
au Japon

Au Japon, la croissance du PNB en volume s'est accélérée l'an passé, pour s'établir à quelque 5½%, sous l'effet de l'expansion rapide de la demande intérieure et, en particulier, de l'extrême dynamisme de l'investissement des entreprises. La consommation privée a affiché une bonne vitalité, avec un taux d'accroissement de plus de 4%, malgré le recul de 40%

des cours des actions à la fin de l'année dernière par rapport à leurs sommets de 1989. La croissance a été supérieure au potentiel à long terme de l'économie, et l'accentuation des tensions sur le marché du travail, qui a ramené le taux de chômage à 2% environ, a amplifié les pressions inflationnistes. La persistance d'une pénurie de main-d'œuvre et des niveaux élevés d'utilisation des capacités, qui ont encore progressé l'an passé, constitue un élément moteur du dynamisme des investissements des entreprises. L'investissement productif a augmenté en termes réels à un rythme moyen annuel de près de 15% en 1988-90, les entreprises s'étant efforcées de pallier la pénurie de main-d'œuvre par l'acquisition de biens d'équipement et d'accroître leur capacité de production. Par suite de la forte progression de la demande intérieure et du ralentissement de l'activité chez plusieurs partenaires commerciaux importants, en particulier aux Etats-Unis, l'excédent

Variation du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande dans les grands pays industriels								
Pays et période	PNB/PIB ¹	Demande intérieure totale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investissement productif du secteur privé
			Consom-mation privée	Consom-mation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ²	Expor-tations nettes ²	
			variation en %					
Etats-Unis								
1982-89 moyenne	3,8	4,1	3,8	3,2	5,6	0,1	-0,4	4,7
1988	4,5	3,3	3,6	0,2	5,6	0,0	1,2	8,3
1989	2,5	1,9	1,9	2,3	1,6	0,0	0,6	3,9
1990	1,0	0,5	0,9	2,8	-0,1	-0,7	0,5	1,8
1990 TIV ³	0,5	-0,5	0,1	3,8	-1,1	-1,1	1,0	2,2
Japon								
1982-89 moyenne	4,3	4,5	3,8	2,4	6,2	0,1	-0,2	9,4
1988	6,3	7,6	5,3	2,2	12,2	0,6	-1,2	14,8
1989	4,7	5,7	4,3	2,1	8,8	0,2	-0,9	15,5
1990	5,6	5,8	4,1	1,4	10,7	-0,1	-0,2	13,8
1990 TIV ³	4,7	4,2	1,8	1,5	9,9	-0,3	0,5	12,5
Allemagne ⁴								
1982-89 moyenne	2,6	2,6	2,2	1,5	3,1	0,3	0,2	5,0
1988	3,7	3,8	2,7	2,3	5,1	0,6	0,1	6,8
1989	3,9	2,7	1,7	-0,9	7,1	0,4	1,2	8,5
1990	4,5	4,7	4,2	2,6	8,2	0,0	-0,2	9,6
1990 TIV ³	4,8	4,5	4,0	4,7	7,6	-0,6	0,3	12,3 ⁵
France								
1982-89 moyenne	2,4	2,5	2,5	1,9	3,1	0,0	-0,2	3,9
1988	4,2	4,4	3,4	2,9	8,6	0,1	-0,3	10,2
1989	3,9	3,5	3,2	0,2	7,5	0,0	0,3	8,6
1990	2,8	3,2	3,2	3,4	3,5	-0,1	-0,4	4,6
1990 TIV ³	2,1	2,1	2,8	3,2	1,2	-0,3	-0,1	2,2
Voir notes et sources du tableau ci-contre.								

Variation du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande dans les grands pays industriels (suite)

Pays et période	PNB/PIB ¹	Demande intérieure totale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investisse- ment pro- ductif du secteur privé
			Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ²	Expor- tations nettes ²	
variation en %								
Royaume-Uni								
1982-89 moyenne	3,4	4,4	4,6	1,0	6,8	0,2	-1,1	9,5
1988	3,9	7,5	6,9	0,6	14,1	0,7	-3,7	20,3
1989	1,9	2,9	3,9	0,6	3,9	-0,4	-1,0	4,7
1990	0,7	-0,1	1,0	1,7	-1,7	-0,7	0,9	-1,5
1990 TIV ³	-1,4	-1,4	-1,5	0,6	-6,4	0,7	0,1	-7,4
Italie ⁶								
1982-89 moyenne	2,8	3,3	3,0	2,7	3,2	0,0	-0,3	n.d.
1988	4,1	4,4	4,2	2,8	6,9	0,0	-0,5	9,0
1989	3,0	3,0	3,6	0,9	4,6	-0,3	-0,1	5,3
1990	2,0	1,9	2,7	1,0	3,0	-0,5	0,0	3,4
Canada								
1982-89 moyenne	4,1	4,7	4,3	2,1	5,9	0,5	-0,8	5,2
1988	4,4	5,0	4,3	2,8	10,2	-0,3	-1,1	15,2
1989	3,0	4,1	3,8	2,6	4,5	0,4	-1,3	5,0
1990	0,9	0,0	1,3	3,9	-2,4	-0,9	0,9	-2,3
1990 TIV ³	-1,0	-2,2	-0,4	5,4	-7,2	-1,4	1,3	-5,1
Moyenne ⁷								
1982-89 moyenne	3,6	3,9	3,6	2,5	5,3	0,1	-0,3	6,7
1988	4,7	4,9	4,2	1,3	8,8	0,2	-0,1	11,6
1989	3,3	3,2	2,8	1,5	5,5	0,1	0,0	8,8
1990	2,6	2,4	2,2	2,5	4,6	-0,3	0,2	6,6
1990 TIV ^{3, 8}	2,0	1,4	1,1	3,2	3,3	-0,6	0,5	5,7

¹ PNB pour les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne. ² Contribution en points de pourcentage à la croissance du PNB/PIB.
³ Variation sur quatre trimestres. ⁴ Chiffres établis sur la base des prix de 1980. ⁵ Machines et équipement. ⁶ Les chiffres trimestriels ne sont pas disponibles pour 1990. ⁷ Pondérations proportionnelles au PIB et aux composantes de la demande de 1988. ⁸ Chiffres en partie estimés.

Sources: OCDE et données nationales.

des exportations nettes s'est rétréci, ce qui a favorisé le processus d'ajustement extérieur.

Accentuation
de la pression
des prix

La vigueur de l'activité économique et le choc pétrolier ont exercé certaines pressions sur les prix l'an dernier au Japon. La hausse des prix de gros s'est accélérée au second semestre, à plus de 2% (de décembre à décembre), tandis que l'augmentation des prix à la consommation s'est intensifiée, à près de 4% en fin d'année. Ce mouvement a été dû notamment à la faiblesse antérieure du taux de change du yen. La progression des salaires, tout en étant forte en termes réels par comparaison avec les résultats enregistrés dans les autres pays, a évolué généralement au même rythme que les gains de productivité, de sorte que l'inflation par les coûts, qui caractérise

une grande partie des autres pays industriels, ne provenait pas de cette source. Les autorités se sont également efforcées d'atténuer les pressions sur les prix; le resserrement monétaire, prudemment mis en place en 1988, a été renforcé en 1989, puis de nouveau l'année dernière, avec deux relèvements du taux d'escompte officiel et une forte hausse des taux d'intérêt à court terme du marché. L'excédent budgétaire des administrations publiques a également continué de s'accroître, pour s'établir à plus de 3% du PNB. La hausse des prix à la consommation à la fin de 1990 et au début de cette année demeure néanmoins un sujet de préoccupation pour les autorités.

Resserrement
monétaire

La croissance du PNB en volume s'est accélérée à 4½%, l'an dernier, en Allemagne occidentale. Il s'agit du taux le plus élevé depuis que ce pays est sorti de la récession du milieu des années soixante-dix; c'est également un résultat exceptionnel, en ce sens qu'il a été obtenu à un stade avancé d'un cycle d'expansion conjoncturel de huit ans. La croissance de la demande intérieure, qui a touché l'ensemble des secteurs d'activité, a été induite par une hausse de plus de 12% des investissements productifs et par le dynamisme de la consommation des ménages. L'essor de la demande, imputable principalement à l'unification rapide des parties occidentale et orientale de l'Allemagne ainsi qu'au transfert connexe de pouvoir d'achat vers l'ex-RDA, a eu un effet bénéfique sur l'ajustement extérieur en réduisant l'excédent commercial.

Croissance
rapide
en Allemagne
occidentale

Bien que l'économie ait pratiquement atteint ses limites de capacités en 1990, les prix à la consommation ont augmenté de moins de 3%, soit environ au même rythme qu'en 1989. La hausse des prix de gros a été inférieure à 1%. L'inflation a été tempérée l'an dernier par les gains rapides dans la productivité du travail, la fermeté du deutsche mark et la rigueur de la politique monétaire, comme en témoigne le niveau élevé des taux d'intérêt réels. Elle demeure néanmoins un sujet de préoccupation pour les autorités. La hausse des salaires nominaux s'est accélérée à près de 5½% à la fin de 1990, et la mesure plus vaste de l'inflation par le déflateur du PNB a augmenté à environ 3½%.

L'unification économique et monétaire de la République fédérale d'Allemagne avec l'ex-RDA en juillet, suivie de l'union politique en octobre, a été réalisée très rapidement et n'a laissé, à maints égards, que peu de temps à la partie orientale pour opérer l'ajustement requis. Elle a conduit à l'effondrement de l'industrie en Allemagne de l'Est, du fait surtout que ses biens ne sont plus compétitifs par rapport à ceux fabriqués à l'Ouest en termes de qualité, choix des produits et structure des coûts. En conséquence, la demande intérieure s'est portée dans une large mesure sur les produits occidentaux. L'an dernier, de nombreuses unités industrielles ont été fermées, la production s'est effondrée et le chômage a grimpé dans les Länder de la partie orientale; en février 1991, près d'un tiers de la population active était au chômage ou travaillait à horaires nettement réduits. La demande a été toutefois étayée par des transferts publics massifs, destinés à relever le niveau des revenus et à faciliter l'ajustement économique durant la période de transition vers une économie de marché.

Effondrement
de l'industrie
en Allemagne
orientale

Forte hausse
du déficit
budgétaire

Problèmes liés
à l'unification

Par suite des transferts opérés au bénéfice des nouveaux Länder, le solde financier des administrations publiques est passé d'un léger excédent en 1989 à un déficit équivalant à 3% du PIB l'année dernière. On s'attend que les déficits demeurent élevés, malgré les augmentations d'impôts et de contributions de sécurité sociale qui entreront en vigueur au printemps et à l'été 1991 et qui sont censées rapporter DM 35 milliards supplémentaires (environ 1¼% du PNB) pour la seule année 1991. On constate à présent que les coûts et problèmes liés à l'unification sont beaucoup plus importants que prévu et que le processus de transition devrait durer plus longtemps qu'on ne l'avait pensé. Ainsi, l'incertitude sur le fait de savoir si les biens doivent être restitués aux anciens propriétaires d'avant la collectivisation ou s'il convient de fournir un dédommagement en espèces a découragé l'investissement privé et freiné les transferts de titres de propriété. Par ailleurs, la privatisation d'entreprises gérées précédemment par l'Etat s'est révélée malaisée. D'après les cinq principaux instituts de recherche économique allemands, on peut s'attendre à une nouvelle baisse de la production réelle de 10 à 20% dans les nouveaux Länder cette année. Devant la montée du chômage et le démantèlement de la production, un programme de dépenses publiques supplémentaires de DM 24 milliards pour 1991-92 a été approuvé en mars 1991 et affecté à des investissements en écoles et en hôpitaux ainsi qu'au financement d'une série de mesures créatrices d'emplois.

Autres grandes économies industrielles

Au Royaume-Uni et au Canada, la récession, largement anticipée, s'est clairement manifestée l'an dernier, après des périodes de resserrement monétaire. La surprise est venue de la France et de l'Italie, où la contraction de l'activité a été en partie liée à des taux d'intérêt réels élevés et au déstockage.

Récession
et accélération
de l'inflation
au Royaume-Uni

Le Royaume-Uni est entré de plein pied dans la récession durant la deuxième moitié de 1990, la croissance d'une année sur l'autre n'ayant été que de quelque ¾%, du fait du recul en valeur absolue de la production au cours de cette période. L'activité économique était orientée à la baisse depuis plus de deux ans, après plusieurs années de croissance très rapide et d'une demande excédentaire, entraînant une accélération de la hausse des prix. L'inflation, mesurée par l'indice des prix de détail, a culminé en octobre dernier à 11% environ, pour revenir à quelque 8% en mars 1991. L'impôt municipal («poll tax») et l'accroissement des charges d'intérêts hypothécaires ont contribué pour 3 points approximativement au bond de l'indice des prix en 1990. Cependant, même si l'on fait abstraction de ces éléments, il apparaît que l'inflation s'est accélérée parallèlement à la forte hausse tendancielle des salaires et à la contraction conjoncturelle de la productivité. Le chômage, qui avait enregistré son plus faible niveau à environ 5½% en avril 1990, a rapidement grimpé à plus de 7% durant les premiers mois de 1991. Dans le même temps, la production industrielle a atteint son niveau maximum en juin, pour fléchir progressivement pendant le reste de l'année et au début de 1991. L'alternance de phases d'expansion et de

récession («boom and bust cycle») s'est également reflétée sur les marchés immobiliers; l'envolée antérieure des prix des logements et de l'immobilier d'entreprise a fait place à une baisse l'an dernier. La réduction puis l'abolition de l'impopulaire «poll tax» ont été annoncées en mars 1991; elle sera remplacée en 1993-94 par un impôt calculé sur la propriété, avec des réformes de grande ampleur des finances des collectivités locales. Un relèvement de la TVA se substituera en partie à la «poll tax».

Réforme fiscale

Des signes de récession sont également apparus au *Canada* l'an passé: le niveau du PIB en volume a fléchi durant les trois derniers trimestres et la production industrielle s'est progressivement affaiblie. Le taux de chômage a fait un bond de 3 points entre mars 1990 et mars 1991, par suite surtout d'une sévère contraction de l'emploi dans l'industrie de transformation. La plupart des indicateurs laissent présager une récession un peu plus modérée qu'au début des années quatre-vingt, en raison essentiellement d'une surchauffe moindre de l'activité et de la situation plus équilibrée des stocks. La hausse des prix à la consommation s'est poursuivie à un rythme d'environ 5% l'an dernier, du fait de la forte croissance des salaires nominaux et de la contraction cyclique de la productivité. Les objectifs explicites de convergence vers la stabilité des prix, annoncés conjointement en février 1991 par la banque centrale et le Département des Finances, visent à tempérer les anticipations inflationnistes à moyen terme. Cependant, l'incidence non récurrente exercée sur les prix par l'introduction de la taxe sur les produits et services en janvier est susceptible d'accroître les tensions inflationnistes. La situation budgétaire s'est légèrement détériorée l'an dernier, en raison du ralentissement de l'activité, et ce malgré un redressement inattendu des recettes consécutif aux mesures de réforme fiscale entreprises en 1989.

Recul de l'activité
au Canada

La croissance économique s'est contractée à 2¾% en *France* en 1990, le recul de la production au quatrième trimestre étant largement dû à la chute de l'investissement des entreprises. L'affaiblissement de la demande étrangère, la hausse des prix pétroliers et l'appréciation en termes réels du franc à l'égard des monnaies n'appartenant pas au mécanisme de change du SME ont provoqué un fléchissement des exportations nettes sur l'ensemble de l'année. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels, comme pour la plupart des autres pays du mécanisme de change, a également concouru au ralentissement de la croissance de la demande intérieure. La contraction de l'activité a pratiquement affecté tous les secteurs de l'économie, avec une diminution de 5% de la production industrielle à la fin de l'année par rapport au maximum d'août et une dégradation dans d'autres secteurs au second semestre. En recul durant les premiers mois de 1990, le chômage s'est maintenu à 9% le reste de l'année et a recommencé de monter au début de 1991. La hausse des prix à la consommation est restée pratiquement inchangée d'une année sur l'autre, à 3½%.

Ralentissement
de la croissance
en France ...

La croissance du PIB en volume en *Italie* est revenue à 2% environ l'an dernier, contre 3% en 1989, sous l'effet d'une contraction générale de la demande intérieure. Des signes de ralentissement de l'économie, déjà perceptibles au premier semestre de 1990 – baisse de la production industrielle, de l'utilisation des capacités et des nouvelles commandes – ont

... et en Italie

été suivis au second d'une contraction de l'activité dans le domaine de la construction résidentielle et non résidentielle ainsi que des investissements productifs. Le mouvement de déstockage en cours d'année a aussi contribué au recul de la croissance de la demande intérieure. La poursuite de l'expansion de la consommation privée (2¾% sur l'ensemble de l'année) a permis d'éviter un recul encore plus marqué de l'économie. Les taux d'intérêt réels élevés ont également joué un rôle dans le freinage conjoncturel. Depuis 1988, l'écart d'inflation vis-à-vis des autres membres du mécanisme de change du SME ne s'est pas rétréci sensiblement. Si la hausse rapide des salaires nominaux a constitué un facteur important à cet égard, l'incidence du relèvement des impôts indirects et l'augmentation temporaire des prix du pétrole se sont également fait sentir. Les emprunts nets du Trésor sont restés quasiment inchangés; les progrès en matière d'assainissement budgétaire se sont, en effet, révélés difficiles, compte tenu de l'accroissement des versements d'intérêts afférents à l'encours considérable de la dette publique et de la persistance des problèmes posés par la maîtrise d'autres catégories de dépenses.

Les économies industrielles de plus petite dimension

L'activité économique s'est généralement ralentie également dans les économies industrielles de plus petite dimension, comme le montre le tableau de la page 28, bien que les résultats économiques des divers pays soient assez diversifiés. La variation du PIB en volume s'est établie à 2½%, soit un point environ au-dessous du chiffre de 1989, du fait principalement d'une décélération sensible des dépenses d'investissements fixes, à 1½% seulement (après une progression annuelle moyenne de plus de 7½% en 1988-89). L'évolution sur le plan de l'inflation a aussi été contrastée l'an dernier, le nombre de pays où la hausse des prix s'est accélérée étant grosso modo équivalent à celui où elle s'est ralentie. Maints pays ont adopté des politiques monétaires restrictives ou, dans certains cas, accentué le resserrement.

Résultats
satisfaisants
dans plusieurs
pays européens

Légère reprise
au Danemark

Les résultats obtenus sur le plan de la production et de l'inflation sont demeurés satisfaisants dans plusieurs pays européens, notamment aux Pays-Bas, en Belgique et en Autriche, qui ont tiré profit des relations de change et des liens commerciaux avec une économie allemande en pleine expansion. Si, du fait de l'étroitesse de ses liens commerciaux avec l'Allemagne, le Danemark a dégagé en 1990, et ce pour la première fois depuis plus de vingt-cinq ans, un excédent des paiements courants avec ce pays, la croissance de 1½% du PIB en volume s'est ressentie du marasme de la formation brute de capital fixe. Le cycle conjoncturel du Danemark s'est écarté de celui de la plupart des pays européens et, dans le cadre de l'adoption d'une série de réformes structurelles, une reprise est en train de s'amorcer dans un environnement à faible inflation. A la différence de l'évolution notée durant la majeure partie des années quatre-vingt, l'expansion des investissements fixes en volume a dépassé 8% en Irlande l'an dernier, la production s'est accrue de 5¼%, tandis que la hausse des prix à la

Variation du PIB en volume et de la formation brute de capital fixe dans les autres pays industriels

Pays	PIB de 1988 en milliards de dollars EU	PIB en volume ¹				Formation brute de capital fixe			
		1980-87	1988	1989	1990 ²	1980-87	1988	1989	1990 ²
		variation en %							
Afrique du Sud	89	1,1	4,1	2,1	-0,9	-4,2	8,9	5,4	- 1,4
Australie	247	3,3	3,5	4,6	1,5	2,4	8,2	10,0	- 6,4
Autriche	127	1,4	3,9	4,0	4,6	0,4	6,0	5,5	6,9
Belgique	151	1,1	4,6	4,0	3,7	-1,6	13,4	13,5	7,0
Danemark	108	2,4	0,5	1,2	1,6	2,8	-6,6	0,2	- 1,0
Espagne	344	2,2	5,2	4,8	3,6	2,3	14,2	13,2	7,9
Finlande	106	2,9	5,4	5,2	0,0	2,4	10,5	13,1	- 1,8
Grèce	53	1,1	4,0	2,9	1,0	-3,8	8,8	8,6	4,0
Irlande	33	2,3	3,9	5,9	5,3	-2,7	4,6	11,3	8,3
Israël	42	3,5	2,1	1,6	5,1	1,8	-0,5	-5,5	4,4
Norvège	89	3,3	-0,5	0,4	1,8	3,7	1,6	-4,8	-28,5
Nouvelle-Zélande	42	2,3	1,7	0,8	1,2	5,4	0,5	7,2	4,9
Pays-Bas	227	1,1	2,9	4,1	3,5	1,0	9,2	3,9	3,1
Portugal	42	1,9	4,0	5,4	3,9	0,3	15,0	7,5	9,0
Suède	182	2,0	2,3	2,1	0,3	2,4	6,0	10,9	- 1,8
Suisse	183	1,7	2,9	3,5	2,6	4,1	6,9	6,0	2,6
Turquie	71	5,5	3,6	1,7	10,2	6,0	-1,4	-0,7	8,7
Moyenne ³	-	2,2	3,4	3,5	2,6	1,7	7,8	7,6	1,5

¹ Pour la Turquie, PNB en volume. ² Chiffres provisoires. ³ Chiffres établis sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1988.
Sources: OCDE et données nationales.

consommation a été ramenée à 2¾%. L'expansion des investissements a également favorisé l'augmentation de la production en Autriche et en Belgique en 1990, bien que les indicateurs économiques les plus récents donnent à penser qu'un ralentissement de l'activité n'est pas à exclure en Belgique. En Espagne, l'accroissement de la production est revenu à 3½% l'an passé, en raison notamment d'une modération des dépenses d'investissement, qui se maintiennent cependant à un bon niveau; l'inflation s'est quelque peu atténuée sous l'effet du resserrement monétaire appliqué au milieu de 1989, tout en demeurant, avec 6½% en 1990, à un niveau sensiblement plus élevé que dans la plupart des autres pays du mécanisme de change du SME.

Après plusieurs années de forte croissance, un certain nombre de pays ont été confrontés à un excédent de demande avec, comme conséquence, des tensions inflationnistes élevées et croissantes, un resserrement monétaire et, plus récemment, une réduction de l'activité économique. Ainsi, la Suède, l'Australie et la Finlande ont vu l'activité se contracter l'an dernier, en raison du durcissement des conditions monétaires. Les taux d'intérêt réels élevés ont contribué au recul de plus de 6% de la formation brute de capital fixe en Australie. La vigueur de la reprise en Suisse depuis 1985 a provoqué de très fortes tensions sur les marchés des biens et du travail,

Contraction de l'activité en Suède, Australie et Finlande

Inflation en Suisse

Réforme fiscale
en Suède

entraînant un taux d'inflation de 5% en 1989-90. Le ralentissement de l'activité dans ce pays a été provoqué par un resserrement progressif de la politique monétaire. En Suède, l'inflation s'est accélérée à quelque 11% en 1990, malgré la récession, bien que cette évolution ait été liée en partie à la vaste réforme fiscale, en particulier à l'élargissement de l'assiette de la taxe à la valeur ajoutée. Le recul conjoncturel est également imputable, dans une certaine mesure, à une détérioration cumulative de la compétitivité à l'échelle internationale.

Déréglementation en
Nouvelle-Zélande

D'autres facteurs spécifiques ont influencé l'évolution dans plusieurs pays industriels plus petits. En Finlande, outre les facteurs conjoncturels, le recul de l'activité en 1990 et la baisse prévue de la production cette année – la première depuis la fin de la guerre – ont été amplifiés par la contraction du commerce avec l'Union soviétique liée à la crise économique dans ce pays et à l'adoption d'un système fondé sur l'utilisation de monnaies convertibles en lieu et place d'accords de troc. L'économie de la Nouvelle-Zélande est toujours aux prises avec les vastes réformes structurelles mises en œuvre à partir du milieu des années quatre-vingt et portant sur la déréglementation des salaires, des prix, des taux d'intérêt et des taux de change, la réduction des taux d'imposition, l'élimination des subventions, la privatisation et, l'année passée, l'octroi d'une plus grande indépendance à la banque centrale. Si l'inflation a été ramenée à moins de 5% en 1990, la production a pratiquement stagné depuis 1985, multipliant par plus de deux le taux de chômage. Pour stimuler le développement du potentiel de croissance à moyen terme de l'économie, le gouvernement a annoncé en décembre une réforme du marché du travail et du système de prévoyance ainsi que des mesures de réduction du déficit budgétaire. Au Portugal, l'essor de la formation brute de capital fixe, avec une augmentation de 45% des investissements étrangers directs en 1990, a été à l'origine de la croissance vigoureuse notée depuis l'adhésion de ce pays à la Communauté européenne en 1986. En 1990, cependant, l'inflation s'est accélérée à près de 14% et le déficit budgétaire demeure un sérieux problème, avec 7½% du PIB. Les importants déséquilibres de l'économie grecque se sont creusés l'an dernier, l'inflation s'élevant à plus de 20%; le déficit des paiements courants s'est fortement élargi, pour atteindre plus de 5% du PIB, et la croissance de la production s'est inscrite en recul. En outre, le déficit financier des administrations publiques a dépassé 19% du PIB, ce qui a incité les autorités grecques à élaborer un budget d'austérité, qui a été approuvé par le Parlement en décembre.

Déséquilibres
en Grèce

Endettement de l'Etat, déficits budgétaires et investissements publics

Les situations budgétaires se sont généralement détériorées dans les pays industriels l'an dernier, la moyenne des emprunts nets passant de 1% à 1½% du PIB. Le mouvement de baisse conjoncturelle a constitué la principale cause de l'aggravation des soldes financiers aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Suède, en Finlande et ailleurs, la faiblesse des résultats

macro-économiques s'étant traduite par une réduction des recettes et un accroissement des dépenses. Des facteurs «structurels» expliquent cependant entièrement la détérioration du solde financier de l'Etat en Allemagne et ont également contribué à la dégradation de la situation budgétaire des Etats-Unis. En Allemagne, un léger excédent en 1989 a fait place à un déficit de plus de 3% du PIB, en raison surtout des coûts de l'unification, mais du fait aussi de l'application de la dernière phase du programme de réforme fiscale. Aux Etats-Unis, les dépenses destinées à couvrir les coûts de l'assurance des dépôts, y compris les décaissements liés aux établissements mis en règlement judiciaire et la fourniture de fonds de roulement à l'organisme fédéral «Resolution Trust Corporation», ont été estimées à plus de \$55 milliards pour l'exercice 1990, contribuant ainsi dans de fortes proportions au découvert du budget consolidé. Au Canada, les recettes inattendues dégagées par le vaste programme de réforme fiscale lancé en 1988 (réduction des taux d'imposition et élargissement de l'assiette de l'impôt sur les personnes physiques et les sociétés) ont apporté un soutien au solde financier des administrations publiques dans le contexte d'une économie en croissance ralentie.

Détérioration des situations budgétaires en 1990

Assainissement budgétaire et dette publique

La détérioration, l'an dernier, des finances publiques du groupe des pays industriels constitue le premier coup d'arrêt dans le processus d'assainissement budgétaire en cours depuis le milieu des années quatre-vingt. Grâce à la vigueur et à la durée de la reprise économique, le déficit financier global avait été ramené à environ 1% du PIB en moyenne en 1989 dans les pays industriels, niveau le plus bas depuis le début des années soixante-dix. Huit pays étaient parvenus à un équilibre ou avaient dégagé un excédent (Allemagne, Australie, Finlande, Japon, Norvège, Royaume-Uni, Suède et Suisse). Des revirements particulièrement spectaculaires ont été constatés depuis le début des années quatre-vingt en Suède, en Irlande et au Danemark, comme l'indique le graphique ci-contre. Bien que plus faible en termes relatifs, le recul du besoin de financement des administrations publiques américaines, revenu d'environ 3½% du PNB en 1986 à 1¾% en 1989, est sensible en valeur absolue. En revanche, les importants déficits budgétaires des Pays-Bas et de l'Italie n'ont guère été réduits, tandis que le besoin de financement de la Grèce enregistrait un nouveau record en 1989-90.

Efforts d'assainissement des finances publiques en longue période

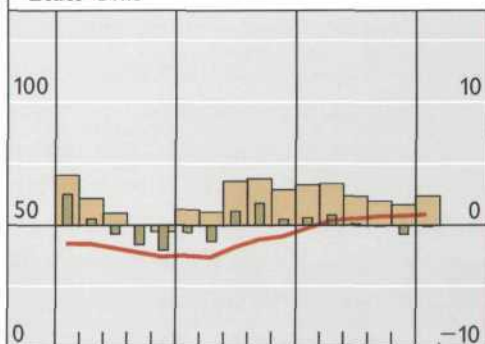
Les mesures de rééquilibrage des finances publiques ont permis de stabiliser ou de réduire les ratios endettement public/PNB dans la plupart des pays industriels. Si le niveau moyen de l'endettement public brut dans ces pays a fortement progressé à partir du milieu des années soixante-dix, pour culminer à environ 60% du PIB en 1987, il s'est toutefois inscrit en recul de quelque 2 points en 1990. La majorité d'entre eux étaient parvenus à stabiliser ou à abaisser leurs ratios d'endettement public en 1989. En Belgique et en Irlande, ils ont fléchi ces dernières années à partir d'un maximum de 135%. Des réductions considérables ont été opérées au Royaume-Uni, en Suède, au Danemark, en Irlande et, dans une moindre mesure, au Japon.

Endettement public brut et déficit des administrations publiques

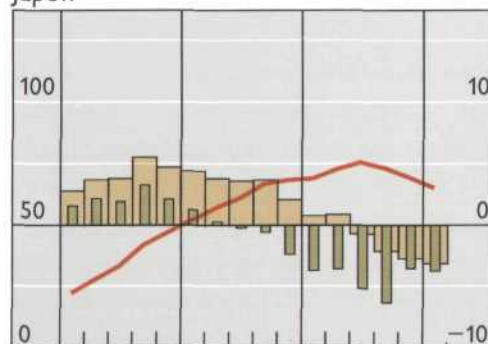
En % du PNB/PIB

- Endettement public brut (échelle de gauche)
- Déficit des administrations publiques (échelle de droite; - = excédent)
- Déficit primaire (échelle de droite; - = excédent)

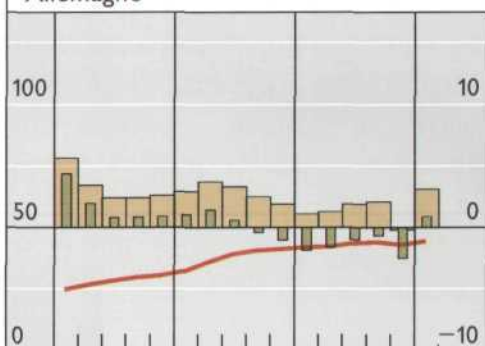
Etats-Unis



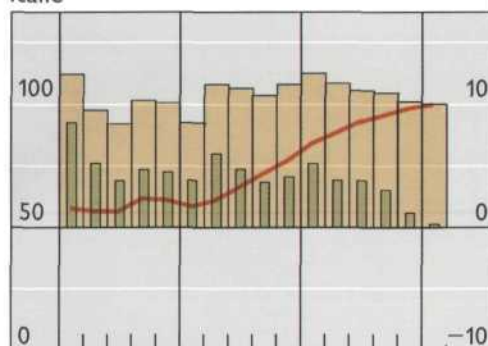
Japon



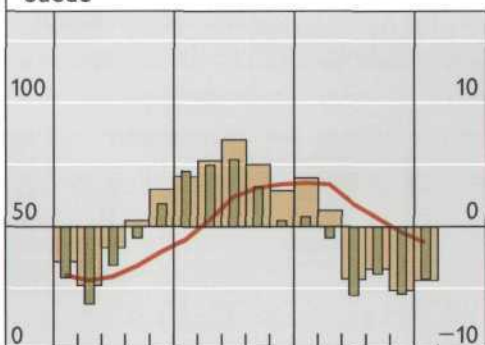
Allemagne



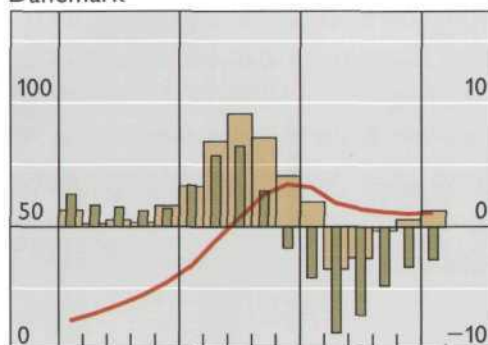
Italie



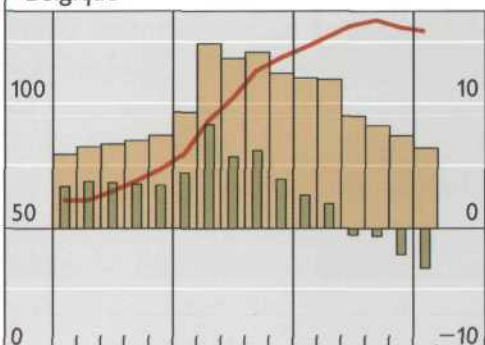
Suède



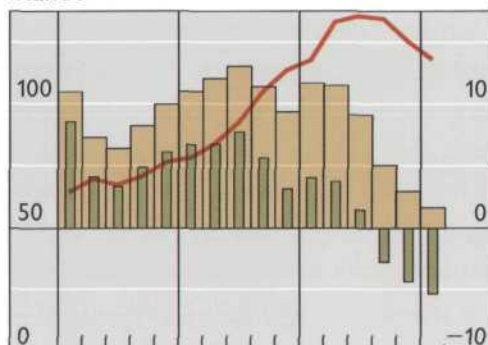
Danemark



Belgique



Irlande



Sources: OCDE et données nationales.

La hausse antérieure des ratios d'endettement public avait conduit à une augmentation cumulative des versements d'intérêts, voire à un effet «boule de neige», de nouveaux titres d'emprunt étant émis pour couvrir la charge d'intérêts de la dette existante, d'où un accroissement supplémentaire du fardeau de l'endettement. Cet alourdissement a provoqué à son tour une hausse des dépenses publiques totales, avec, comme conséquence, une «éviction» effective de certaines dépenses discrétionnaires, étant donné que les gouvernements s'efforçaient de limiter les relèvements d'impôts pour des raisons d'efficacité et de compétitivité. De plus, l'accroissement des recettes fiscales dues à l'inflation s'est fortement réduit dans l'environnement de faible hausse des prix qui a prévalu pendant la plus grande partie des années quatre-vingt. Enfin, les taux d'intérêt réels élevés durant cette période ont augmenté le coût du service de la dette.

Augmentation
des versements
d'intérêts

Par suite de ces évolutions, la marge de manœuvre pour agir sur la structure, la composition et l'échelonnement dans le temps des dépenses s'est trouvée réduite. La part des versements d'intérêts sur l'endettement public net en pourcentage de la dépense totale s'est élevée à 6½% dans les pays industriels l'an dernier, soit un chiffre à peine inférieur au maximum de 1985-86. En Italie, en Belgique et en Grèce, ce ratio s'est situé entre 18 et 21%. Aux Etats-Unis, les versements d'intérêts nets ont représenté environ 7% des dépenses des administrations publiques, mais près de 15% des dépenses fédérales.

Pressions
sur les dépenses
publiques

Le processus d'assainissement budgétaire a finalement permis d'enrayer la progression rapide des versements d'intérêts dans la plupart des pays industriels. Cette tâche a toutefois été rendue beaucoup plus difficile en raison de l'accumulation antérieure de dettes publiques. Le solde primaire du budget (hors versements d'intérêts) a été considérablement réduit dans la majorité d'entre eux, comme l'indique le graphique de la page précédente, et a reflété la nécessité d'opérer de sévères compressions pour parvenir à un abaissement même limité du besoin de financement public global. Les pays industriels ont généralement dégagé des excédents budgétaires primaires l'an dernier: le Japon (plus de 3% du PIB), l'Australie, la Belgique et la Suède (4% ou plus) et l'Irlande (plus de 5%).

Accroissement
de l'endettement
public

Les contraintes de la politique budgétaire

L'utilité d'un assainissement des finances publiques à moyen terme et d'une réduction du niveau de l'endettement public est parfaitement illustrée par l'évolution actuelle. Grâce à la consolidation budgétaire effectuée tout au long des années quatre-vingt, la République fédérale d'Allemagne était bien placée, du point de vue des finances publiques, pour absorber les énormes coûts liés à l'unification l'an dernier. Compte tenu de la situation budgétaire sensiblement équilibrée en début d'année, la forte progression des dépenses n'a pas donné lieu à des difficultés majeures de financement et les taux d'intérêt à plus long terme sont généralement demeurés stables après la vive poussée initiale de février 1990. Le besoin de financement de l'Etat, évalué à environ 3-4% du PIB, équivaut, grosso modo, à celui du début des années

quatre-vingt tout en étant inférieur au déficit de 5½% enregistré en 1975. De même, l'assainissement budgétaire au Royaume-Uni au cours de la dernière décennie a permis de dégager un excédent financier des administrations publiques en 1988-90. Grâce à cette position de départ favorable, le gouvernement britannique a pu, en mars 1991, présenter un budget comportant un accroissement sensible du besoin de financement du secteur public, qui atteindra 1% du PIB au cours de l'exercice 1991-92 et 2% en 1992-93, confortant ainsi la demande intérieure durant la récession.

Contraintes
imposées
à la politique
budgétaire
anticyclique

Le recours à une politique budgétaire discrétionnaire à des fins anticycliques, c'est-à-dire des modifications explicites des impôts et des dépenses en vue d'atténuer les fluctuations conjoncturelles, est généralement passé de mode au cours des années quatre-vingt. Cet abandon a été dû notamment aux doutes grandissants sur l'aptitude des gouvernements à influencer la demande globale de façon précise et opportune pour contrer les variations conjoncturelles de l'activité. Il est également attribuable, cependant, aux contraintes imposées par l'endettement croissant et l'accumulation de déficits budgétaires structurels élevés. Ainsi, les stabilisateurs automatiques devraient concourir à tempérer quelque peu le fléchissement de l'activité aux Etats-Unis et au Canada, mais il est probable, en fait, que leur action soit en partie annihilée par les éléments discrétionnaires de la politique budgétaire. En d'autres termes, les mesures récentes de relèvement des impôts et des taxes sur la consommation et de freinage des dépenses auraient un effet restrictif sur l'activité cette année en l'absence des stabilisateurs automatiques.

Lourde tâche
pour la politique
monétaire

D'une manière plus générale, l'accroissement de la dette publique dans de nombreux pays pendant plus d'une décennie a limité la marge de manœuvre pour une action budgétaire anticyclique et placé le fardeau de la politique discrétionnaire sur les autorités monétaires. Ce problème est amplifié dans maints pays, notamment en Belgique, en Italie et aux Pays-Bas, par le fait que les progrès réalisés à ce jour dans le rééquilibrage des finances publiques sont essentiellement dus à une situation conjoncturelle favorable («dividendes de la croissance») et pourraient facilement être effacés par une contraction cyclique de l'activité. En outre, les pays fortement endettés sont particulièrement vulnérables aux relèvements des taux d'intérêt, qui se traduisent par un accroissement du coût du service de la dette et aggravent la situation financière de l'Etat.

Composition des dépenses et des investissements publics

Forte progression
des transferts
publics et
des versements
d'intérêts

La composition des dépenses publiques dans les grands pays industriels a été principalement influencée par l'expansion des transferts courants (hors intérêts), comme l'indique le tableau de la page 34. Dans ces pays, le montant total moyen des décaissements de l'Etat (en pourcentage du PIB) a augmenté de plus de 9 points entre les années soixante et quatre-vingt – soit une hausse de 6 points des transferts hors intérêts, de 2½ points des versements d'intérêts bruts et de ½ point pour la consommation. Les dépenses d'investissement de l'Etat ont, en revanche, baissé. La modicité de l'augmentation moyenne enregistrée pour la consommation publique

Structure des dépenses des administrations publiques dans les principaux pays industriels

Pays et période	Total	dont						Pour mémoire	
		Consom- mation	Investissement		Trans- ferts	Intérêt ¹		Capacité de finan- cement	Épargne nette ²
			brut	net		brut	net		
en % du PNB									
Etats-Unis									
1960-69	29,0	17,6	2,9	1,6	6,6	1,9	1,5	- 0,4	0,7
1970-79	32,2	17,7	2,0	0,6	10,1	2,4	1,7	- 1,2	-1,0
1980-89	35,8	17,9	1,6	0,3	11,8	4,5	3,1	- 3,4	-3,3
Variation ³	6,8	0,3	-1,3	-1,3	5,2	2,6	1,6	- 3,0	-4,0
Japon									
1960-69	18,4	7,9	4,8	4,3	5,3	0,5	-0,2	1,0	5,8
1970-79	25,2	9,0	6,2	5,7	8,7	1,3	0,1	- 1,7	4,4
1980-89	33,0	9,7	6,3	5,7	12,9	4,1	1,4	- 1,4	4,4
Variation ³	14,6	1,8	1,5	1,4	7,6	3,6	1,6	- 2,4	-1,4
Allemagne									
1960-69	36,7	15,0	5,8	5,4	15,2	0,7	-0,6	0,7	5,8
1970-79	45,0	18,6	6,0	5,5	19,1	1,2	0,3	- 1,7	3,3
1980-89	47,7	19,8	4,4	3,7	20,8	2,7	1,2	- 2,0	1,3
Variation ³	11,0	4,8	-1,4	-1,7	5,6	2,0	1,8	- 2,7	-4,5
France									
1960-69 ⁴	38,0	13,1	4,8	4,1	18,9	1,2	0,4	0,4	4,1
1970-79	42,1	16,0	4,9	3,7	20,1	1,1	0,0	- 0,4	2,4
1980-89	51,4	19,0	4,5	2,7	25,5	2,5	1,3	- 2,1	-0,4
Variation ³	13,4	5,9	-0,3	-1,4	6,6	1,3	0,9	- 2,5	-4,5
Royaume-Uni									
1960-69	35,4	16,8	4,5	3,5	10,1	3,9	2,5	- 1,0	2,5
1970-79	42,5	19,4	5,6	4,4	13,5	4,0	2,1	- 2,6	1,3
1980-89	45,1	20,9	3,2	2,0	16,5	4,5	2,5	- 2,4	-0,7
Variation ³	9,7	4,1	-1,3	-1,5	6,4	0,6	0,0	- 1,4	-3,2
Italie									
1960-69 ⁴	32,5	13,9	3,9	3,6	13,2	1,4	0,9	- 2,0	1,3
1970-79 ⁴	40,8	15,3	4,3	4,0	17,4	3,7	2,8	- 7,8	-4,1
1980-89	49,5	16,4	5,1	4,8	20,4	7,6	6,9	-11,1	-6,7
Variation ³	17,0	2,5	1,2	1,2	7,2	6,2	6,0	- 9,1	-8,0
Canada									
1960-69	30,8	15,5	4,3	3,0	8,0	3,1	1,1	- 0,4	2,3
1970-79	38,6	19,3	3,7	2,3	11,4	4,2	0,0	- 0,9	1,3
1980-89	46,5	20,4	3,3	1,8	14,8	8,0	1,9	- 4,8	-3,0
Variation ³	15,7	4,9	-1,0	-1,2	6,8	4,9	0,8	- 4,4	-5,3
Moyenne ⁵									
1960-69	30,5	16,0	3,7	2,7	9,0	1,8	1,2	- 0,3	2,0
1970-79	35,2	16,4	3,9	2,8	12,7	2,2	1,1	- 1,7	0,7
1980-89	39,6	16,4	3,6	2,6	15,1	4,4	2,5	- 3,2	-0,8
Variation ³	9,1	0,4	-0,1	-0,1	6,1	2,6	1,3	- 2,9	-2,8

Remarque: les chiffres de 1989 sont en partie estimés.

¹ Revenu de la propriété et de l'entreprise. ² A l'exclusion des transferts nets en capital. ³ Variation entre les années soixante et quatre-vingt. ⁴ Chiffres obtenus à partir de l'ancien système de la comptabilité nationale. ⁵ Calculs effectués sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1963 pour 1960-69, de 1975 pour 1970-79 et de 1988 pour 1980-89.

Source: OCDE.

s'explique en partie par le poids plus important du PIB du Japon au cours de la dernière période – le niveau de la consommation publique de ce pays est en effet le plus bas en pourcentage du PIB de tous les grands pays industriels – et, en partie, par la faible progression aux Etats-Unis ($\frac{1}{4}$ point seulement entre les deux périodes).

Recul de l'investissement public

L'investissement public net (sous forme de routes, ponts, aéroports, etc.) est revenu à $2\frac{1}{2}\%$ seulement du PIB au cours des années quatre-vingt, les Etats-Unis ayant investi le moins ($\frac{1}{4}\%$) et le Japon le plus ($5\frac{3}{4}\%$) parmi les grands pays industriels. Aux Etats-Unis, en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et au Canada, il s'est contracté de plus de 1% du PIB entre les années soixante et quatre-vingt. Le poids nettement plus important du PIB du Japon au cours de la dernière période et l'accroissement de l'investissement public dans ce pays ont compensé en partie, dans le chiffre moyen, l'incidence des baisses enregistrées dans les autres pays industriels.

Détérioration des infrastructures publiques

Dans leurs efforts de rééquilibrage des finances publiques, les gouvernements ont pu réduire plus facilement les programmes discrétionnaires d'investissement que les transferts et, dans une moindre mesure, la consommation publique (qui représente, pour une large part, les salaires et traitements des employés de l'Etat). La contraction de l'investissement public reflète également l'achèvement d'importantes infrastructures dans de nombreux pays industriels, dans certains cas la fin de la période de reconstruction de l'après-guerre, et une évaluation plus critique des taux de rentabilité dans ce domaine. Le Japon, en revanche, continue d'investir massivement dans des équipements collectifs, du fait du sous-développement relatif de quelques secteurs par rapport à la plupart des autres pays industriels et également à cause des sollicitations croissantes auxquelles est soumise l'infrastructure existante. Il n'en demeure pas moins qu'une détérioration s'est clairement manifestée aux Etats-Unis à cet égard au cours de la décennie écoulée, le problème étant concentré sur les grandes villes et rendu plus complexe par le chevauchement de différents niveaux de responsabilités. Des préoccupations semblables au sujet de la modicité de l'investissement public ont en outre été exprimées dans plusieurs autres pays, notamment au Royaume-Uni et en Belgique.

Pour établir les priorités en matière de dépenses publiques, les autorités doivent tenir compte de l'incidence bénéfique de ces investissements sur la croissance. L'expérience révèle l'existence d'un lien entre l'investissement dans les infrastructures publiques de base (routes, transports publics, aéroports, approvisionnement en eau, systèmes sanitaires, distribution d'électricité et de gaz, etc.) et la croissance économique, à la fois sur le plan régional et international, en raison notamment de ses effets sur la productivité du secteur privé. L'effondrement de celle-ci aux Etats-Unis a été attribué en grande partie à la faiblesse de l'investissement public. Dans les régions qui privilégient les investissements en équipements collectifs, l'expansion de la production, de la productivité et de l'emploi est généralement supérieure. L'investissement public stimule souvent l'accroissement de la production en fournissant une base de développement à l'investissement privé.

Épargne dans les pays industriels et demande mondiale de capitaux

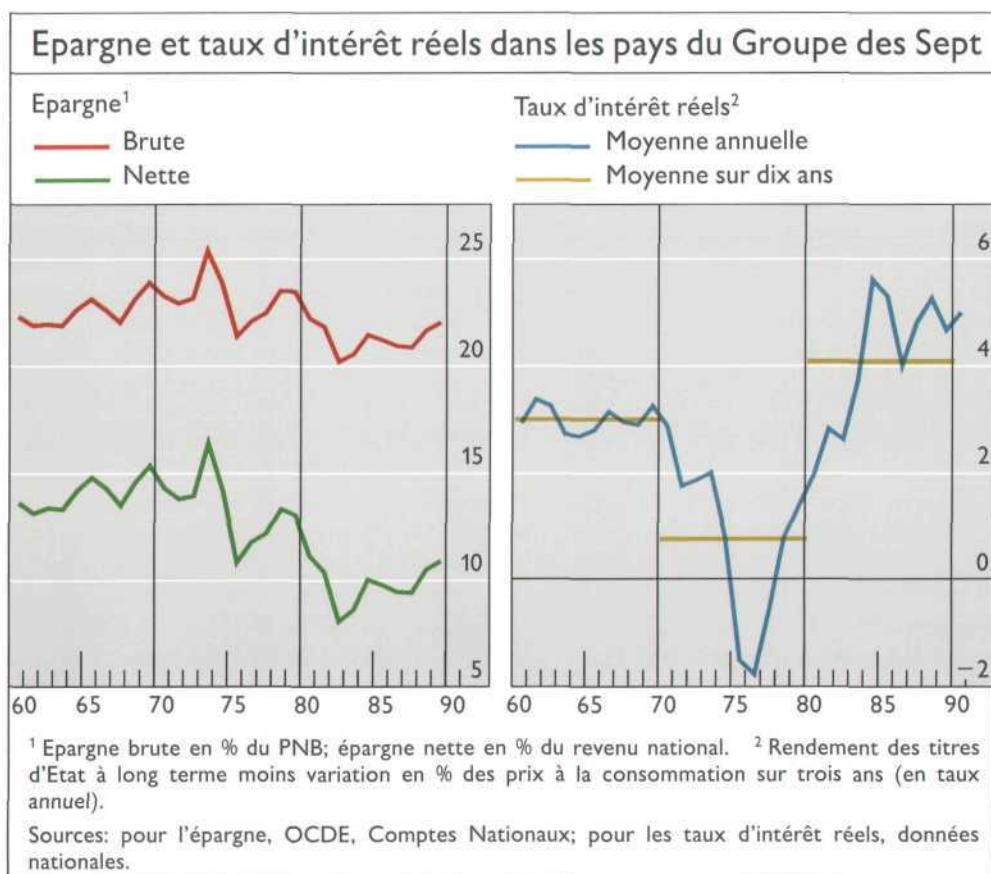
L'épargne nationale nette en pourcentage du revenu national a diminué, comme le montre le graphique de la page 37, de près de 4 points entre les années soixante et quatre-vingt dans les principaux pays industriels. Des préoccupations sont ainsi apparues quant à l'éventualité d'une «pénurie» d'épargne à l'échelle mondiale pour satisfaire une forte demande potentielle: nouveaux investissements en biens d'équipement dans les pays d'Europe de l'Est, reconstruction des infrastructures endommagées par la guerre dans le golfe Persique et besoins constants des pays en développement. Le financement d'un tel surcroît de demande d'investissement nécessiterait une expansion de l'épargne mondiale à moyen terme et le transfert net de ressources des pays industriels vers d'autres régions, c'est-à-dire un renversement de la tendance observée pendant la dernière décennie. Aux sorties nettes de capitaux des grands pays industriels (épargne nationale nette moins formation nette de capital), qui avaient atteint respectivement 0,6% et 0,2% en moyenne du revenu annuel au cours des années soixante et soixante-dix, ont succédé des entrées nettes moyennes de 0,3% durant les années quatre-vingt.

Pénurie
d'épargne à
l'échelle mondiale

L'épargne nationale nette s'est légèrement redressée ces dernières années, mais la persistance de taux d'intérêt à long terme réels élevés par rapport aux périodes précédentes souligne la pression continue exercée par la demande de fonds disponibles à des fins d'investissement. Dans les principaux pays industriels, les taux d'intérêt réels ont atteint, comme indiqué dans le graphique, environ 5% en moyenne l'an dernier et plus de 4% au cours des années quatre-vingt. Le taux réel moyen à long terme s'établissait à quelque 3% pendant les années soixante et à moins de 1% durant les années soixante-dix. Il est difficile d'évaluer de façon précise l'incidence de l'épargne nationale sur l'évolution des taux d'intérêt réels à long terme, du fait en partie que les «taux longs» sont généralement mesurés sur les marchés obligataires et non à l'aide d'une vaste gamme d'actifs financiers et réels. Il n'en demeure pas moins que la persistance de niveaux pratiquement sans précédent de taux d'intérêt réels, d'après la plupart des méthodes de mesure, donne à penser qu'elle est due pour une large part à des facteurs fondamentaux à plus long terme, comme par exemple le déséquilibre épargne/investissement.

Persistance de
taux d'intérêt
réels élevés

Dans l'immédiat, l'épargne mondiale ne sera sans doute pas fortement sollicitée par les pays d'Europe de l'Est (à l'exception de la partie orientale de l'Allemagne) et les pays en développement. La transformation indispensable des anciennes économies à planification centralisée prendra du temps et la fourniture d'un volume abondant d'investissements privés étrangers ainsi que l'accès massif aux marchés financiers dépendront de la mise en œuvre de programmes crédibles de réformes. Une reprise de grande ampleur des prêts privés des pays industriels aux pays en développement est également peu probable aussi longtemps, tout au moins, que la persistance d'un endettement excessif demeurera un problème majeur. De plus,



la pression de la demande d'épargne sera atténuée cette année par le ralentissement de l'activité économique dans les pays industriels, une contraction de l'investissement et une progression de l'épargne de précaution caractérisant généralement ce stade du cycle conjoncturel.

Demande
d'investissement

Il est toutefois probable qu'à moyen terme la demande d'épargne aille en augmentant à l'échelle mondiale. Les possibilités d'investissement s'accroîtront sans doute rapidement si le processus de réformes dans les anciennes économies à planification centralisée progresse de manière tangible. Les perspectives d'investissement pourraient également s'améliorer dans un grand nombre de pays en développement si les politiques mises en œuvre s'inspiraient davantage des expériences plus probantes réalisées dans d'autres pays. En outre, lors du redémarrage de l'activité dans les pays industriels et de l'accroissement de l'utilisation des ressources, les marchés du crédit seront soumis à de plus fortes sollicitations. Dans ces conditions, les mesures d'encouragement à l'épargne dans le monde industriel doivent être considérées comme un objectif souhaitable.

Le recul de l'épargne publique

Contraction
de l'épargne
nationale

Les taux moyens d'épargne nationale sur trois décennies, exprimés en pourcentage du revenu national et ventilés en composantes publiques et privées, sont indiqués dans le tableau de la page 38 pour les principaux pays industriels. La contraction de l'épargne nationale nette entre 1960–69 et 1980–89 est évidente dans tous ces pays, le recul le plus prononcé étant enregistré en Allemagne (8¼ points) et le plus faible au Canada (1½ point).

Epargne nationale dans les principaux pays industriels							
Pays et période	Epargne nationale brute ¹	Epargne nationale nette	dont				Pour mémoire: capacité de financement des administrations publiques ¹
			Publique ²	Privée			
				Total	Ménages	Entreprises ³	
en % du revenu national							
Etats-Unis							
1960-69	19,7	10,8	0,8	10,0	6,2	3,8	- 0,4
1970-79	19,4	9,1	-1,2	10,3	7,6	2,6	- 1,2
1980-89	16,3	4,0	-3,8	7,8	6,0	1,9	- 3,4
Japon							
1960-69	34,5	25,2	6,6	18,6	11,9	6,6	1,0
1970-79	35,3	25,6	5,0	20,6	16,5	4,1	- 1,7
1980-89	31,6	20,9	5,1	15,7	13,1	2,6	- 1,4
Allemagne							
1960-69	27,3	19,9	6,3	13,5	7,6	6,0	0,7
1970-79	24,3	15,2	3,7	11,5	9,7	1,7	- 1,7
1980-89	22,5	11,6	1,5	10,1	8,9	1,2	- 2,0
France							
1960-69 ⁴	24,7	16,6	4,6	12,1	9,4	2,7	0,4
1970-79	25,8	17,0	2,7	14,4	11,9	2,5	- 0,4
1980-89	20,4	8,9	-0,4	9,3	7,9	1,4	- 2,1
Royaume-Uni							
1960-69	18,4	10,9	2,7	8,2	4,3	3,9	- 1,0
1970-79	17,9	8,3	1,4	6,8	4,3	2,5	- 2,6
1980-89	16,6	5,5	-0,8	6,3	3,7	2,6	- 2,4
Italie							
1960-69 ⁴	24,2	17,6	1,4	16,2	14,1	2,0	- 2,0
1970-79 ⁴	22,3	14,4	-4,6	19,0	18,9	0,1	- 7,8
1980-89	21,9	11,0	-7,7	18,7	15,9	2,8	-11,1
Canada							
1960-69	21,9	11,3	2,6	8,7	4,0	4,8	- 0,4
1970-79	22,9	13,1	1,4	11,7	6,0	5,6	- 0,9
1980-89	20,7	9,9	-3,4	13,3	9,2	4,2	- 4,8
Moyenne ⁵							
1960-69	22,0	13,5	2,3	11,2	7,2	4,0	- 0,3
1970-79	23,2	13,5	0,8	12,7	10,0	2,7	- 1,7
1980-89	21,5	10,0	-0,9	10,9	8,8	2,1	- 3,2

¹ En % du PNB.
² Administrations publiques.
³ Y compris les entreprises publiques.
⁴ Chiffres obtenus à partir de l'ancien système de la comptabilité nationale.
⁵ Calculs effectués sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1963 pour 1960-69, de 1975 pour 1970-79 et de 1988 pour 1980-89.

Source: OCDE.

La diminution moyenne pour l'ensemble du groupe a été de 3½ points et aurait été sensiblement plus marquée si le poids du PIB au Japon avait été moins important durant la dernière période. Ce pays a connu de loin le taux d'épargne le plus élevé des années quatre-vingt, avec 21% du revenu national, les Etats-Unis fermant la marche avec 4%.

Désépargne
publique

La contraction de l'épargne publique nette, de 3¼ points, explique pour l'essentiel le recul de l'épargne nationale, la réduction de l'épargne privée intervenant pour environ ¼ point. Le fléchissement de l'épargne du secteur public (recettes courantes moins dépenses courantes) est dû en partie à la détérioration des soldes financiers globaux (recettes totales moins dépenses totales) et en partie à la contraction de la part des dépenses totales consacrées aux investissements, c'est-à-dire à une réorientation des dépenses en capital vers les dépenses courantes. Une désépargne publique est apparue aux Etats-Unis, en France, au Royaume-Uni, en Italie et au Canada durant la dernière décennie. Au cours des années soixante, en revanche, la plupart des pays industriels avaient enregistré une importante épargne publique nette et affectaient ces ressources à l'investissement public, alors que les besoins de financement de l'Etat demeuraient négligeables.

En principe, un recul de l'épargne publique ne devrait pas entraîner une baisse de l'épargne nationale si, en contrepartie, la contribution du secteur privé s'accroît. De fait, la forte progression de l'épargne des ménages durant les années soixante-dix a plus que compensé la réduction de l'épargne publique dans les principaux pays industriels. Pendant les années quatre-vingt, au contraire, l'épargne privée moyenne est retombée à 11% du revenu national, ce qui, ajouté à une contraction de l'épargne publique, a entraîné une régression sensible de l'épargne nationale.

Recul de l'épargne privée

Forte baisse de
l'épargne privée

Les taux d'épargne privée nette ont été légèrement plus faibles en moyenne pendant la dernière décennie qu'au cours des années soixante et sensiblement inférieurs aux niveaux des années soixante-dix. Des facteurs démographiques et des modifications dans la répartition du revenu ont probablement joué un rôle dans la baisse de l'épargne privée entre les années soixante-dix et quatre-vingt. Ainsi, l'accroissement de la proportion de personnes âgées dans la population, conjugué à une amélioration de leur situation économique, a entraîné une réduction de l'épargne globale. D'un côté, ces personnes ont tendance à économiser assez peu et à prélever sur le patrimoine existant durant leur retraite. La progression de cette catégorie d'âge dans la population de maints pays industriels – Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, Canada, Australie, Finlande, Pays-Bas, Norvège, Suède – entre les années soixante-dix et quatre-vingt est sans doute à l'origine du recul de la propension moyenne à épargner.

Facteurs
démographiques

D'un autre côté, la situation relative des personnes âgées en matière de revenus s'est améliorée du fait, en grande partie, de l'extension de la couverture et des prestations de sécurité sociale. Les dépenses publiques moyennes au titre des retraites ont fortement progressé dans la plupart des pays industriels durant les années quatre-vingt, représentant en moyenne 9% du PIB dans les plus grands pays, contre 7% au cours des années soixante-dix. En Suède, ces dépenses équivalaient à environ 5% du PIB au début des années soixante-dix et à près de 11% en 1985. Aux Etats-Unis, les

prestations de sécurité sociale dont bénéficient les personnes âgées s'élevaient en moyenne à 40% de leur revenu disponible par habitant en 1985 (contre 2% seulement en 1950). Il n'est donc pas surprenant que les revenus réels moyens des ménages de cette tranche d'âge aux Etats-Unis aient également progressé nettement plus vite que le revenu moyen de l'ensemble des ménages.

La contraction de l'épargne privée durant les années quatre-vingt peut aussi s'expliquer, notamment au Royaume-Uni, au Japon et aux Etats-Unis, par la montée en flèche des prix des actifs réels. Les plus-values inespérées tirées des actions, de l'immobilier, etc. ont pu amener des ménages à accroître leur consommation et réduire leur épargne à partir de leur revenu courant. Le boom des marchés boursiers dans tous les grands pays industriels durant les années quatre-vingt a donné lieu à d'importantes plus-values, et ce malgré les dégringolades d'octobre 1987 et 1989. Les indices des cours des actions en termes réels ont plus que triplé au Japon (+370%), plus que doublé en Italie, au Royaume-Uni et en France, et fortement progressé également aux Etats-Unis (+80%). En revanche, pendant les années soixante-dix, les cours des actions avaient fléchi de quelque 40% ou plus en termes réels aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni et en Italie, tandis qu'au Japon leur augmentation n'était que de 12½%. Bien que le calcul des plus-values nettes soit rendu plus complexe du fait des rachats d'actions et d'autres facteurs, les gains réels ont évolué de manière totalement différente durant les années quatre-vingt par rapport à la décennie précédente et ont pu favoriser une hausse de la part du revenu courant consacrée à la consommation.

Plus-values
boursières
et immobilières

L'essor des prix de l'immobilier (terrains, immobilier d'entreprise et logements) dans de nombreux pays ou régions a également contribué de manière notable à la valorisation du patrimoine des ménages, ne serait-ce qu'à cause de la part importante qu'il représente dans le total des actifs détenus (ainsi, plus de 60% des logements sont occupés par leurs propriétaires aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, en Italie, en Espagne et dans plusieurs autres pays industriels). Pendant les années quatre-vingt, la hausse réelle des prix du logement a été d'environ 60% au Royaume-Uni, de 50% au Japon (évaluation fiscale des prix des terrains) et de 25% aux Etats-Unis. Par suite surtout de la réévaluation des actions et du logement, le ratio actif total net des ménages/PNB s'est accru de plus de 60% au Japon durant les années quatre-vingt, ce qui explique en partie le recul de l'épargne prélevée sur le revenu courant au cours de cette période (voir Chapitre VII).

La libéralisation et l'innovation des années quatre-vingt dans le domaine financier semblent également avoir entraîné une réduction de l'épargne privée, en facilitant l'accès au crédit à la consommation, en provoquant une hausse des prix des actifs réels et en encourageant la restructuration financière des entreprises (cessions de dette contre actions). Ainsi, compte tenu d'un recours plus aisé au crédit à la consommation, la nécessité d'une «épargne-objectif» apparaît moins impérieuse, ce qui permet aux jeunes ménages, en particulier, de s'endetter davantage que leurs prédécesseurs

Libéralisation
financière

pour l'achat des principaux biens durables. De surcroît, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Suède et dans un certain nombre d'autres pays, l'acquisition de biens de consommation peut désormais être financée par des prêts adossés à des hypothèques bénéficiant de conditions fiscales privilégiées. Il est possible que de tels prêts aient conduit aussi à une réduction de l'épargne en augmentant l'attrait de l'immobilier avec, comme conséquence, une montée des prix du logement et la réalisation de plus-values inattendues.

Restructuration
des entreprises

L'innovation financière a facilité la restructuration du secteur des entreprises, en particulier aux Etats-Unis durant les années quatre-vingt, en augmentant considérablement le degré d'endettement. Les restructurations ont été liées en grande partie à des opérations à effet de levier ainsi qu'au développement du marché des obligations de qualité inférieure. Les plus-values dont ont bénéficié les actionnaires existants dans le cadre de prises de contrôle et de désengagements expliqueraient dans une large mesure, selon une estimation, le recul du taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis pendant les années quatre-vingt.

Accroissement souhaitable de l'épargne nationale

Bien qu'il soit difficile de déterminer de façon précise le taux d'épargne «optimal», diverses indications montrent que les niveaux actuels sont peut-être trop bas. L'observation des faits donne à penser que le développement de l'épargne dans les pays industriels stimulerait la croissance à plus long terme. En outre, l'évolution démographique et l'insuffisance des taux d'investissement dans de nombreuses régions plaident en faveur d'un accroissement de l'épargne nationale.

Entraves fiscales
à l'épargne privée

L'épargne privée a été découragée dans un certain nombre de pays par diverses dispositions des régimes fiscaux en vigueur, souvent amplifiées par quelques-unes des évolutions, examinées ci-dessus, dans le secteur financier au cours des années quatre-vingt. Dans plusieurs pays, l'épargne est freinée par la double imposition du revenu du capital, au niveau des entreprises et des particuliers. Il est possible, en outre, que les taux marginaux élevés d'imposition des revenus d'intérêts nominaux exercent un effet dissuasif sur l'épargne. Les versements d'intérêts au titre des prêts hypothécaires, et souvent des crédits à la consommation, sont également déductibles du revenu imposable dans la plupart des pays industriels, d'où une incitation à emprunter ainsi qu'une distorsion dans la composition de l'investissement. Cette incitation est particulièrement forte lorsque les taux marginaux d'imposition sont élevés, comme par exemple dans les pays scandinaves. Là où les déductions fiscales sur le crédit aux ménages sont moins généreuses, l'épargne privée est en moyenne sensiblement plus abondante qu'ailleurs.

De plus, le recul de l'épargne nationale constitue peut-être un élément important dans l'amélioration plus lente du niveau de vie dans un certain nombre de pays industriels. Dans la partie supérieure du graphique de la page 43, l'évolution des taux moyens d'épargne nationale nette est rapportée à l'augmentation des salaires réels dans l'industrie de transformation

des principaux pays industriels en 1960–79 et 1980–89. La partie inférieure indique l'évolution de l'épargne nationale par rapport à l'augmentation du PNB/PIB en volume par habitant. Au cours des périodes marquées par une épargne relativement forte dans les divers pays, on constate généralement une croissance plus rapide des salaires réels et du revenu par habitant. Ainsi, l'épargne nationale nette en France a fléchi de moitié, s'établissant en moyenne à 18% (FR1) en 1960–79 et à 9% (FR2) en 1980–89, tandis que l'accroissement du revenu par habitant est tombé de 3¾% à quelque 1½%. Se conformant également à ce schéma, le Japon (JP2) a enregistré les taux de progression de l'épargne et des salaires réels les plus élevés, et les Etats-Unis (US2) les plus faibles, parmi les principaux pays industriels pendant les années quatre-vingt.

Faiblesse de l'épargne et ralentissement de la croissance

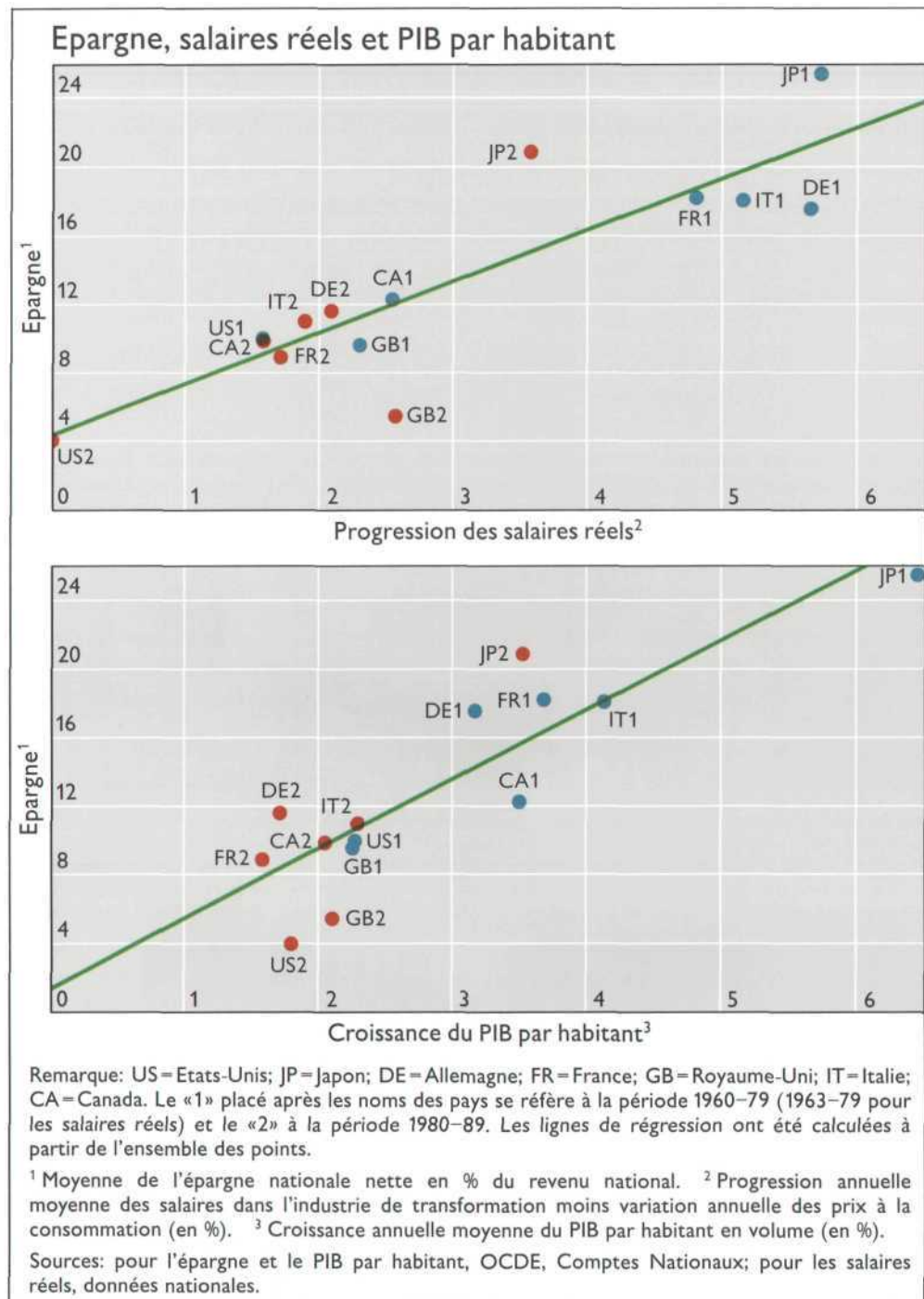
Il est difficile de déterminer avec précision les relations de cause à effet entre l'épargne, le revenu réel et les salaires réels, qui sont soumises à l'influence de nombreux facteurs. Quelques économistes soutiennent également qu'une épargne faible n'est que la conséquence d'un ralentissement de la croissance économique et qu'elle n'y contribue pas. En outre, un lien étroit entre l'épargne et la croissance semblerait incompatible avec le degré élevé de mobilité des capitaux constaté actuellement à l'échelle internationale, qui devrait en réalité dissocier l'épargne nationale de l'investissement et, donc, de la croissance.

Il n'en demeure pas moins que la plupart des données statistiques portent à croire que, sur de plus longues périodes, les taux d'épargne nationale et d'investissement sont étroitement liés, en dépit du léger affaiblissement de cette corrélation au cours de la dernière décennie. En outre, l'opinion suivant laquelle le recul de l'épargne nationale a joué un rôle important dans la détérioration des résultats économiques est corroborée par d'autres constatations. Ainsi, une étude estime qu'un taux d'épargne nationale nette de 10% (en pourcentage du revenu national) serait nécessaire aux Etats-Unis pour obtenir la trajectoire optimale d'expansion de la consommation (compte tenu de l'accroissement démographique et des modifications technologiques sous-jacentes), soit un chiffre nettement au-dessus de la moyenne de 4% enregistrée pendant les années quatre-vingt.

Détérioration des résultats économiques

Outre la demande d'investissement prévue à moyen terme en provenance de l'Europe de l'Est et l'accroissement souhaitable des transferts nets de ressources vers les pays en développement, l'augmentation attendue à plus long terme de la proportion des personnes âgées dans la population des pays industriels pourrait également exercer des pressions sur l'épargne mondiale. Etant donné que ce changement dans la structure démographique se produira sans doute plus rapidement au Japon, où l'épargne est forte, on peut s'attendre à une baisse encore plus importante de l'excédent des paiements courants de ce pays, ce qui limitera davantage cette source de capitaux pour les marchés financiers mondiaux. Dans ce contexte, les pressions qui s'exercent à l'échelle internationale sur le Japon pour l'amener à abaisser son taux d'épargne nationale semblent particulièrement déplacées.

Il y a donc tout lieu de se réjouir des nombreuses réformes structurelles adoptées récemment pour encourager l'épargne privée; il s'agit



Encouragement
souhaitable
à l'épargne privée

notamment de réduire la déductibilité fiscale des intérêts versés sur les crédits à la consommation des ménages (Etats-Unis) et d'accroître l'incitation à constituer, sur une base privée, des pensions de retraite (Australie, Etats-Unis, Japon et Royaume-Uni). A noter, cependant, que les aides spécifiques à l'encouragement de l'épargne privée n'ont rencontré qu'un succès mitigé dans le passé et sont souvent coûteuses en termes de pertes de recettes publiques.

Dans ces conditions, la meilleure manière de développer fortement l'épargne nationale consiste sans doute à accroître l'épargne publique. En effet, le recul de l'épargne depuis les années soixante est principalement

attribuable au fléchissement de l'épargne publique. Inverser cette tendance durant les années quatre-vingt-dix semblerait constituer le moyen le plus direct et le plus sûr pour parvenir à des résultats significatifs. C'est pourquoi les gouvernements des pays industriels devraient renforcer leurs efforts d'assainissement des finances publiques à moyen terme, à partir du moment, surtout, où une reprise de l'activité économique assurera une plus grande souplesse dans l'élaboration de la politique budgétaire.

Nécessité
d'accroître
l'épargne
publique

III. Evolution dans les autres pays

Faits saillants

Globalement, l'expansion moyenne de la production dans les économies nouvellement industrialisées (ENI) et les pays en développement a fléchi entre 1989 et 1990. Par ailleurs, sous l'effet des politiques d'ajustement internes et des chocs extérieurs – notamment d'importantes modifications des termes de l'échange et une croissance moins soutenue dans les pays industriels – les différences dans l'évolution de la croissance se sont nettement amplifiées entre les divers pays et groupes de pays. L'expansion de la production réelle s'est intensifiée au sein des pays en développement exportateurs de pétrole, du fait de l'augmentation de leurs revenus réels liée à la hausse des prix pétroliers; il en a été de même pour les ENI, mais en raison surtout des développements enregistrés en Corée du Sud.

En revanche, l'expansion de la production réelle a faibli dans le groupe des pays en développement non exportateurs de pétrole, sous l'effet de la détérioration des termes de l'échange et des politiques plus restrictives menées dans un certain nombre de pays. La situation est restée sombre en Afrique subsaharienne et le revenu réel par habitant a encore baissé en Amérique latine, du fait d'importants déséquilibres internes et d'un durcissement sensible des politiques budgétaires. A l'inverse, dans les pays d'Asie, la croissance de la production s'est accélérée, pour atteindre pratiquement 6%, malgré un ralentissement vers la fin de l'année et, dans quelques grands pays, une aggravation des déséquilibres financiers.

Le rythme moyen de l'inflation est monté à 240% pour l'ensemble des ENI et des pays en développement, presque entièrement sous l'effet de l'évolution en Amérique latine. Dans cette région, quatre pays ont enregistré des taux d'inflation à quatre chiffres, mais l'accélération a été générale. Malgré les résultats moins favorables enregistrés dans les ENI sur le front des prix, le groupe des pays d'Asie est parvenu à réduire l'inflation, grâce notamment à des subventions et à des politiques macro-économiques prudentes.

L'évolution des échanges commerciaux fait également apparaître des différences prononcées entre les pays et groupes de pays. L'excédent des ENI a nettement baissé, sous l'effet d'une détérioration des termes de l'échange et d'une forte progression de la demande intérieure, alors que les pays exportateurs de pétrole ont enregistré une hausse sensible de leurs recettes d'exportations. Ces dernières expliquent pour l'essentiel l'accroissement de l'excédent global du monde en développement, même si les pays en développement non producteurs de pétrole ont réussi à compenser en partie l'incidence de l'augmentation des prix pétroliers par une expansion en

volume de leurs exportations. L'excédent commercial du groupe des pays lourdement endettés à revenu intermédiaire, exportateurs de pétrole ou non, est resté dans l'ensemble inchangé. L'aggravation marquée constatée dans des pays comme le Brésil, le Pérou et les Philippines a été contrebalancée par des gains importants des pays exportateurs de pétrole, en particulier le Nigeria et le Venezuela.

En Europe de l'Est, plusieurs années de décélération progressive des rythmes de croissance ont fait place, l'an dernier, à des baisses effectives de la production. Dans les quatre pays les plus avancés dans la voie des réformes, cette évolution peut être considérée comme le prix à payer pour corriger les distorsions et déséquilibres antérieurs, tandis que dans d'autres elle traduit essentiellement les effets des pénuries sur fond de désintégration progressive du système économique.

L'an dernier a vu également une accélération sensible du rythme de l'inflation, en particulier dans les pays qui ont mis en place des réformes de grande ampleur. Ce phénomène a toutefois été atténué par des politiques macro-économiques restrictives complétées par des politiques des revenus, et les amples fluctuations des prix relatifs n'ont pas déclenché de spirale salaires-prix. L'inflation s'est aussi intensifiée dans les pays où les prix demeurent pour la plupart soumis à des contrôles et il se peut même que l'inflation sous-jacente se soit encore accrue. L'évolution récente, en effet, a été principalement caractérisée par une accentuation marquée des déséquilibres financiers, en raison surtout de l'aggravation des déficits budgétaires et de l'augmentation de l'épargne des ménages confrontés à des pénuries de biens de consommation.

Dans ces conditions, la réforme du secteur financier est appelée à jouer un rôle déterminant dans le processus de transition d'économies à planification centralisée vers des économies de marché: elle viendra compléter d'autres mesures et sera également une condition essentielle du maintien de la stabilité macro-économique. Presque tous les pays ont mis en place un système bancaire à deux niveaux et des marchés financiers ont vu le jour. Compte tenu, cependant, du caractère récent de ces changements, de nombreux problèmes demeurent. La plupart des banques présentent, en particulier, une structure de capital insuffisante et détiennent un volume important de prêts improductifs. Le marché est aussi très compartimenté et les taux d'intérêt réels sont toujours négatifs dans la majorité des cas. Enfin et surtout, leur capacité de maîtriser l'expansion des agrégats monétaires est limitée. Les déficits budgétaires sont monétisés et les banques commerciales n'ont pas encore de marge de manœuvre suffisante pour refuser des crédits aux entreprises.

Les économies nouvellement industrialisées et les pays en développement

L'environnement extérieur en 1990

La plupart des pays en développement, surtout les pays non exportateurs de pétrole, ont été exposés en 1990 à un environnement extérieur défavorable

Un environnement
défavorable...

Croissance du PIB dans les pays en développement et les ENI								
Pays et groupe de pays	1984-86 PIB en milliards de \$EU	1980-85 moyenne	1986	1987	1988	1989	1990	Moyenne 1980-90 par habitant
variation en %								
Afrique	250	1,6	3,3	1,5	3,1	2,4	2,7	-0,5
Nigeria	62	-2,3	3,2	1,8	4,1	4,0	5,2	-2,7
Pays subsahariens	109	2,3	3,3	1,9	2,0	1,6	1,6	-0,5
Moyen-Orient	488	0,7	-2,3	1,2	3,2	2,7	1,8	-2,4
Egypte	55	8,1	9,1	6,4	6,2	5,3	2,5	4,7
Asie	950	6,6	6,6	7,7	9,1	5,5	5,8	5,0
Chine	237	10,0	7,7	10,2	11,1	4,0	5,0	7,3
Inde	216	5,2	4,2	4,1	10,4	5,0	4,5	3,2
Indonésie	82	4,7	5,9	4,8	5,7	7,4	7,5	3,1
Malaisie	31	5,1	1,2	5,3	8,7	8,8	10,0	3,4
Philippines	32	-1,0	1,9	5,8	6,8	5,7	3,1	-0,7
Thaïlande	40	5,6	4,9	9,5	13,2	12,2	9,8	5,7
ENI	208	6,9	10,8	12,1	9,4	6,1	6,8	6,6
Amérique latine	732	0,7	3,7	2,8	1,0	1,2	-0,3	-0,9
Brésil	236	1,1	7,5	3,6	0,0	3,6	-4,6	-0,6
Mexique	163	1,9	-3,7	1,6	1,4	2,9	3,9	-0,6
Argentine	74	-2,2	5,6	2,5	-2,7	-4,6	-2,0	-2,6
Chili	17	-0,4	5,7	5,7	7,4	10,0	1,6	1,0
Pérou	22	-0,5	9,5	6,9	-8,8	-12,2	-5,0	-3,9
Venezuela	58	-1,3	6,5	3,6	5,8	-8,3	4,4	-2,3
Ensemble des pays*	2.420	3,0	3,6	4,3	4,9	3,3	2,8	1,2
* Calcul effectué sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1984-86.								
Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale; ONU, Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes; données nationales.								

à plusieurs égards. La production réelle moyenne a progressé moins vite qu'en 1989 (voir tableau ci-dessus), avec des différences marquées entre les exportateurs de pétrole, dont l'expansion s'est accélérée en termes réels, et les autres, où elle est tombée à 2¾%. En fait, bien que le choc pétrolier ait été cette fois beaucoup moins important qu'en 1973 et 1978-1980, ses conséquences ont été tout aussi graves.

... caractérisé par une forte dépendance vis-à-vis des importations de pétrole dans les ENI ...

Dans les ENI, l'industrialisation rapide et l'augmentation sensible de l'utilisation de véhicules automobiles ont fait progresser la consommation d'énergie par habitant de plus de 50% entre 1980 et 1988 (voir tableau de la page 48). En outre, même si au cours de ces années la consommation de pétrole par unité produite et l'importance du pétrole dans l'utilisation globale d'énergie ont baissé, la part des importations dans la consommation énergétique et la dépendance vis-à-vis du pétrole ont été beaucoup plus élevées que dans les pays industrialisés. Le renchérissement du pétrole s'est produit, en outre, à un moment où les résultats à l'exportation se détérioraient en raison des effets différés de la forte appréciation des taux de change réels.

Les autres pays non exportateurs de pétrole se sont trouvés pour la

Evolution de la consommation d'énergie et de pétrole dans certains pays et groupes de pays							
Pays et groupe de pays	Consommation d'énergie ¹		Consommation de pétrole par unité produite	Consommation de pétrole	Importations nettes	Consommation d'énergie	
	par habitant	par unité produite				par habitant 1988 ²	par unité produite ³
	variation en %, taux annuel 1980-88							en % de la consommation d'énergie en 1988
Afrique	-2,0	1,4	0,0	59,8	-195,6	149	0,3
Côte-d'Ivoire	-3,3	1,5	1,6	81,0	56,3	129	0,2
Ghâna	-0,3	1,4	1,8	43,4	46,2	130	0,2
Kenya	-6,2	-5,3	-7,3	73,3	86,9	105	0,3
Zimbabwe	0,6	0,1	0,5	16,5	28,0	495	0,7
Amérique latine	0,0	0,8	-0,5	57,6	- 28,5	958	0,5
Brésil	0,2	0,5	-1,6	50,7	31,3	845	0,5
Chili	0,6	0,2	-0,8	53,8	45,3	820	0,5
Costa Rica	-1,4	0,0	-1,2	71,7	77,6	350	0,2
Cuba	0,4	-3,7	-3,5	98,8	97,9	1.088	0,7
Uruguay	-4,3	-3,4	-2,9	67,7	71,2	768	0,3
Asie	2,7	-1,1	-3,6	28,6	4,2	369	1,0
Inde	6,0	2,5	1,2	32,0	12,9	201	0,6
Pakistan	3,5	0,7	1,8	38,8	32,2	220	0,6
Philippines	-3,9	-2,4	-4,8	70,3	83,0	233	0,4
Thaïlande	5,4	0,4	-3,9	66,3	53,6	400	0,4
ENI	4,9	-1,8	-4,5	52,8	86,6	1.896	0,5
OCDE Europe	0,3	-1,3	-3,6	43,5	40,2	3.234	0,4

¹ Besoins d'énergie primaire, en tonnes d'équivalent pétrole. ² En kilogrammes. ³ Ratio besoins énergétiques globaux en 1985/PIB moyen de 1984-86 en dollars EU.

Sources: ONU, Annuaire des statistiques de l'énergie; OCDE/AIE, Bilans énergétiques des pays de l'OCDE et Statistiques et bilans énergétiques mondiaux; Annual Oil Report.

plupart dans une position encore plus difficile pour lutter contre les répercussions de la hausse des prix pétroliers. En Amérique latine et dans les pays subsahariens, le revenu réel par habitant a été, l'an dernier, nettement inférieur au niveau de 1980 et, pour cause d'embargo, plusieurs pays du Moyen-Orient et d'Asie, en particulier, ont vu chuter leurs exportations et les transferts de fonds des salariés employés à l'étranger. En outre, le retour chez eux des travailleurs migrants a aggravé un problème de chômage déjà sérieux. Enfin, les moyens de faciliter l'ajustement à ce choc par des emprunts à l'étranger ont été limités. De fait, l'an passé, les réserves de change de certains des pays les plus touchés par cette crise sont tombées à des niveaux dangereusement bas.

La crise pétrolière n'a pas été, cependant, le seul facteur défavorable. Tout d'abord, avec un certain nombre d'économies industrielles montrant clairement des signes de récession, l'expansion potentielle des marchés d'exportation pour les pays en développement s'est sensiblement ralentie. Ensuite, les cours des produits de base non pétroliers ont fléchi de manière significative, tandis que les prix à l'importation enregistraient une hausse

... et une faible résistance aux chocs extérieurs dans les autres pays

Autres facteurs défavorables:

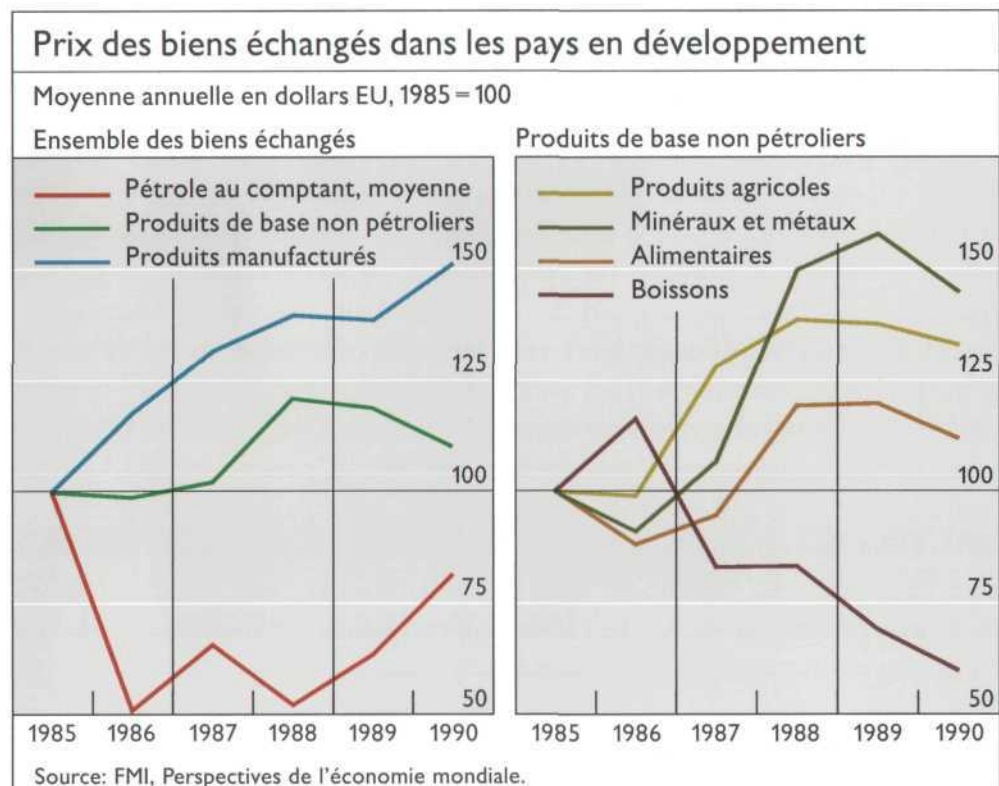
prononcée, obligeant ainsi les pays tributaires des exportations de produits de base non pétroliers à freiner la progression de leurs importations. Enfin, malgré une légère baisse des taux d'intérêt dans le monde, les obligations du service de la dette se sont maintenues à des niveaux élevés.

l'expansion
limitée des
exportations ...

Le ralentissement de la croissance du PIB dans les pays industriels a eu pour effet de ramener l'expansion de leurs importations de 7½% en 1989 à 6% en 1990 et a contribué au fléchissement déjà amorcé de l'activité économique dans le monde en développement. Certains pays d'Amérique latine, en particulier, ont connu une décélération brutale de la progression de leurs ventes à l'étranger, les deux régions qui représentent la moitié de leurs marchés d'exportation – les Etats-Unis et leur propre zone – ayant enregistré une quasi-interruption de la croissance de leurs importations. En revanche, le dynamisme affiché par les marchés d'exportation des pays en développement d'Asie ne s'est pas démenti. Si le marché des Etats-Unis n'a que faiblement progressé, deux marchés tout aussi importants, le Japon et la région asiatique elle-même, ont continué à croître fortement.

... et la baisse
des cours des
produits de base

Si le manque de vigueur de l'activité économique mondiale a limité le potentiel d'expansion des exportations des pays en développement en termes de volume, il a également contribué au fléchissement des cours des produits de base non pétroliers, qui avaient déjà souffert des excédents au niveau de l'offre sur plusieurs marchés. Après une baisse de près de 2% en 1989, leurs cours en dollars ont chuté de 7½% en 1990 (voir graphique ci-dessous). Alors qu'en 1989 les cours des boissons tropicales avaient représenté l'essentiel de la baisse globale des prix, en 1990 la tendance a été générale. Cette fois encore, le recul le plus prononcé (13% environ) a concerné les boissons, les stocks accumulés pendant les années précédentes



continuant d'être déversés sur des marchés mondiaux anémiques. Le gonflement des stocks, de même que l'accroissement des capacités de production qui avait accompagné le boom de 1987-89 sur les métaux, a entraîné un repli moyen de 8½% des cours des métaux et minéraux. L'expansion de la production alimentaire, stimulée en partie par l'évolution plus dynamique des prix en 1989 ainsi que par la remontée des rendements, dont les niveaux avaient été affectés par des périodes de sécheresse, a entraîné une correction à la baisse de 6½% du cours mondial des denrées alimentaires. L'offre et la demande de produits agricoles ont été un peu mieux équilibrées, les cours ayant perdu 3½% en 1990. En revanche, les prix du pétrole sur le marché libre ont augmenté en moyenne de près de 30%, contre 21% en 1989, tandis que le mouvement ascendant des prix des biens manufacturés reprenait l'an dernier (+9%), après s'être brièvement interrompu en 1989.

Les économies nouvellement industrialisées

Après une baisse déjà significative en 1989, l'excédent commercial des ENI d'Asie s'est contracté de près de \$10 milliards, à \$9 milliards seulement en 1990 (voir tableau de la page 56). Comme en 1989, la détérioration a été particulièrement prononcée en *Corée du Sud*, où les échanges commerciaux, après avoir été nettement excédentaires, ont accusé un déficit de \$2 milliards. A *Taiwan* également, la position de la balance commerciale s'est sensiblement affaiblie, mais l'excédent dégagé est resté important. En revanche, le solde commercial de *Singapour* s'est dégradé modérément, tandis que celui de *Hong Kong* est devenu déficitaire sous l'effet des pressions inflationnistes et de la lenteur de l'expansion des importations en Chine.

Détérioration
des soldes
commerciaux
et ...

Les moins bons résultats du commerce extérieur de *Taiwan* et de la *Corée du Sud* sont dus à la conjonction de quatre facteurs. Premièrement, leur dépendance élevée vis-à-vis des importations de pétrole les a rendus particulièrement vulnérables au relèvement des prix pétroliers au second semestre de 1990 et la hausse des prix à l'importation s'est accrue de plus de 8%. Deuxièmement, le ralentissement de la croissance de l'activité et de la demande aux Etats-Unis a porté un coup très dur au dynamisme de leur principal marché d'exportation. Troisièmement, l'appréciation en termes réels de leur monnaie, surtout à l'égard de leur premier concurrent, le Japon, a continué d'affecter leurs résultats à l'exportation, de sorte que la progression du volume de leurs ventes à l'étranger est tombée en dessous de 3%. Depuis le raffermissement du yen à compter du milieu de 1990, leur compétitivité extérieure s'est cependant quelque peu améliorée, ce qui devrait concourir à stimuler la croissance de leurs exportations nettes en 1991. Enfin, en raison de la vigueur de la demande intérieure, le rythme d'accroissement du volume de leurs importations est resté supérieur à 10% en *Corée du Sud*, tandis qu'il s'est fortement accéléré à *Taiwan*, nonobstant l'application de politiques plus restrictives.

... ralentissement
de l'expansion
des exportations
dans les ENI ...

Malgré la contribution négative des exportations nettes en volume, le PIB de la *Corée du Sud* a progressé de 9% en 1990. Stimulée par des mesures de relance, l'expansion de la demande intérieure a largement compensé la

... mais
accélération de la
croissance de la
production réelle

baisse des résultats à l'exportation. Il se pourrait toutefois que cette tendance ne dure pas, même si des taux de cet ordre ont déjà été atteints au cours de la décennie. Outre la dégradation marquée des échanges extérieurs, le boom de la demande intérieure et de la production s'est accompagné d'une accélération des prix à la consommation et des investissements spéculatifs dans des actifs réels et financiers. Par le passé, en revanche, les périodes d'élévation rapide et durable des revenus réels avaient été caractérisées par une croissance induite par les exportations et par des politiques visant à consolider la position extérieure. A *Taiïwan*, par ailleurs, le resserrement de la politique monétaire a contribué à inverser les effets (qui peuvent avoir représenté jusqu'à un tiers de la croissance totale en 1989) d'une envolée sans précédent des cours de l'immobilier et des actions et a concouru à ramener la progression de la production réelle à 5%. Dans le même temps, des plans destinés à améliorer les infrastructures du pays ont été mis au point fin 1990; leur réalisation devrait stimuler sensiblement le développement de la production dans les années à venir.

Pays en développement

Un sombre
tableau
dans les pays
subsahariens et ...

Evolution de la production et des prix. Le contraste entre pays exportateurs et non exportateurs de pétrole a été particulièrement marqué en *Afrique* et au *Moyen-Orient*. Alors que le PIB global de ces deux régions a progressé de 2%, la production des pays *subsahariens* n'a augmenté que de 1½% et leur revenu réel par habitant a baissé pour la quatrième année consécutive. Cette situation s'explique essentiellement par une détérioration de 6% des termes de l'échange, qui a obligé un certain nombre de pays à comprimer la demande intérieure et les importations. Pour les pays du *Moyen-Orient* non exportateurs de pétrole, l'élément principal a été le recul des exportations et des transferts de fonds des travailleurs émigrés imputable à la crise du Golfe. Dans le même temps, grâce au niveau élevé de ses capacités excédentaires dans le secteur pétrolier, le *Nigeria* a été en mesure d'accroître sa production de pétrole et son PIB en volume de plus de 10% et 5% respectivement. Le taux d'inflation a été ramené à moins de 15%, sous l'effet d'une politique de crédit restrictive, comportant la consolidation et la restructuration du secteur financier, et d'une forte réduction du financement monétaire du déficit budgétaire. La situation des paiements courants s'est également améliorée malgré une hausse de 8½% des importations, qui n'ont pas atteint cependant en volume le tiers de leur niveau record de 1981. Cette politique de compression des achats à l'étranger a toutefois eu comme conséquence néfaste de faire baisser le ratio investissement/PIB à moins de 10%.

... une aggrava-
tion de la crise
en Amérique
latine ...

Bien que l'*Amérique latine* ait enregistré une progression de son revenu net du fait de la hausse des prix pétroliers, son PIB moyen a diminué, tandis que le rythme de l'inflation s'est accéléré par rapport au niveau déjà élevé de 1989. Autre signe d'aggravation de la crise, le chômage déclaré a augmenté, la balance commerciale globale s'est détériorée, les arriérés d'intérêts se sont accumulés et – en dépit de mesures budgétaires restrictives –

la dette du secteur public s'est alourdie dans des proportions qui, dans plusieurs pays, ont rendu difficile le maintien de taux d'intérêt réels positifs.

La régression globale de la production peut être essentiellement imputée à l'évolution des trois économies (Brésil, Argentine et Pérou) qui souffrent d'une grave instabilité macro-économique. En raison des relations commerciales étroites au sein de ce groupe, les pertes de production de ces trois pays ont accentué les effets des politiques de rigueur mises en place dans de nombreux autres et ont totalement annulé les gains réalisés par les principaux exportateurs de pétrole (Mexique et Venezuela). On peut aussi considérer que la faiblesse de la production est due aux politiques visant à freiner la progression des revenus nominaux dans un environnement où les entreprises ajustent leurs prix non pas en fonction de la situation générale de la demande, mais en se fondant principalement sur l'évolution des coûts et des anticipations inflationnistes profondément enracinées. Ce schéma a été particulièrement clair au *Brésil*, où les tentatives de rééquilibrage des finances publiques, conjuguées à une contraction marquée de la liquidité, se sont soldées par une baisse brutale du PIB en volume et de l'emploi dans l'industrie. Malgré les efforts entrepris pour libéraliser les importations, et l'orientation plus restrictive des politiques, le taux d'inflation a dépassé 3.000% (voir tableau ci-contre), même si cette augmentation s'explique en partie par la vulnérabilité du Brésil aux relèvements des prix de l'énergie. La situation a été encore pire au *Pérou*, où le nouveau recul du PIB a porté à près de 30% la diminution totale de la production sur ces trois dernières années. Au cours de cette période, le rythme de l'inflation s'est accéléré de 86%, à 7.650%. Autre illustration de ce sombre tableau de l'économie péruvienne: sur le marché secondaire, le prix de la dette bancaire extérieure du pays est tombé à seulement 3½% de sa valeur nominale.

Quelques évolutions encourageantes ont aussi eu lieu dans la région. La *Colombie*, notamment, a continué d'afficher un degré élevé de stabilité économique. Même si la baisse de l'expansion de la production a été exceptionnellement brutale au *Chili*, il convient d'analyser ce phénomène dans le contexte de politiques destinées à empêcher l'économie d'entrer dans un cycle de demande excédentaire et d'accélération de l'inflation. Par ailleurs, les mesures de stabilisation et de réforme entreprises par le *Venezuela* au début de 1989 ont permis de générer en 1990 un taux de croissance positif et de ramener l'inflation à un peu plus de 30% en fin d'année. Le *Mexique*, enfin, a connu son rythme de croissance le plus élevé depuis 1981 et a réduit son déficit budgétaire à 4½% du PIB, contre 12¼% en 1988. Cette évolution s'est cependant accompagnée d'une montée de l'inflation, due en partie à une politique monétaire expansionniste. Malgré les gains exceptionnels résultant de l'augmentation des prix pétroliers, le déficit des paiements courants est resté quasiment inchangé. Il se peut, en outre, qu'à plus long terme le ratio (de 12-13%) investissement privé/PIB soit insuffisant pour assurer du travail à une population active en progression rapide.

S'agissant de l'accélération de l'inflation dans cette région, le taux moyen de 768% masque de très amples variations à la fois dans le temps et

... avec une régression de la production ...

... et une accélération de l'inflation dans les grands pays

Quelques signes plus encourageants également ...

... malgré la hausse généralisée de l'inflation

Inflation dans les pays en développement et les ENI							
Pays et groupe de pays	1980-84 moyenne	1985	1986	1987	1988	1989	1990
	variation en % des prix à la consommation						
Afrique et Moyen-Orient	12,5	7,0	11,5	16,5	18,5	16,5	14,0
Egypte	14,6	12,1	23,9	19,7	17,6	21,3	16,8
Nigeria	22,4	5,5	5,4	10,2	38,3	40,9	13,5 ¹
Asie	7,5	6,0	8,7	9,5	14,3	11,7	8,0
Chine	2,3	11,9	7,0	8,8	20,7	16,3	2,0
Corée du Sud	8,3	2,5	2,8	3,0	7,1	5,8	8,6
Inde	10,2	5,6	8,7	8,8	9,4	6,2	9,0 ¹
Philippines	19,8	23,1	0,8	3,8	8,8	10,5	12,5
Amérique latine	90,0	145,0	88,0	131,0	286,5	533,0	768,0
Argentine	263,5	672,0	90,5	131,7	343,0	3.079	2.314
Brésil	132,5	227,0	150,0	219,0	582,0	1.325	3.118
Mexique	61,5	57,7	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7
Pérou	87,0	163,2	77,9	85,8	667,0	3.399	7.650
Ensemble des pays ²	35,0	49,0	34,0	48,5	98,0	171,5	238,0

¹ Estimations. ² Calculé sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1984-86.
Sources: FMI, Statistiques financières internationales, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.

entre les différents pays. Malgré la réaction relativement lente des prix aux politiques de stabilisation menées dans les pays souffrant d'hyperinflation, un certain ralentissement s'est produit vers la fin de l'année. Il reste à savoir toutefois si cette décélération sera durable, étant entendu que ces pays ont eu recours au gel des prix et des salaires et que, dans quelques cas – l'Argentine en est l'exemple le plus frappant – la hausse des prix intérieurs a été tempérée par l'appréciation du taux de change nominal. Dans la plupart des autres pays d'Amérique latine, l'inflation a également dépassé le niveau de 1989 et cette détérioration a incité un certain nombre de gouvernements à adopter des politiques restrictives, qui ont contribué à freiner l'expansion de la production.

Croissance
plus soutenue
en Asie ...

La croissance en Asie, même en excluant les ENI, a été, avec un taux de 5½%, nettement supérieure à celle des autres pays en développement et légèrement plus soutenue qu'en 1989. Plusieurs éléments ont cependant provoqué une décélération en fin d'année. En raison du niveau relativement élevé de la consommation d'énergie par unité produite, les pertes de revenus réels engendrées par la hausse des prix pétroliers ont été plus importantes que dans la plupart des pays de l'OCDE. Certains pays d'Asie, parmi les plus grands, ont également subi une diminution substantielle des transferts de fonds en provenance des travailleurs émigrés. Par ailleurs, un resserrement des conditions de crédit est intervenu avec le retrait des banques japonaises du marché des prêts consortiaux et le recul des cours des actions, obligeant ainsi les entreprises à trouver d'autres sources de financement. Un certain nombre de banques centrales ont, en outre, durci leur politique monétaire et relevé leurs taux d'intérêt pour tenter de

contenir l'inflation et de faire baisser les cours des actifs financiers et la spéculation immobilière. Enfin, quelques pays, notamment les deux plus importants, ont vu leurs déséquilibres financiers et structurels se creuser, ce qui conduit à s'interroger sur le caractère durable de l'expansion actuelle de la production réelle.

Ces tendances générales ont été très nettes en *Thaïlande*, qui a enregistré, cette fois encore, l'une des plus fortes croissances de la région (9,8%), mais dont les problèmes se sont aggravés dans plusieurs secteurs: pénurie de main-d'œuvre qualifiée, surcharge des infrastructures, accélération de l'inflation et creusement de l'écart entre les zones rurales pauvres et les régions industrielles en plein essor des environs de la capitale. En *Malaisie*, l'expansion de 10% de la production réelle s'explique par la vigueur de la demande intérieure, stimulée par un accroissement de près de 10% des revenus salariaux réels et par le dynamisme persistant des investissements étrangers. Le rôle des exportations nettes en volume a toutefois été négatif et le déficit des paiements courants s'est alourdi. Le déficit budgétaire s'est également amplifié, sous l'effet de l'augmentation des aides accordées dans le domaine des prix à la consommation; il pourrait même s'accroître cette année, puisque le gouvernement envisage de compenser le ralentissement de la progression des exportations par une réduction des impôts directs et indirects et un renforcement des incitations à l'investissement. En *Indonésie*, par contre, pays exportateur net de pétrole comme la Malaisie, le gouvernement a opté pour une politique budgétaire prudente en affectant l'essentiel de ses recettes pétrolières supplémentaires au remboursement de la dette et à des investissements d'infrastructure. Abstraction faite de l'amélioration des termes de l'échange, la croissance de 7½% de la production réelle, l'an dernier, traduit une forte expansion de la consommation privée et les effets différés de politiques structurelles destinées à améliorer la compétitivité de l'économie au plan international.

L'évolution défavorable constatée aux *Philippines* l'an dernier résulte en partie de facteurs externes et exogènes, tels que la hausse des prix pétroliers, la diminution des transferts de fonds des travailleurs émigrés, les catastrophes naturelles et les pénuries et perturbations liées aux troubles sociaux et politiques. Les mauvais résultats des exportations – imputables en partie à l'augmentation nominale de 20% du salaire minimum – y sont aussi pour quelque chose. On a noté, en outre, des signes d'aggravation des déséquilibres financiers et structurels. Le déficit budgétaire et celui du commerce extérieur se sont tous deux creusés à environ 5½% du PIB et le taux de chômage s'est élevé à 9%, alors que, d'après les estimations, un tiers de la population active est sous-employée. L'accentuation des déséquilibres a été également manifeste en *Inde* l'an dernier, le déficit budgétaire s'étant amplifié pour atteindre 8½% du PIB (les intérêts versés au titre de la dette publique absorbant à présent quelque 30% des dépenses totales), de sorte que le niveau de la dette publique rend plus difficile la conduite de la politique monétaire. Une détérioration supplémentaire de la balance des paiements courants a fait grimper l'endettement extérieur à 27% du PIB. Même après avoir cédé la plus grande partie de ses avoirs à

... atteignant 10%
dans certains pays

Aggravation
des déséquilibres
aux Philippines ...

... en Inde ...

long terme à l'étranger pour financer ses importations, l'Inde avait ramené, en novembre, ses réserves en devises à un niveau correspondant à deux semaines d'importations seulement. L'expansion de la production industrielle a fléchi pour la deuxième année consécutive et le rythme de progression des prix à la consommation s'est accéléré à 12½% à fin 1990.

... et en Chine

En Chine également, des zones d'ombre sont apparues dans un tableau de prime abord impressionnant: accélération de la croissance de la production en 1990, réduction de l'inflation à seulement 2% et apparition d'un excédent des paiements courants. La hausse de la production s'explique cependant en partie par une accumulation de stocks invendus dans les entreprises d'Etat et par une série de mesures monétaires de relance. D'autre part, en raison des pertes croissantes des entreprises d'Etat, le déficit budgétaire s'est sensiblement creusé par rapport à 1989, tandis que l'amélioration des paiements courants devrait être analysée à la lumière d'une augmentation importante des aides à l'exportation. Enfin, les bons résultats obtenus sur le plan de l'inflation l'ont été grâce au report, jusqu'à cette année, de réformes visant à mettre en place des prix déterminés par le marché.

Les échanges commerciaux en 1990. Sur fond d'évolutions externes et internes divergentes, les positions des balances commerciales ont fluctué de manière très différente selon les groupes de pays. Globalement, l'excédent commercial s'est accru de \$29 milliards, mais ce résultat est presque entièrement attribuable aux pays exportateurs de combustibles, dont l'excédent s'est gonflé de près de \$27½ milliards.

Légère amélioration de la balance commerciale des pays non exportateurs de pétrole ...

L'amélioration de la balance commerciale du groupe des *pays non exportateurs de combustibles* doit être examinée dans le contexte de l'augmentation des prix du pétrole qui a alourdi de près de \$3 milliards, à elle seule, la facture de leurs importations. Par ailleurs, la crise du Golfe a aggravé les résultats du commerce extérieur de certains pays au second semestre de 1990 (Egypte et Jordanie, en particulier). En outre, la chute des cours des produits de base non pétroliers, conjuguée à la hausse des prix du pétrole, a provoqué la plus importante détérioration globale des termes de l'échange depuis le début de la crise de l'endettement en 1982: exprimés en dollars, les prix à l'importation se sont, en effet, gonflés de 7½%, contre une progression de 2% de la valeur unitaire des exportations. Comme le montre le tableau de la page 57, la dégradation des termes de l'échange n'a épargné aucun pays et a atteint jusqu'à 8% pour les exportateurs de produits de base. La concentration de ces derniers en Afrique subsaharienne et en Amérique latine explique également l'impact considérable d'une détérioration marquée des termes de l'échange dans ces deux régions.

... à la faveur de l'expansion plus soutenue des exportations

D'une manière générale, ces résultats défavorables ont été plus ou moins atténués par des élévations sensibles de la progression en volume des exportations et, dans la plupart des cas, par un nouveau ralentissement de la demande d'importations. Pour les pays non exportateurs de pétrole dans leur ensemble, le rythme d'accroissement du volume des ventes à l'étranger est monté à 8½% en 1990. Les hausses observées dans les pays exportant principalement des biens manufacturés sont restées

Soldes des échanges commerciaux des pays en développement et des ENI										
Groupe de pays	Solde global					dont: échanges pétroliers				
	1986	1987	1988	1989	1990	1986	1987	1988	1989	1990
	en milliards de dollars EU									
ENI	19,9	25,4	21,8	18,9	9,2	-6,2	-7,9	-7,9	-10,1	-13,8
Pays en développement ¹	-10,9	18,5	4,0	21,7	50,9	81,5	98,3	91,2	113,8	149,8
Exportateurs de combustibles ²	21,1	44,9	27,3	51,0	78,4	89,2	107,6	99,9	124,6	163,6
Non exportateurs de combustibles	-32,0	-26,4	-23,3	-29,3	-27,5	-7,7	-9,3	-8,7	-10,8	-13,8
Exportateurs de produits manufacturés ²	-11,3	- 2,6	- 1,2	- 5,8	- 3,4	-3,6	-4,6	-4,8	- 6,2	- 9,1
Exportateurs de produits de base ²	1,7	- 2,7	- 0,1	2,4	2,0	-2,5	-1,9	-2,1	- 2,1	- 2,3
Divers	-22,4	-21,1	-22,0	-25,9	-26,1	-1,6	-2,8	-1,8	- 2,5	- 2,4
Pour mémoire:										
Pays lourdement endettés	21,4	25,9	28,8	35,2	34,3	18,8	21,6	19,2	24,9	34,6

¹ A l'exclusion des ENI. ² Pays dont les exportations de combustibles, de produits manufacturés ou de produits de base ont respectivement représenté plus de 50% de leurs exportations de biens et services en 1985-87.
Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.

proches des niveaux très élevés des années précédentes, tandis que les exportateurs de produits de base inscrivait à leur actif des gains allant jusqu'à 9%. Parallèlement, l'augmentation des importations en volume était ramenée à tout juste 1½%. Dans les pays exportateurs de biens manufacturés, la croissance des importations s'est fortement ralentie, après avoir été soutenue les deux années précédentes, alors que l'on a enregistré une stagnation des importations parmi les exportateurs de produits de base.

En termes de volume, la situation des *pays exportateurs de pétrole* a évolué de manière très contrastée. Globalement, la croissance des exportations est revenue de 8% en 1989 à 4% environ l'an dernier, mais les différences d'un pays à l'autre ont été importantes. Ainsi, l'embargo sur les livraisons de pétrole en provenance du Koweït et de l'Irak au second semestre de 1990 a été compensé par une expansion sensible des exportations de pétrole d'un certain nombre d'autres producteurs, l'Arabie Saoudite, le Nigeria et le Venezuela notamment. Avec l'envolée de leurs revenus tirés des exportations, la croissance des importations des pays exportateurs de pétrole d'Amérique latine et d'Afrique s'est élevée à 9½% en volume, tandis que l'instabilité du climat politique au Moyen-Orient désorganisait les importations des producteurs de pétrole de cette région.

En raison des différences dans l'orientation des exportations et dans la sensibilité aux variations des prix extérieurs, l'évolution des échanges commerciaux n'a pas non plus été uniforme au sein du groupe des *pays lourdement endettés à revenu intermédiaire*. Il apparaît que ce sont les pays aux prises avec d'importants déséquilibres structurels dans leur économie nationale qui ont été les plus durement touchés par le choc extérieur représenté par les fluctuations brutales des termes de l'échange. Le Brésil et les Philippines illustrent parfaitement cette situation, avec une détérioration de

Différences marquées entre les pays exportateurs de pétrole ...

... et résultat mitigé pour le groupe des pays lourdement endettés

Indicateurs du commerce extérieur de certains groupes de pays				
Groupe de pays	Période	Exportations en volume	Importations en volume	Termes de l'échange
	variation en %, moyenne annuelle			
Ensemble des pays en développement*	1982-90	3,9	-1,6	- 4,0
	1988	11,3	7,3	- 6,1
	1989	7,7	4,9	3,0
	1990	6,6	2,1	1,7
Exportateurs de combustibles	1982-90	1,6	-5,1	- 7,4
	1988	13,5	8,2	-18,3
	1989	8,1	5,1	10,7
	1990	3,8	2,8	11,4
Non exportateurs de combustibles	1982-90	5,5	1,0	- 1,5
	1988	9,6	6,6	2,7
	1989	7,5	4,8	- 2,5
	1990	8,6	1,6	- 5,3
dont: Exportateurs de produits manufacturés	1982-90	6,6	4,9	- 0,8
	1988	12,4	11,0	2,0
	1989	8,7	7,1	- 2,6
	1990	6,3	1,2	- 3,6
Exportateurs de produits de base	1982-90	3,6	-2,2	- 2,6
	1988	3,1	2,0	4,7
	1989	7,0	0,6	- 1,6
	1990	8,8	1,1	- 7,9
<i>Pour mémoire:</i>				
Pays lourdement endettés	1982-90	4,1	-3,6	- 4,0
	1988	11,7	8,8	- 3,1
	1989	5,5	3,2	1,0
	1990	4,6	8,2	- 1,4
ENI	1982-90	11,6	10,7	1,0
	1988	14,1	21,0	1,0
	1989	8,6	14,9	2,1
	1990	3,3	5,5	- 1,1
* A l'exclusion des ENI. Moyennes des groupes obtenues sur la base des pondérations des exportations de 1987-88.				
Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.				

leurs échanges extérieurs d'environ \$5 milliards et \$1,5 milliard respectivement. La dépendance élevée de ces deux pays à l'égard des importations de pétrole explique pour une part non négligeable l'augmentation sensible de leurs achats à l'étranger (10% ou plus); le Brésil, quant à lui, a libéralisé ses importations dans le cadre de son programme de stabilisation. Néanmoins, ces facteurs ne justifient pas, à eux seuls, la dégradation concomitante de leurs balances commerciales. Le manque de compétitivité et la gravité des déséquilibres économiques et sociaux ont également contribué au gonflement continu de leurs importations de produits non pétroliers et à la médiocrité de leurs résultats à l'exportation. En outre, la progression des exportations a été généralement freinée par l'accumulation d'arriérés

d'intérêts et par les problèmes rencontrés pour obtenir des crédits destinés à financer les importations nécessaires au secteur manufacturier.

En revanche, l'activité économique et le commerce extérieur se sont vigoureusement redressés au Venezuela en 1990, les recettes au titre des exportations de pétrole ayant progressé de 45%, sous l'effet d'une augmentation en termes de prix et de volume. En outre, l'expansion des exportations hors pétrole a repris, de sorte que l'excédent commercial s'est inscrit en hausse, bien que la valeur des importations, exprimée en dollars, se soit accrue de plus de 10%. De même, le Nigeria a enregistré une amélioration notable de sa balance commerciale en raison de la progression de ses recettes pétrolières, qui représentent 95% du total de ses revenus d'exportations. En Colombie, l'accroissement du produit des ventes de pétrole à l'étranger a aussi été manifeste, mais le fort gonflement des autres exportations a joué un rôle tout aussi important dans l'amélioration des résultats commerciaux.

Dans la plupart des pays en développement, la compétitivité internationale est l'élément déterminant de l'évolution de la production et des soldes extérieurs. Le taux de croissance élevé dont ont bénéficié dans le passé les quatre ENI était en grande partie attribuable à ce facteur, de même que les rythmes moins soutenus observés récemment sont liés à une détérioration de leur position en termes de coûts relatifs. Le fait que des pays comme la Malaisie, le Chili et l'Indonésie aient été en mesure d'empêcher le déclenchement de crises importantes au niveau de leurs paiements courants, alors que d'autres tels le Brésil, les Philippines et le Pérou sont toujours aux prises avec des déséquilibres extérieurs qui s'aggravent, doit aussi beaucoup à leur capacité d'assurer à leurs taux de change réels une relative stabilité et, en définitive, à leur aptitude à prévenir des déséquilibres internes et des tensions inflationnistes. L'accroissement de la compétitivité sur des marchés d'exportation autres que ceux de leurs partenaires traditionnels peut aussi contribuer à favoriser l'avènement d'une économie plus diversifiée et, partant, à réduire leur vulnérabilité aux variations brutales des termes de l'échange. De fait, les économies les plus diversifiées du monde en développement n'ont pratiquement enregistré aucune détérioration globale de leurs termes de l'échange entre 1982 et 1990. Sur la même période, la perte totale s'est élevée respectivement à plus de 20% et 50% pour les exportateurs de produits de base et les producteurs de pétrole. En outre, une économie compétitive et bien diversifiée réduit la sensibilité aux évolutions qui apparaissent sur des marchés régionaux spécifiques, parce qu'elle crée un potentiel permettant de tirer parti de tendances plus dynamiques ailleurs.

Rôle clé de la
compétitivité
internationale ...

... et de la
diversification

Evolution en Europe de l'Est

L'Europe de l'Est connaît depuis quelques mois une évolution spectaculaire et sans précédent. En passant d'une économie à planification centralisée à des mécanismes de marché, ce groupe de pays rencontre des problèmes dont la solution ne peut être fournie par un modèle ni théorique ni historique. La régression de la production (près de 6% en moyenne, l'an passé)

n'est pas seulement le prix à payer pour la transition; c'est autant la conséquence de la faillite d'un système économique parvenu peu à peu à un état de délabrement irréversible.

Evolution
de la production
dans ...

... les pays
appliquant
des réformes
exhaustives ...

Cette conjonction de causes immédiates et profondes est la plus évidente dans les pays comme la Hongrie, la Pologne, l'ex-République démocratique allemande (RDA) et la Yougoslavie, qui ont mis en œuvre en 1990 des programmes de réformes exhaustives, car l'abolition des contrôles des prix et la confrontation avec des prix de marché ont fortement fait chuter la production réelle mesurée. Cependant, ces statistiques surestiment la baisse de bien-être du consommateur, et ce pour trois raisons. Premièrement, l'instauration de prix déterminés par le marché a mis un terme à la fabrication de biens qui ne répondent à aucune demande des consommateurs, supprimant ainsi les distorsions dont souffraient les évaluations de la production et des revenus. Deuxièmement, en réduisant notablement les pénuries, les stocks excessifs et le temps perdu dans les files d'attente, les réformes ont éliminé des coûts liés à l'ancien système et généré des gains de bien-être pour le consommateur, non mesurables mais importants. Troisièmement, la production du secteur privé en voie d'expansion n'est couverte qu'en partie, et parfois pas du tout, par les données officielles. Cette lacune revêt une grande ampleur en Hongrie, où les petites entreprises, la plupart privées et dont le nombre a plus que doublé durant les dix premiers mois de 1990, ne sont pas prises en compte dans les statistiques sur la production industrielle. Le même phénomène s'observe en Pologne, où l'on estime que la part de l'industrie privée dans le produit total est passée de 7½% seulement en 1989 à 13½%.

... et dans les pays
à un stade initial
de la transition

Le dysfonctionnement d'un système à réformer de fond en comble est clairement apparu dans les pays qui n'ont pas dépassé le stade initial de la transition et n'ont adopté l'an dernier que des mesures partielles. Une stratégie de croissance fondée essentiellement sur le développement de la production par augmentation du facteur travail et surtout du stock de capital, mais qui ne se soucie guère des progrès techniques ni de l'affectation optimale des ressources, a entraîné une diminution à long terme du rythme de l'expansion, parallèlement à un déclin de la productivité du capital. Pendant les années quatre-vingt, la chute de la croissance s'est accompagnée d'un élargissement des déséquilibres, car la hausse des revenus nominaux dans un contexte de contrôle continu des prix a multiplié les secteurs de pénuries et accentué l'inflation réprimée. En 1990, le ralentissement de la production a fait place à une baisse effective, qu'il devenait impossible, au fil des mois, d'interpréter comme une évolution cyclique réversible: manifestement, il s'agissait plutôt de l'ultime étape d'une désintégration économique que rien, pas même l'ajournement ou l'inversion du processus de réformes, ne saurait empêcher.

Production: tendances générales et causes immédiates

Après les bouleversements politiques de 1989, la baisse de la production, observable en Europe de l'Est dès le quatrième trimestre, s'est accélérée en 1990, pour atteindre près de 6% en moyenne (voir tableau de la page 60), alors que dans plusieurs économies la production industrielle chutait de plus

de 20%. Les causes immédiates sont soit spécifiques à certains pays ou groupes de pays, soit de nature plus générale, tout en revêtant une ampleur variable.

La plus importante des causes spécifiques à chaque pays tient probablement à la nature et à l'état d'avancement de la réforme, ou à un manque de réforme. En *Bulgarie* et en *Roumanie*, diverses mesures ont fait l'objet de débats, mais peu ont été mises en application avant 1991. La sévère contraction de la production est principalement attribuable à une insuffisance de matières premières et de biens intermédiaires, elle-même liée à une pénurie de devises – aggravée, dans le cas de la *Bulgarie*, après le moratoire sur le service de la dette extérieure. Le recul a été amplifié par l'obsolescence d'un appareil productif négligé et par l'absence de forces du marché aptes à se substituer à la planification centralisée. En *Roumanie*, de surcroît, la semaine ouvrée a été ramenée de six à cinq jours, ce qui a surtout affecté la production industrielle. Dans les deux pays, cette dégradation provient d'une forte réduction (de 35% en *Roumanie*) des dépenses d'investissement fixe, au moment où la priorité était accordée à la satisfaction des besoins élémentaires de la population.

En *Union soviétique*, la diminution de la production s'explique également par une situation de pénurie et des goulets d'étranglement dans la distribution ainsi que par une contraction de 19% des investissements publics visant à réduire le déficit de ce secteur. La baisse de la production d'énergie a eu un effet négatif supplémentaire, en particulier sur le volume d'exportations, tandis que, dans plusieurs domaines, la structure industrielle s'est révélée très sensible aux arrêts de travail, car fondée sur un petit nombre de grandes entreprises: une interruption dans un secteur ou une région a ainsi des répercussions en chaîne sur toute l'économie. Malgré le maintien

Parmi les facteurs spécifiques à certains pays: pénuries...

... forte réduction des dépenses d'investissement...

... et vulnérabilité du système productif

Europe de l'Est: évolution de la production réelle ¹								
Pays	1960-70	1970-80	1980-85	1986	1987	1988	1989	1990 ²
	variation en %, moyenne annuelle							
Bulgarie	7,7	7,1	3,7	5,3	5,1	2,4	-0,5	-13,5 (-14,0)
Hongrie	5,5	5,0	1,8	1,5	4,1	-0,1	-0,2	- 4,5 (- 4,5)
Pologne	6,1	5,4	-0,8	4,9	2,0	4,7	-0,2	-12,0 (-23,0)
RDA ³	4,1	4,8	4,5	4,3	3,3	2,8	2,0	-19,5 (-28,0)
Roumanie ⁴	8,6	9,4	3,0	3,0	0,7	-2,0	-7,9	-10,0 (-20,0)
Tchécoslovaquie	4,2	4,7	1,8	2,6	2,1	2,3	1,3	- 3,1 (- 3,7)
Union soviétique	7,2	5,1	3,2	2,3	1,6	4,4	2,5	- 4,0 (- 1,5)
Yougoslavie	6,7	5,8	0,7	3,6	-1,1	-2,0	0,6	- 7,5 (-10,5)
Moyenne ⁵	6,8	5,2	2,9	2,7	1,7	3,7	1,5	- 5,8 (- 5,6)
Pays industriels	4,8	3,1	2,5	2,7	3,4	4,5	3,3	2,5 (1,9)

¹ Produit matériel net (hors amortissement et services non matériels), sauf pour la Hongrie (PIB) et la Yougoslavie (produit social brut, hors services non matériels). ² Chiffres provisoires ou estimations; entre parenthèses: production industrielle. ³ République démocratique allemande, unifiée avec la République fédérale d'Allemagne le 3 octobre 1990. ⁴ Les chiffres pour 1980-87 sont en cours de révision et pourraient être substantiellement modifiés. ⁵ Moyenne pondérée sur la base de la production de 1984-86 évaluée à des taux de change non commerciaux.

Sources: ONU, Commission économique pour l'Europe; Institut d'études économiques comparées de Vienne; FMI, Statistiques financières internationales.

du contrôle des prix, l'inflation s'est tellement accélérée en fin d'année devant l'aggravation des pénuries qu'elle pourrait être supérieure de deux ou trois points à l'estimation actuelle – et la chute de la production en volume plus forte d'autant; selon des estimations officieuses, une prolongation des tendances signifierait même un recul d'au moins 11% en termes réels pour 1991. En dépit d'une détérioration progressive de plus en plus évidente de la conjoncture, les obstacles politiques à la réforme économique se sont néanmoins multipliés en 1990: un vaste programme de réformes présenté durant l'été («les 500 jours») n'a été adopté qu'en octobre, et dans une version édulcorée.

Expérience des réformes dans des pays comme la Pologne ...

En *Pologne*, dans l'ex-RDA et en *Yougoslavie*, la chute de la production, telle qu'elle est mesurée, est directement attribuable aux réformes, même si leur incidence précise sur la production et la demande intérieure a varié d'un pays à l'autre. En *Pologne*, des dispositions budgétaires et monétaires très strictes, en liaison avec une politique des revenus visant à diminuer les salaires réels, ont fortement comprimé la demande intérieure, cependant qu'une dévaluation du zloty permettait de stimuler la progression en volume des exportations et de préserver la compétitivité des entreprises polonaises sur le marché national. Dans l'ex-RDA, à l'inverse, d'amples transferts de revenus en provenance d'Allemagne occidentale ainsi que la lenteur de l'ajustement de l'emploi ont contribué, dans un premier temps, à maintenir les revenus réels et la demande intérieure. Toutefois, du fait de l'adoption de la parité avec le deutsche mark pour les opérations courantes et de la hausse de plus d'un tiers des salaires nominaux, une part croissante de la demande a dû être satisfaite par les importations. En conséquence, les ventes internes et la production ont enregistré une dégradation spectaculaire, ce qui a porté le chômage et l'emploi à temps partiel à des niveaux sans précédent en fin d'année.

... l'ex-RDA ...

A l'instar de la Pologne, la *Yougoslavie* a adopté, fin 1989, un programme exhaustif de stabilisation et de réformes comportant un resserrement budgétaire et monétaire, un blocage des salaires nominaux pendant six mois et un gel partiel des prix. Les réformes comprenaient également une légère dévaluation du dinar; mais, étant donné le rythme d'inflation très rapide (120% au premier trimestre de 1990), la politique de taux de change nominal fixe par rapport au deutsche mark a eu tôt fait d'éroder la compétitivité des entreprises yougoslaves. Comme les importations ont été presque intégralement libéralisées, la variation du solde extérieur, en termes réels, a ainsi amplifié l'incidence des dispositions budgétaires et monétaires.

... la Yougoslavie ...

La diminution relativement faible de la production en *Hongrie* s'explique principalement par des problèmes de transition liés à une réforme économique graduelle. En 1990, la réorientation du commerce extérieur vers les pays occidentaux a permis de dégager un excédent courant en monnaies convertibles. De plus, les variations en volume de la balance commerciale ont eu une incidence positive sur le PIB. Une baisse des salaires réels et une dépréciation du taux de change effectif ont contribué à accroître les exportations en volume, tandis que l'expansion des

... la Hongrie ...

importations se ralentissait, en partie sous l'effet de la réintroduction de certaines limitations. Dans le même temps, la nécessité de maintenir une politique budgétaire et monétaire restrictive, s'ajoutant à des coupes sévères dans les investissements du secteur public et à des problèmes liés au transfert de ressources des entreprises d'Etat vers le secteur privé, a eu des conséquences négatives sur la demande intérieure. En *Tchécoslovaquie*, un plan global de réformes a été mis en œuvre au début de 1991; cependant, les incertitudes suscitées par son annonce avaient donné lieu, l'année dernière, à des comportements de précaution, comme en témoignent la vive augmentation – probablement involontaire – des stocks, mais aussi des achats anticipés et une contraction du taux d'épargne des ménages (ramené à 2% seulement). La réduction de la production totale a atteint 3½% sous l'effet de deux éléments supplémentaires: l'absence de nouveaux marchés pour compenser les pertes subies avec le COMECON et l'ex-RDA ainsi que les efforts visant à diminuer la part des industries lourdes dévoreuses d'énergie.

... et la
Tchécoslovaquie

Plusieurs facteurs communs ont renforcé les causes spécifiques en 1990, et certains continueront d'exercer leur influence en 1991. Premièrement, une chute simultanée de la production, quelle qu'en soit la cause, dans plusieurs pays entretenant des liens commerciaux étroits est naturellement amplifiée par des effets de «synergie». Deuxièmement, la désintégration rapide du système commercial du COMECON (voir Chapitre IV) a, d'une façon générale, réduit la croissance; la Bulgarie, dont les exportations vers le COMECON représentaient près de 85% des ventes à l'étranger, a le plus souffert à cet égard. Troisièmement, le renchérissement du pétrole et la diminution de 30% des exportations énergétiques de l'Union soviétique se sont cumulés à une forte dégradation des termes de l'échange dans les pays importateurs de pétrole; étant donné que la production utilise relativement beaucoup d'énergie et que, dans certains pays, les importations interviennent pour une large part dans la consommation (voir tableau ci-contre), les pertes de revenu réel à ce titre sont bien plus importantes que dans les économies industrialisées. En outre, les pays qui escomptaient des livraisons de pétrole irakien en remboursement de crédits octroyés dans le passé ont dû se tourner vers d'autres sources d'énergie, à des coûts bien plus élevés. Quatrièmement, une rude sécheresse a affecté la production agricole et électrique dans les régions du Sud, augmentant encore la demande d'importations alimentaires et énergétiques. Enfin, une détérioration de la discipline sociale a entraîné des grèves fréquentes et une baisse de la productivité, tandis que l'agitation politique – souvent associée à des revendications séparatistes – créait des obstacles supplémentaires, en particulier en accentuant la compartimentation du marché et en rendant plus complexe la coordination des politiques. En conséquence, surtout dans les pays où la réforme n'en est qu'à sa phase initiale, on a observé des signes patents d'un élargissement des déséquilibres, tant internes qu'externes, et des écarts entre demande nominale et production réelle. L'expansion de la monnaie et du crédit s'est accélérée, les déficits budgétaires se sont creusés et les pertes des entreprises publiques se sont gonflées, dans un contexte

Facteurs com-
muns aux
évolutions notées
en 1990 et ...

... élargissement
de l'écart entre
demande et offre

Europe de l'Est: consommation d'énergie et de pétrole							
Pays et groupe de pays	Consommation d'énergie ¹		Consommation de pétrole par unité produite	Consommation de pétrole	Importations nettes	Consommation d'énergie	
	par habitant	par unité produite					
	variation en %, taux annuel 1980-88			en % de la consommation d'énergie en 1988		par habitant 1988 ²	par unité produite ³
Bulgarie	1,4	-2,3	-2,8	35,0	58,2	4.120	1,2
Hongrie	0,8	-1,1	-3,0	31,3	45,6	2.800	1,5
Pologne	-0,6	-0,9	-2,9	13,1	2,8	3.414	1,8
RDA	0,9	-3,2	-6,0	17,8	25,9	5.687	1,4
Roumanie	1,2	-2,7	-3,7	26,2	22,9	3.408	1,5
Tchécoslovaquie	0,1	-1,6	-5,4	19,5	31,0	4.884	1,2
Union soviétique	3,3	0,3	-2,5	31,2	-19,3	4.955	1,4
Yougoslavie	1,9	2,1	-0,8	33,8	39,5	1.997	1,2
OCDE Europe	0,3	-1,3	-3,6	43,5	40,2	3.234	0,4

¹ Besoins d'énergie primaire, en tonnes d'équivalent pétrole. ² En kilogrammes. ³ Ratio besoins énergétiques globaux en 1985/PIB moyen de 1984-86 en dollars EU.
Sources: ONU, Annuaire des statistiques de l'énergie; OCDE/AIE, Bilans énergétiques des pays de l'OCDE et Statistiques et bilans énergétiques mondiaux; Annual Oil Report.

marqué par une accélération de la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et le maintien de certains contrôles sur les prix.

Prix et salaires

Durant les deux dernières années, les prix et les salaires se sont dégradés dans tous les pays d'Europe de l'Est, avec des différences sensibles, cependant, en ce qui concerne l'inflation héritée et les causes de la détérioration plus récente.

En *Bulgarie*, *Roumanie*, *Tchécoslovaquie*, dans l'ex-RDA et en *Union soviétique*, les prix déclarés ont été assez stables dans les années soixante-dix et quatre-vingt, en raison de l'étendue des contrôles et d'une politique de soutien pour les prix des produits de consommation de première nécessité (voir tableau de la page 64). Si en 1989, surtout après les bouleversements politiques de fin d'année, certains de ces pays ont mis en œuvre des réformes partielles des prix, supprimant des subventions et relevant les prix administrés, le régime de contrôle est demeuré en place en 1990, sauf dans l'ex-RDA après la réforme monétaire du 1er juillet. Au début de 1991, cependant, la *Bulgarie*, la *Roumanie* et la *Tchécoslovaquie* ont appliqué des réformes de grande envergure et l'*Union soviétique* a partiellement levé les contrôles sur les prix de détail en avril, après une augmentation des prix de gros.

La *Hongrie*, la *Pologne* et la *Yougoslavie*, pour leur part, ont connu des taux d'inflation comparativement élevés dans les années soixante-dix et quatre-vingt, même si les causes fondamentales en ont été différentes. La *Hongrie* avait commencé à instaurer des mécanismes de marché dès 1968, mais, dans l'ensemble, l'économie est demeurée fortement centralisée jusqu'à la fin des années quatre-vingt. Durant cette décennie, l'inflation s'est

Tensions
inflationnistes
dans les pays
appliquant
des réformes
partielles

Europe de l'Est: prix à la consommation (IPC) et salaires nominaux (S)						
Pays		1970-80	1980-85	1985-88	1989	1990 ¹
		variation en %, taux annuel				
Bulgarie	IPC	2,0	1,0	2,6	6,2	19,3
	S	3,9	3,3	5,6	6,0	23,0
Hongrie	IPC	4,6	6,7	9,8	19,0	29,0
	S	6,6	7,9	14,5	13,6	25,0
Pologne	IPC	4,6	32,5	33,0	260,0	585,0
	S	10,5	27,1	38,5	289,5	398,0
RDA	IPC	-0,0	0,0	0,8	2,3	-4,0 ²
	S	3,1	2,0	3,9	2,5	19,0
Roumanie	IPC	1,0	5,0	0,8	0,9	5,7
	S	5,7	4,8	1,4	4,0	18,0
Tchécoslovaquie	IPC	1,2	2,0	0,2	1,5	10,0
	S	3,1	1,8	1,9	2,4	8,2
Union soviétique	IPC	0,3	1,0	2,0	1,9	5,3
	S	3,3	2,4	5,0	9,1	12,3
Yougoslavie	IPC	17,5	47,5	131,0	1.240	585,0
	S	18,9	42,5	125,1	1.605	406,0

¹ Chiffres provisoires. ² De mai à décembre par rapport à la moyenne de 1989.
Sources: FMI, Statistiques financières internationales; ONU, Commission économique pour l'Europe; Institut d'études économiques comparées de Vienne; données nationales.

peu à peu accélérée, pour atteindre 30% en 1990, principalement sous l'effet de quatre facteurs: réduction progressive des subventions à moins de 20% des dépenses de l'Etat; libéralisation graduelle des prix, déterminés par le marché à raison de 90% au début de 1991; réforme de la fiscalité, comprenant la mise en place d'une taxe à la valeur ajoutée et d'un impôt sur le revenu des personnes physiques; enfin, dévaluation du forint parallèlement à une plus grande ouverture de l'économie aux prix mondiaux, le commerce extérieur étant peu à peu réorienté vers les pays à monnaie convertible. Ce sont les mesures administratives (plutôt que les pressions résultant d'une demande excessive et/ou de l'évolution des coûts salariaux) qui ont exercé une influence frappante sur les prix l'an dernier: une dépréciation du taux de change effectif associée à une politique des revenus visant à limiter l'accroissement des salaires nominaux ont renforcé la situation de monopole des grandes entreprises; cela leur a permis de compenser presque totalement la diminution des subventions par une augmentation des prix, essentiellement sur le marché interne.

La hausse des prix à la consommation en *Pologne* a dépassé 30% l'an en moyenne entre 1980 et 1988 sous l'effet des premières mesures de libéralisation (1981-82) et d'intenses pressions salariales, dues en partie à un degré élevé d'indexation. La plupart des prix sont restés soumis à contrôle jusqu'au milieu de 1989, lorsque les denrées alimentaires ont été libérées. Le renchérissement de l'énergie, plus tard dans l'année, amplifié par les effets d'une aggravation des déséquilibres budgétaires, d'une série de dévaluations et de la persistance de fortes pressions du côté des salaires, a propulsé,

Inflation dans le cadre d'une libéralisation graduelle des prix

Modification du régime des prix et politiques de stabilisation en Pologne...

en décembre, le taux d'inflation à près de 650% en glissement annuel. C'est pourquoi a été institué, au début de 1990, un « ancrage nominal » servant d'élément central à la libéralisation de pratiquement tous les prix. Une politique monétaire et budgétaire très restrictive est venue compléter cette mesure, avec des taux d'intérêt réels positifs, un vif ralentissement des agrégats de la monnaie et du crédit ainsi qu'une amélioration du budget des administrations publiques estimée à 11% du PIB. En fait, pour briser la spirale salaires-prix-dévaluation, les autorités ont eu recours à deux ancrages nominaux: dans le cadre d'une convertibilité partielle du zloty, une parité fixe par rapport au dollar EU (pour une période de six mois ensuite prorogée); une norme nominale pour les salaires, dont la mise en œuvre prévoit une limitation de la compensation au titre de la hausse des prix et une pénalisation des augmentations salariales excessives par une progressivité sensible de l'impôt. Cette action en tenaille, jointe aux mesures budgétaires et monétaires, a facilité l'introduction de mécanismes de marché pour la détermination des prix, de sorte qu'au milieu de 1990 l'inflation était redescendue à 4-5% en rythme mensuel.

... et en
Yougoslavie

En Yougoslavie, le programme de stabilisation s'est également appuyé sur un taux de change nominal fixe (par rapport au deutsche mark) et une norme pour les salaires, étayée par une politique restrictive sur les plans monétaire et budgétaire. Il comprend, en outre, une libéralisation des prix et un passage progressif à la convertibilité du dinar. Comme les problèmes hérités du passé sont beaucoup plus sérieux que dans le cas de la Pologne, le programme a dû accorder plus d'importance à la lutte contre l'inflation qu'aux réformes. Tout d'abord, la hausse des prix à la consommation avait atteint 2.700% à la fin de 1989, tandis que le taux de chômage s'établissait à près de 12% sous l'effet de la faiblesse de la production. En second lieu, le système financier a engendré un degré considérable de laxisme monétaire de par ses caractéristiques: des entreprises possèdent le capital des banques et, jusqu'à une date récente, la Banque Nationale a disposé de très peu d'indépendance. Comme l'indique le tableau de la page 66, les principales sources d'expansion de la monnaie et du crédit en Yougoslavie tiennent au fait que la Banque Nationale, d'une part, refinance les concours aux entreprises et, d'autre part, absorbe tant les pertes de change sur leur endettement extérieur que les gains de change des résidents sur leurs dépôts en devises. Dans cette situation, une composante majeure du plan de stabilisation a consisté à transférer au budget de l'Etat les subventions et les pertes de la banque centrale liées aux opérations de couverture des résidents. Des mesures ont, en outre, été prises pour maintenir le budget de l'Etat en situation excédentaire et renforcer l'autonomie de la Banque Nationale. A la suite de ces diverses mesures, le rythme mensuel d'inflation est revenu à 0-1% en six mois seulement, mais il est remonté à la fin de 1990.

Rôle clé
des politiques
de stabilisation,
mais ...

Premières leçons des réformes et de la période de transition

La principale leçon à tirer du processus de réformes en 1990 est qu'il importe d'accompagner la libéralisation des prix par des politiques économiques restrictives. En Pologne et en Yougoslavie, les hausses massives ou la

forte inflation héritée ont pu être absorbées sans spirale salaires-prix, tandis qu'en Hongrie un vaste programme de mesures a été appliqué sans perturbations majeures. Les problèmes rencontrés par ces trois économies au second semestre, et les réformes partielles tentées dans d'autres pays suggèrent quelques conclusions supplémentaires, au moins à titre d'hypothèses.

En premier lieu, dans les pays qui ont mis en place de vastes réformes, la production réelle et la demande ne se sont pas redressées après de fortes modifications des prix relatifs, et l'offre a réagi plus lentement que prévu. De surcroît, bien que les salaires se soient maintenus en deçà de la norme en termes nominaux, pour baisser même en termes réels, les entreprises ont répercuté sur leurs prix une bonne part de la réduction des subventions. Ainsi, l'inflation dans ces trois pays semble s'être incrustée à 3-5% par mois, malgré l'atonie de la demande et l'application de politiques restrictives. Considérées globalement, ces évolutions pourraient signifier que, lorsque les privatisations et les mutations institutionnelles n'avancent pas de pair avec la libéralisation des prix, les entreprises ne sont pas soumises aux pressions de la concurrence sur le marché interne. En conséquence, devant une faiblesse de la demande globale, elles limitent leur production, puis tentent de relever leurs prix au premier assouplissement, même temporaire, de la politique.

En deuxième lieu, quand les autorités optent pour une relation de change fixe, elles sont placées devant un dilemme. Si elles choisissent un taux bas afin de soutenir les paiements courants – comme on l'a vu en Pologne et, dans une certaine mesure, en Hongrie – la position de monopole

... problèmes pour maîtriser l'évolution des prix et ...

... pour choisir le taux de change approprié

Yougoslavie: évolution monétaire						
Contributions à la variation du total des dépôts, sur la base des chiffres de fin de période						
Rubrique	1980-85 ¹	1986	1987	1988	1989	1990
	variation en % et en points					
Billets et monnaies, dépôts à vue (M ₁)	10,1	29,3	30,3	59,2	482	31,1
Dépôts à terme et d'épargne	31,1	55,5	99,1	184,2	1.842	3,8
<i>dont: en devises</i>	26,3	30,1	82,0	146,8	1.443	1,5
Total des dépôts	41,2	84,8	129,5	243,4	2.324	34,9
Crédits internes	41,4	90,2	114,2	230,2	2.373	37,6
aux entreprises	33,4	62,3	109,2	203,2	1.904	n.d.
<i>dont: en devises</i>	15,2	19,4	58,2	114,5	1.008	-2,7
aux autres secteurs ³	8,0	27,9	5,0	27,0	470	n.d.
Avoirs de change nets	-28,8	-31,2	-78,3	-115,9	-555	} -2,7
Autres actifs nets ⁴	28,6	25,8	93,6	129,1	506	
<i>Pour mémoire:</i>	en ratio					
<i>Total des dépôts/PSB</i>	0,80 ⁵	0,58	0,60	0,68	1,24	n.d.
<i>Crédits aux entreprises/PSB</i>	0,76 ⁵	0,46	0,49	0,56	0,95	n.d.

¹ Taux annuel moyen. ² Chiffres provisoires. ³ Y compris portefeuilles-titres des banques.
⁴ Essentiellement, effets des variations de change. ⁵ 1980.

Sources: Banque Nationale de Yougoslavie et FMI, Statistiques financières internationales.

¹ Taux annuel moyen. ² Chiffres provisoires. ³ Y compris portefeuilles-titres des banques.

⁴ Essentiellement, effets des variations de change. ⁵ 1980.

Sources: Banque Nationale de Yougoslavie et FMI, Statistiques financières internationales.

des entreprises d'Etat en sortira consolidée et, en l'absence de mesures compensatoires, l'excédent des paiements courants accélérera l'expansion monétaire. Si le niveau retenu au départ est trop haut, il sera de plus en plus difficile pour les autorités de défendre l'ancrage du taux de change nominal sans mettre en péril la position extérieure ou d'en réajuster le niveau sans miner la crédibilité du programme de réformes.

Répît de courte
durée seulement
quand les
problèmes
fondamentaux
subsistent ...

En troisième lieu, l'examen rétrospectif des évolutions en 1990 montre clairement qu'un ancrage nominal ou des mesures partielles n'offriront qu'un répît momentané dans les pays qui n'ont pas résolu les questions fondamentales. La Yougoslavie, par exemple, a obtenu une diminution spectaculaire de l'inflation, dans un premier temps, tout en ralentissant l'expansion de la monnaie et du crédit. Cependant, ni les problèmes des entreprises non performantes et lourdement endettées, ni les difficultés liées aux pressions salariales sous-jacentes n'avaient été abordés de manière adéquate dans le plan de réformes; aussi, lorsque les politiques ont été desserrées, les salaires ont vivement progressé et, pour financer les pertes croissantes des entreprises et les subventions supplémentaires, les gouvernements régionaux et les succursales de la Banque Nationale ont tourné les plafonds de crédit. En outre, devant la détérioration marquée des paiements courants, le dinar a été dévalué de près de 30% par rapport au deutsche mark en deux occasions au début de 1991, cependant que ménages et entreprises ne pouvaient plus disposer de leurs dépôts en devises.

... ou quand
les réformes
sont partielles

En dernier lieu, dans les pays moins avancés sur la voie des réformes, les mesures partielles semblent avoir aggravé les tensions inflationnistes et les déséquilibres financiers au lieu de stimuler la production réelle. Plus précisément, alors que les travailleurs accentuaient leur influence sur les choix de gestion dans l'entreprise, les salaires nominaux ont augmenté plus vite que la productivité du travail et l'aggravation de la pénurie de biens de consommation a gonflé le taux d'épargne des ménages par rapport aux revenus (voir tableau de la page 68). Certes, la libéralisation partielle a davantage incité les entreprises à affecter leurs bénéfices à leur propre usage, tandis que, suite à certaines mesures de décentralisation des décisions d'investissement, les banques disposaient d'une plus grande autonomie pour leur accorder des prêts; mais, et ceci est essentiel, les réformes partielles se sont accompagnées d'un alourdissement du déficit du secteur public, financé en grande partie par la banque centrale – surtout en Union soviétique (voir tableau de la page 69), où le financement monétaire du budget a constitué le facteur majeur de l'envolée du ratio M_2/PIB . Il semble bien que le crédit aux entreprises, pourtant composante importante de l'expansion monétaire avant 1985, ait été victime d'un effet d'éviction.

Rôle du système financier dans le processus de réformes

Les réformes
doivent couvrir
le système
financier

Un large débat s'est engagé, l'an passé, sur la nécessité d'une stabilisation économique ainsi que sur le rythme et l'échelonnement des réformes. Les mesures de première urgence diffèrent d'un pays à l'autre, essentiellement en fonction de l'ampleur de l'inflation constatée et réprimée, de la position

extérieure et du degré de distorsion des prix relatifs. La discussion actuelle porte principalement sur les privatisations, bien évidemment au cœur du processus de transition. Toutefois, étant donné les déséquilibres financiers hérités, déjà mentionnés, et le risque qu'ils rendent les politiques de stabilisation moins efficaces et supportables s'ils ne sont pas résorbés, il faudra accorder une place centrale à la réorganisation du système financier, dont la stabilité non seulement facilitera l'application des autres aspects de la réforme, mais pourra même conditionner leur succès.

Développement du système financier en Europe de l'Est. Dans le schéma traditionnel de planification centralisée, la monnaie jouait un rôle purement passif et le système financier était essentiellement conçu pour assurer la surveillance des flux de paiements et la bonne exécution du plan physique. Du point de vue institutionnel, la structure était hautement centralisée et comportait une banque d'Etat, à la fois banque centrale et principale banque commerciale, puis, en complément, quelques établissements spécialisés: une banque du commerce extérieur, une banque d'investissement, une ou plusieurs institutions affectées à des secteurs spécifiques et une caisse d'épargne à l'intention exclusive des ménages, qui offrait des prêts au logement à des taux très bas.

La première étape de la réforme a consisté à créer un système bancaire à deux niveaux, réservant à la banque d'Etat la responsabilité de la régulation de la monnaie et du crédit et attribuant ses fonctions commerciales à quelques établissements créés à cet effet, qui reprenaient l'encours des prêts et étaient chargés de régions ou secteurs particuliers. Un tel système a été mis en œuvre dès 1965 en Yougoslavie, en 1987–89 dans la plupart des autres pays et l'année dernière seulement en Roumanie. Plusieurs pays ont ajouté un troisième niveau en autorisant la constitution de «nouveaux» établissements (avec, dans certains cas, la participation de banques ou de capitaux d'origine étrangère) qui n'ont pas à supporter le fardeau des prêts improductifs des anciennes banques d'Etat et dont l'activité ne comporte aucune limite géographique ni sectorielle. Les

Le système financier en régime de planification centralisée

Premières mesures de réforme financière

Europe de l'Est: évolution des dépôts d'épargne des ménages							
Pays	1970	1975	1980	1985	1988	1989	1990 ¹
	dépôts en fin d'année, en % du PMN (PIB) à prix courants						
Bulgarie	37,9	53,2	50,2	61,3	62,4	63,3	n.d.
Hongrie ²	12,7	16,8	20,1	22,4	18,7	15,3	15,0
Pologne	15,3	22,4	25,1	19,9	15,3	8,2	n.d.
RDA	42,9	47,6	51,5	51,5	56,5	58,5	n.d.
Roumanie	n.d.	11,1	16,3	17,5	21,8	25,4	30,3
Tchécoslovaquie	20,4	28,7	32,3	39,9	43,8	45,0	n.d.
Union soviétique	16,1	25,1	34,0	38,2	47,1	50,0	54,3
Yougoslavie	18,2	19,7	22,9	20,5	28,1	58,5	n.d.

¹ Chiffres en partie estimés. ² Hors dépôts en monnaies convertibles; rupture dans les séries après 1987.

Sources: ONU, Commission économique pour l'Europe; ONU, Comptes Nationaux; FMI, Statistiques financières internationales; données nationales.

Union soviétique: évolution monétaire						
Rubrique	1980-85	1986	1987	1988	1989	1990 ¹
	variation en %					
M ₁	6,8	7,6	15,7	15,4	14,3	13,4
M ₂	7,5	8,5	14,7	14,1	14,8	15,3
	variation en points ²					
Avoirs détenus par:						
les ménages	5,6	7,3	7,6	8,5	10,9	9,9
les entreprises	1,9	1,2	7,1	5,6	3,9	5,4
Contreparties:						
crédits aux entreprises	10,8	-18,4	-5,5	- 6,2	-2,8	-2,6
crédits au gouvernement	2,9	6,0	14,7	20,7	17,2	21,9
	en %					
Pour mémoire:						
Besoin de financement du secteur public/PIB	0,4 ³	- 6,2	-8,8	-11,0	-9,5	-8,3
M ₂ /PIB	35,5 ⁴	51,2	56,9	61,2	65,5	72,0

¹ Chiffres provisoires ou estimations. ² Contributions à la variation de M₂. ³ 1981-85. ⁴ 1980.
Sources: FMI, Banque mondiale, OCDE et BERD: *A Study of the Soviet Economy*.

marchés des valeurs mobilières ont également commencé à se développer, offrant aux ménages une plus large gamme d'instruments d'épargne tout en procurant aux autorités de nouvelles possibilités pour financer les déficits budgétaires et conduire la politique monétaire. La Hongrie est allée le plus loin dans cette voie: un marché obligataire y a été ouvert en 1983; la Banque Nationale oriente les taux à court terme depuis décembre 1988 par l'adjudication régulière de titres du Trésor; des certificats de dépôt négociables existent depuis 1988 et la Bourse a été réouverte l'été dernier. En Pologne, un marché des actions fonctionne depuis cette année et des cessions d'effets de la Banque Nationale ont été instituées pour assurer le contrôle monétaire à court terme. Dans ces deux économies, cependant, les portefeuilles de titres ne représentent qu'une faible partie des avoirs financiers du secteur privé, de sorte que le plafonnement du crédit et le refinancement des concours aux entreprises demeurent les principaux instruments de régulation de la monnaie.

Problèmes
à résoudre:

stock de prêts
improductifs

Problèmes liés à la réforme financière. Etant donné les très récentes modifications du système bancaire et le caractère embryonnaire des marchés des valeurs mobilières, les systèmes financiers sont confrontés à de nombreux problèmes. Le risque probablement le plus sérieux pour leur stabilité réside dans l'accumulation de prêts improductifs dans le portefeuille des banques commerciales. Selon une étude officielle, ils représentaient en Hongrie, à la fin de 1989, au moins 28% (voire jusqu'à 44%) des crédits internes aux entreprises et avaient été consentis pour près de 30% à un «noyau» d'importantes sociétés insolvables. Des chiffres similaires ont été calculés pour la Yougoslavie, où un organisme vient d'être créé pour la restructuration des banques. La Roumanie, pour sa part, a choisi d'affecter des ressources de l'administration centrale à l'annulation des trois quarts de la dette des entreprises. Devant l'ampleur des prêts improductifs et les

risques systémiques, un partage du fardeau entre banques et secteur public sera peut-être inévitable, malgré le niveau déjà élevé de l'endettement public dans la plupart des pays et la nécessité de contenir les déficits budgétaires.

Un problème connexe concerne les caisses d'épargne, qui détiennent la quasi-totalité des prêts au logement à long terme octroyés à des taux fixes très bas. Là où les taux d'intérêt ont été relevés en termes nominaux et réels, ces établissements se trouvent dans la même situation que les caisses d'épargne des Etats-Unis au début des années quatre-vingt. La Pologne a résolu ce problème en renégociant les contrats et en majorant les taux des crédits hypothécaires, tandis que la Hongrie a institué un fonds spécial pour le logement qui a déchargé les prêteurs de ces crédits en les remplaçant par des titres d'Etat. Il n'en demeure pas moins que, comme dans la plupart des pays qui financent les marges négatives entre taux débiteurs et créditeurs par voie de subventions publiques, des transferts budgétaires à certains utilisateurs finals ou au fonds pour le logement restent nécessaires.

hypothèques
à faible taux
d'intérêt

Dans plusieurs pays, une accumulation d'épargne forcée, ces dernières années, laisse planer la menace d'un excès de demande et d'une accélération de l'inflation. Dans une certaine mesure, cette épargne «pléthorique» peut être considérée comme la contrepartie des prêts improductifs et la preuve d'une grave distorsion dans l'affectation du capital. Récemment, l'Union soviétique a essayé de réduire cet excès en retirant les grosses coupures en circulation. Une autre solution serait d'offrir aux ménages des actifs financiers plus attrayants mais moins liquides, ce qui est rendu possible par l'essor des marchés des valeurs mobilières et la mise en route de la privatisation.

accumulation
d'épargne forcée

Les problèmes d'accumulation qui viennent d'être décrits sont imputables à diverses carences du système antérieur, notamment à l'absence d'instruments d'épargne attractifs et à la pratique qui consistait à attribuer des crédits sans tenir suffisamment compte de la rentabilité de l'investissement sous-jacent. Eu égard aux énormes besoins de la plupart de ces pays, la réforme financière devra avoir pour objectif important de stimuler la mobilisation de l'épargne et de la canaliser vers les secteurs offrant le plus grand profit. La Hongrie, la Pologne et la Yougoslavie ont libéré leurs taux d'intérêt en 1990 et d'autres pays d'Europe de l'Est leur ont emboîté le pas cette année. Toutefois, du fait de l'absence d'instruments de marché, il s'est avéré difficile de préserver des taux d'intérêt réels positifs, tout particulièrement en période d'inflation galopante. De surcroît, en raison de la lenteur des restructurations d'entreprises et des difficultés dans l'application d'une «dure contrainte budgétaire», les taux d'intérêt ne garantissent pas une allocation efficiente des ressources.

absence d'inci-
tation à l'épargne
et d'une «dure
contrainte
budgétaire»

Il ne suffit d'ailleurs pas d'accroître la sensibilité de la demande de prêts aux taux d'intérêt; puisque les modifications du système de crédit ont été effectuées, pour l'essentiel, il y a très peu de temps, ces pays ne disposent encore ni de l'expertise de la gestion ni de l'expérience de l'évaluation des dossiers. Seuls quelques-uns ont déjà réussi à adopter et appliquer des règles comptables modernes et les normes internationales de surveillance

évaluation
du crédit
et surveillance
prudentielle

	<p>et de contrôle. Vu le risque que des défaillances, même en petit nombre, aient de graves conséquences pour tout le système, ils doivent résoudre ce problème de toute urgence; à cet effet, des projets ont été élaborés en coopération avec des banques centrales occidentales.</p>
compartimentation des marchés	<p>La nature très compartimentée du système bancaire et, en corollaire, le faible degré de diversification des risques font également partie des problèmes hérités. Malgré l'assouplissement des anciennes restrictions, les prêts des banques commerciales du deuxième niveau sont, en majorité, fortement concentrés sur une région ou un secteur d'activité. Au surplus, bien que la plupart des banques commerciales puissent désormais se faire concurrence pour la collecte de fonds, l'essentiel des dépôts des ménages est demeuré sur les livres des établissements d'épargne, de sorte qu'elles se procurent principalement leurs ressources en refinançant auprès de la banque centrale leurs concours aux entreprises.</p>
absence de concurrence	<p>Même dans les pays les plus avancés dans les réformes, le système financier est très concentré; il souffre, en outre, d'un faible degré de concurrence, ce qui est lié à la fois à sa compartimentation et au mode de création des banques du deuxième niveau; il en résulte des marges d'intermédiation exceptionnellement larges. Le rendement du capital est fort élevé par rapport aux banques des pays industrialisés, mais cela s'explique en partie par la faiblesse des fonds propres et par des pratiques comptables contestables.</p>
et structure inadéquate du capital	<p>La structure du capital des banques pose, elle aussi, un problème. Dans certains pays, particulièrement en Yougoslavie, les sociétés non financières possèdent une proportion importante du capital social, d'où un grand risque de préférence intra-groupe («insider lending») au moment de l'octroi des prêts. Dans un cas, la banque centrale est actionnaire majoritaire, et elle peut alors être placée devant un conflit d'intérêts dans l'exercice de ses responsabilités de refinancement et de surveillance. Dans d'autres pays, c'est l'Etat qui est l'actionnaire principal, ce qui risque de favoriser les projets qu'il juge lui-même prioritaires. En général, les banques sont sous-capitalisées; la Bulgarie, la Hongrie, la Pologne et la Yougoslavie ont adopté (ou proposé) des normes minimales de fonds propres, mais de nombreuses banques n'atteignent pas le niveau requis et ont besoin de capitaux frais.</p>
Par-dessus tout, régulation monétaire insuffisante, en raison ...	<p>Finalement, le problème peut-être le plus fondamental tient à la capacité des banques centrales de réguler effectivement la croissance des agrégats de la monnaie et du crédit. Comme on l'a vu précédemment, le financement des déficits budgétaires par l'institut d'émission constitue une source majeure de l'excès monétaire; il est donc essentiel que celui-ci soit dégagé de toute obligation à cet égard. La Pologne est allée le plus loin dans cette voie, avec une loi interdisant à la banque centrale de combler le déficit public ou de couvrir les pertes des entreprises d'Etat; en Union soviétique, à l'opposé, la Banque d'Etat dispose de très peu d'autonomie. En règle générale, l'action des instituts d'émission est entravée par le caractère embryonnaire des marchés des capitaux et par la fragilité des banques commerciales.</p>
... des déficits de l'Etat ...	
... des marchés officiels du crédit ...	<p>Un autre aspect de la régulation monétaire concerne le marché officiel du crédit. Dans certains pays, les prêts inter-entreprises représentent</p>

entre le tiers et la moitié du crédit total, si bien que leur croissance a souvent fait échouer les politiques restrictives. La Pologne a réussi à les réduire, l'an passé, alors qu'ils se sont multipliés en Hongrie et en Tchécoslovaquie, dans ce dernier pays surtout après la réforme des prix au début de 1991. La solution de ce problème est à rechercher en partie dans la création d'un système de paiement plus efficace, complété par un contrôle plus rigoureux, mais elle dépendra aussi de l'adoption de procédures claires de règlement des faillites, car les prêts de cette nature sont souvent non spontanés et liés à des arriérés de paiements.

L'efficacité de la régulation monétaire est conditionnée avant tout par la mise en place d'un mode de gestion des banques commerciales octroyant les prêts uniquement à des agents économiques responsables. L'expérience a clairement montré que l'absence de responsabilité économique produit de graves distorsions dans l'affectation du crédit et du stock de capital, ralentissant finalement la croissance et amplifiant les déséquilibres financiers. Simultanément, c'est peut-être dans l'application d'une discipline plus stricte que ces pays rencontreront les obstacles les plus sérieux pour faire progresser la réforme financière, puisque celle-ci doit nécessairement aller de pair avec la transformation et la privatisation des entreprises.

... et de l'absence
de responsabilité
économique

IV. Echanges et paiements internationaux

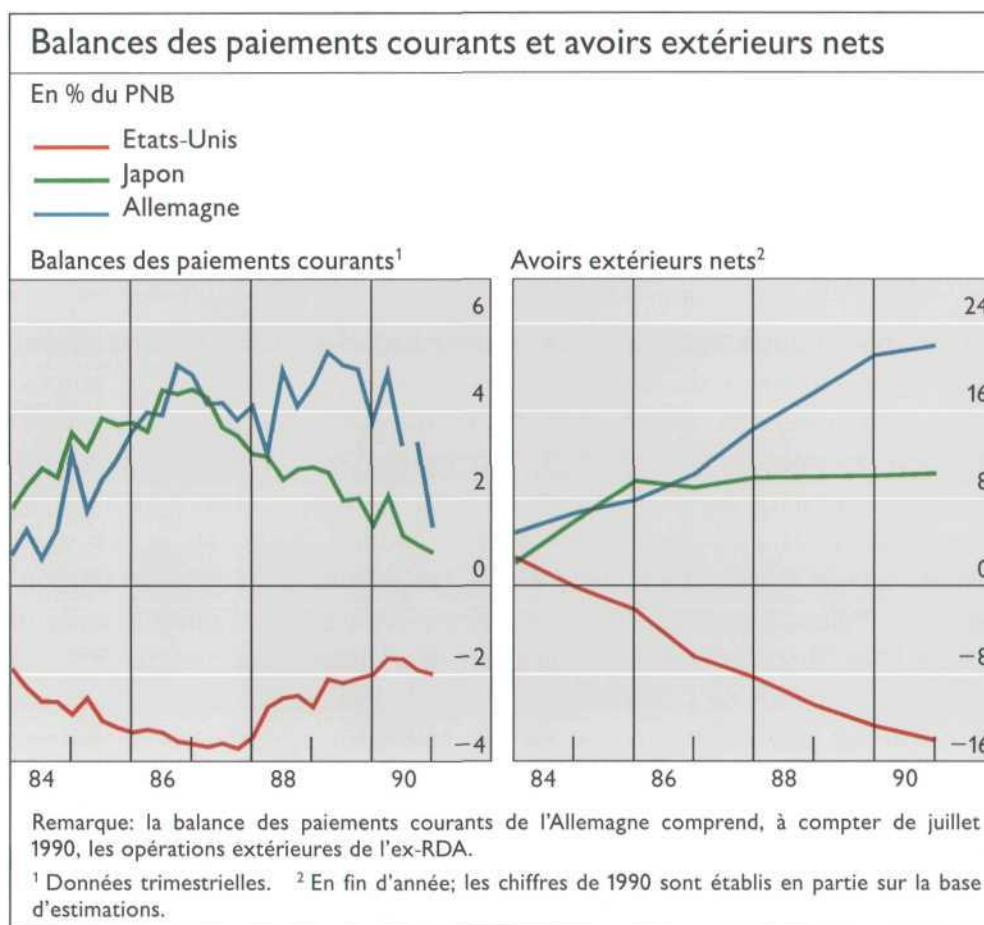
Faits saillants

L'an dernier, l'ajustement extérieur a été grandement facilité par le déphasage progressif de la demande dans les principales économies. La coexistence d'un dynamisme persistant au Japon, d'un emballement de la conjoncture en Allemagne consécutif à l'unification et d'une récession aux Etats-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni a fortement contribué à réduire les déséquilibres les plus importants dans le monde industriel. Après avoir atteint des maximums de quelque 4-5%, les excédents des paiements courants de l'Allemagne et du Japon étaient revenus en fin d'année à environ 1% du PNB. Bien que les statistiques sur le premier trimestre de 1991 révèlent l'élimination de l'excédent allemand, il apparaît que celui du Japon a recommencé de s'accroître. Le déficit américain a continué de baisser modérément, à 1,8% du PNB, sous l'effet d'une nouvelle augmentation sensible des exportations, alors que la récession freinait la progression des importations de marchandises. Le solde des revenus des investissements s'est aussi nettement amélioré, grâce surtout à l'érosion marquée des bénéfices des entreprises étrangères implantées aux Etats-Unis. Des facteurs similaires ont réduit le déficit du Royaume-Uni de plus de 1% du PNB.

Dans le reste du monde industriel, l'ajustement a toutefois été moins prononcé. Plusieurs pays européens, en particulier, ont été confrontés à des déficits substantiels et croissants. L'engagement à l'égard du mécanisme de change du SME dans certains cas, et des objectifs de taux de change nominaux dans d'autres, a sans aucun doute renforcé la stabilité des monnaies en Europe ces dernières années. Cependant, en l'absence de convergence totale en matière d'inflation, quelques taux de change réels ont eu tendance à diverger sensiblement. D'importantes modifications de la compétitivité ont commencé à saper l'équilibre extérieur de plusieurs pays européens.

La tendance des pays à taux d'intérêt et d'inflation élevés à attirer les capitaux privés – bien au-delà de leur déficit des paiements courants, souvent important – s'est encore vérifiée. Néanmoins, les flux d'investissements internationaux ont fortement chuté pour la première fois depuis 1985, l'attrait du marché américain ayant faibli et les institutions financières japonaises ayant semblé moins enclines à placer des fonds à l'étranger.

Les difficultés croissantes rencontrées en Europe de l'Est pour attirer les capitaux privés étrangers ont suscité, par contre, les préoccupations les plus vives. Du fait de l'enlisement de l'Union soviétique dans la crise économique et politique, les banques se sont montrées extrêmement réticentes à accorder des crédits supplémentaires sans la garantie des gouvernements occidentaux. La Bulgarie ayant cessé d'assurer le service de sa dette extérieure en début d'année, le peu d'empressement des banques à octroyer



des prêts s'est progressivement étendu à la plupart des pays d'Europe de l'Est. L'ancien système d'échanges commerciaux du COMECON a commencé de se désintégrer, privant ainsi ces pays de débouchés soviétiques qu'ils croyaient acquis et les obligeant à payer beaucoup plus cher le pétrole importé de l'Union soviétique.

Le mouvement de yo-yo – bref mais accentué – des prix mondiaux du pétrole pendant la crise du Golfe a dopé durant un certain temps les revenus d'exportations de l'Union soviétique et des autres exportateurs de pétrole, mais les prix ne se sont pas maintenus suffisamment longtemps pour avoir un effet durable sur la structure des paiements dans le monde. On a constaté, en revanche, que plusieurs pays en développement (dont certains exportateurs de pétrole d'Amérique latine) qui avaient entrepris de restructurer leur économie éprouvaient déjà moins de difficultés pour attirer les capitaux privés étrangers. L'augmentation des investissements directs, l'intérêt accru des non-résidents pour les actions des sociétés de ces pays, les nouvelles émissions d'obligations internationales et les prêts bancaires sont autant d'éléments qui ont joué un rôle dans cette évolution.

Commerce international

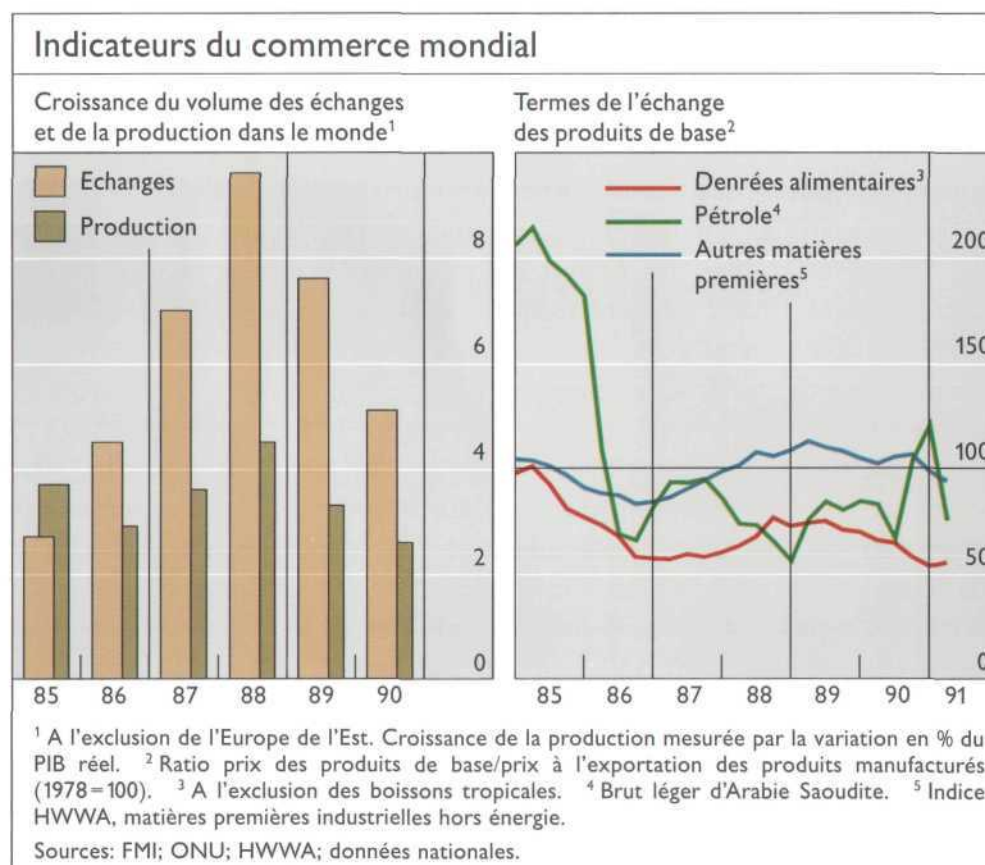
L'affaiblissement de l'activité économique dans la plupart des pays industriels et le début de la récession dans d'autres ont entraîné, l'an dernier,

L'expansion des importations se ralentit pratiquement partout

une décélération progressive des importations en volume des pays industriels. L'exception la plus notable à cet égard concerne l'Allemagne, dont le volume des achats à l'étranger a augmenté de quelque 15% entre le dernier trimestre de 1989 et de 1990. Dans les autres pays industriels, le rythme de progression des importations s'est ralenti, pour s'établir, sur la même période, à seulement 1% environ. Globalement, le volume des importations des pays industriels – Allemagne comprise – s'est gonflé de près de 6% sur l'ensemble de 1990. Dans le monde en développement, les exportateurs de pétrole (hormis le Koweït et l'Irak) ont été en mesure d'accroître leurs importations plus rapidement que l'année précédente (voir Chapitre III). Le volume moyen des achats à l'étranger des ENI d'Asie a également fortement progressé au premier semestre de 1990, mais semble s'être ensuite stabilisé. Ailleurs, les importations en volume ont sensiblement diminué. Compte non tenu des échanges commerciaux du COMECON, la croissance du commerce mondial est revenue de 7% en 1989 à 5%. Au sein du COMECON, les échanges auraient chuté de 15% environ, les arrangements commerciaux bilatéraux conclus entre l'Union soviétique et ses partenaires d'Europe de l'Est ayant commencé à se désagréger.

Baisse des cours de la plupart des produits de base non pétroliers

Les termes de l'échange entre le monde industriel et les pays en développement ont été soumis à deux forces contraires. Comme l'explique de manière plus exhaustive le Chapitre III, les cours en dollars des quatre principaux groupes de produits de base non pétroliers ont baissé malgré la dépréciation du dollar; du fait de l'augmentation marquée des prix à l'exportation des produits manufacturés, les termes de l'échange des matières



premières se sont dégradés. Les prix pétroliers, en revanche, se sont élevés d'environ 17–18% en termes réels en 1990. Dans le même temps, leur instabilité s'est considérablement accrue, les marchés se trouvant confrontés à la fois à d'importantes variations à moyen terme de la demande de pétrole et à la guerre au Moyen-Orient.

Pétrole

La dépendance accrue des pays industriels vis-à-vis des livraisons de l'OPEP constitue une tendance sous-jacente non négligeable. Tous les pays industriels sauf trois sont importateurs nets de pétrole, avec des achats de 22,6 millions de barils par jour l'an dernier, soit pratiquement un quart de plus qu'en 1985 et à peine moins que lors du premier choc pétrolier (voir tableau de la page 77). Cette augmentation a été due en grande partie au gonflement des importations américaines, lui-même imputable surtout à deux facteurs: tout d'abord, la baisse des prix pétroliers depuis le milieu des années quatre-vingt a eu tendance à exercer un effet négatif sur la production pétrolière américaine relativement coûteuse; entre 1985 et 1990, elle a fléchi, en effet, d'environ 15%. Ensuite, le recul de la consommation de pétrole par unité produite a été moins prononcé aux Etats-Unis que dans les autres pays industriels. Par voie de conséquence, les importations nettes en volume de ce pays en 1990 se sont accrues de quelque 60% par rapport à 1985. Par ailleurs, la demande des pays en développement a fortement augmenté ces dernières années, notamment dans les ENI d'Asie. Compte tenu de la relative stabilité globale des exportations nettes des pays industriels producteurs de pétrole (Canada, Norvège et Royaume-Uni) et de la chute des exportations soviétiques, cette demande supplémentaire a été couverte pour l'essentiel par les pays de l'OPEP.

Néanmoins, la production de l'OPEP était encore inférieure à son exploitation potentielle à la fin des années quatre-vingt, et il s'est avéré difficile de s'accorder sur une limitation étant donné le niveau relativement bas, bien qu'en hausse, des prix et les gros besoins en devises de certains pays membres. Malgré l'accroissement substantiel de la production de l'OPEP en 1989, les prix ont monté: en décembre 1989, le prix moyen du pétrole importé atteignait pratiquement \$19 le baril, contre \$15 environ un an plus tôt.

Toutefois, au début de 1990, l'expansion des approvisionnements – en provenance du Moyen-Orient notamment – a commencé à peser fortement sur les prix. En juin, ces derniers étaient tombés à une moyenne inférieure à \$15 le baril. Les rumeurs d'un nouvel accord de l'OPEP sur la réduction de l'offre ont cependant entraîné une remontée sensible bien avant l'invasion du Koweït par l'Irak, le 2 août. L'imposition rapide, par les Nations unies, d'un embargo sur les échanges contrôlés par l'Irak a effectivement privé les marchés pétroliers mondiaux de deux exportateurs de premier plan qui, à la veille de l'invasion, assuraient plus du quart de la production totale du Moyen-Orient. Les prix pétroliers sont alors montés en flèche. Bien que l'augmentation de la production dans d'autres pays ait eu tôt fait de

Dépendance
accrue vis-à-vis
de l'OPEP

L'intensification
de la production
pétrolière ...

... finit par faire
baisser les prix

La crise du Golfe
provoque une
nouvelle hausse ...

Echanges mondiaux de pétrole ¹						
Pays et zone	1973-74	1979-80	1985	1988	1989	1990
	en millions de barils par jour					
Pays industriels	26,0	25,1	15,9	19,1	20,4	20,7
Importateurs	23,9	25,0	17,8	21,2	22,1	22,6
<i>dont:</i>						
<i>Etats-Unis</i>	6,1	7,3	4,4	6,6	7,1	7,1
<i>Japon</i>	5,2	5,1	4,1	4,5	4,8	5,0
<i>Europe occidentale</i>	11,7	11,6	8,9	9,5	9,6	9,8
Exportateurs	2,1	0,1	- 1,9	- 2,1	- 1,7	- 1,9
Canada	- 0,2	0,1	- 0,3	- 0,4	- 0,2	- 0,3
Norvège	0,1	- 0,2	- 0,6	- 0,9	- 1,3	- 1,4
Royaume-Uni	2,2	0,2	- 1,0	- 0,7	- 0,2	- 0,2
PED hors OPEP	2,7	2,5	0,2	0,7	1,0	1,1
<i>dont:</i>						
<i>ENI d'Asie et autres pays²</i>	1,1	1,7	1,5	2,2	2,3	2,5
Anciennes économies à planification centralisée	- 0,5	- 1,2	- 1,9	- 2,2	- 1,9	- 1,7
OPEP ³	-29,4	-26,8	-13,8	-17,7	-19,4	-20,6

Remarque: les données transmises uniquement en tonnes ont été converties en appliquant un coefficient de 7,1 barils/tonne pour le brut et de 8,1 barils/tonne pour les produits. Comme il ne s'agit que d'une approximation, la somme des différents pays peut ne pas être égale au total de chaque zone.

¹ Importations nettes (- = exportations nettes). ² Y compris les Philippines et la Thaïlande.

³ Plus Oman et Bahreïn.

Sources: Agence internationale de l'énergie; Nations unies; données nationales; sources de l'industrie pétrolière.

compenser en grande partie l'absence du pétrole de l'Irak et du Koweït, la crainte qu'une guerre imminente ne désorganise la production en Arabie Saoudite et dans les Etats voisins a provoqué une forte poussée des prix sur le marché libre.

... mais pour
quelque temps
seulement

A la différence du choc pétrolier de la fin des années soixante-dix – les prix avaient alors monté pendant plusieurs mois avant de se stabiliser durablement – beaucoup d'observateurs avaient prévu que le renchérissement du pétrole l'an dernier s'inverserait relativement vite. Deux éléments, en effet, ont entraîné un fléchissement sensible en fin d'année: l'accroissement de la production mondiale, qui a dépassé son rythme d'avant l'invasion, et le niveau record depuis 1981 des stocks constitués. La guerre, qui s'est en définitive déclenchée au début de 1991, a de fait été brève et a peu affecté les capacités de production en dehors de celles de l'Irak et du Koweït. Les prix pétroliers ont donc continué à baisser, pour revenir dans les premiers mois de 1991 à leurs niveaux antérieurs à l'invasion.

L'«Uruguay Round»

Enlèvement
des négociations
commerciales

Les négociations multilatérales du GATT (Uruguay Round), amorcées en septembre 1986, ont été ajournées sans qu'un accord ait été trouvé en décembre 1990, date initialement prévue pour leur achèvement. Au départ, les objectifs fixés étaient, il est vrai, particulièrement ambitieux. Alors que

les sessions précédentes avaient cherché à libéraliser le commerce dans des domaines bien balisés, les délégations abordaient, cette fois, des questions sur lesquelles de lourds contentieux subsistaient: agriculture, services, protection de la propriété intellectuelle et investissements directs à l'étranger. Ces discussions visaient également à réglementer de manière plus explicite les «zones grises» des restrictions non tarifaires de plus en plus utilisées, telles que les droits compensatoires et les mesures antidumping ainsi que les limitations «volontaires» des exportations.

Le fait de n'avoir pas réussi à respecter le calendrier prévu n'exclut pas nécessairement, toutefois, certains progrès et réalisations. Tout d'abord, les procédures de règlement des conflits ont été étendues et rationalisées. En outre, la surveillance par les instances du GATT des politiques commerciales nationales a été renforcée par le nouveau mécanisme d'examen (Trade Policy Review Mechanism), qui soumet les pratiques commerciales des pays membres à un contrôle multilatéral approfondi. Cependant, alors que plusieurs pays en développement ont pris d'importantes mesures en vue de libéraliser davantage leurs échanges, la plupart des barrières non tarifaires érigées par les pays industriels sont toujours en place. Beaucoup de ces mesures, censées revêtir un caractère «temporaire», ne comportent aucune date d'expiration automatique et toutes pratiquement sont de nature bilatérale, ce qui non seulement opère une discrimination entre les fournisseurs étrangers mais encourage également les ententes bilatérales en sapant le système commercial multilatéral. Les pays en développement sont particulièrement touchés par ces mesures. Les statistiques de la CNUCED montrent qu'en 1990 un quart des produits manufacturés achetés par les pays industriels aux pays en développement ont été soumis à bon nombre de barrières non tarifaires, alors que cette proportion n'atteint que 15% pour les importations entre pays industriels. La dérive de ces derniers vers des échanges «administrés» est difficilement acceptable, au moment même où de nombreux pays en développement ainsi que les économies de marché naissantes en Europe de l'Est s'engagent, souvent sur injonction des pays industriels créanciers, dans des systèmes commerciaux ouverts et intégrés pour favoriser l'ajustement structurel et renforcer ainsi l'efficacité de l'économie.

Si l'on ne parvenait pas, au terme de ces négociations, à élargir le champ d'action du GATT ou à traiter le problème des nouvelles entraves au commerce, le système des échanges internationaux ne serait pas pour autant menacé dans l'immédiat. Toutefois, au cas où aucun véritable accord multilatéral ne serait conclu, les blocs commerciaux – de plus en plus actifs ces dernières années – pourraient être tentés de s'occuper eux-mêmes de toutes ces questions, exposant ainsi le commerce mondial à de graves dangers protectionnistes.

Réduction des déséquilibres américain et japonais

Trois éléments ont modelé la physionomie des paiements courants des deux plus grandes économies en 1990. Premièrement, les écarts dans l'évolution de la demande intérieure ont continué de soutenir l'expansion

Quelques résultats ...

... mais persistance de nombreux obstacles

Les risques d'un échec

Le déphasage au niveau de la demande favorise l'ajustement ...

... de même que
la dépréciation
du dollar...

... cependant que
le yen reste faible

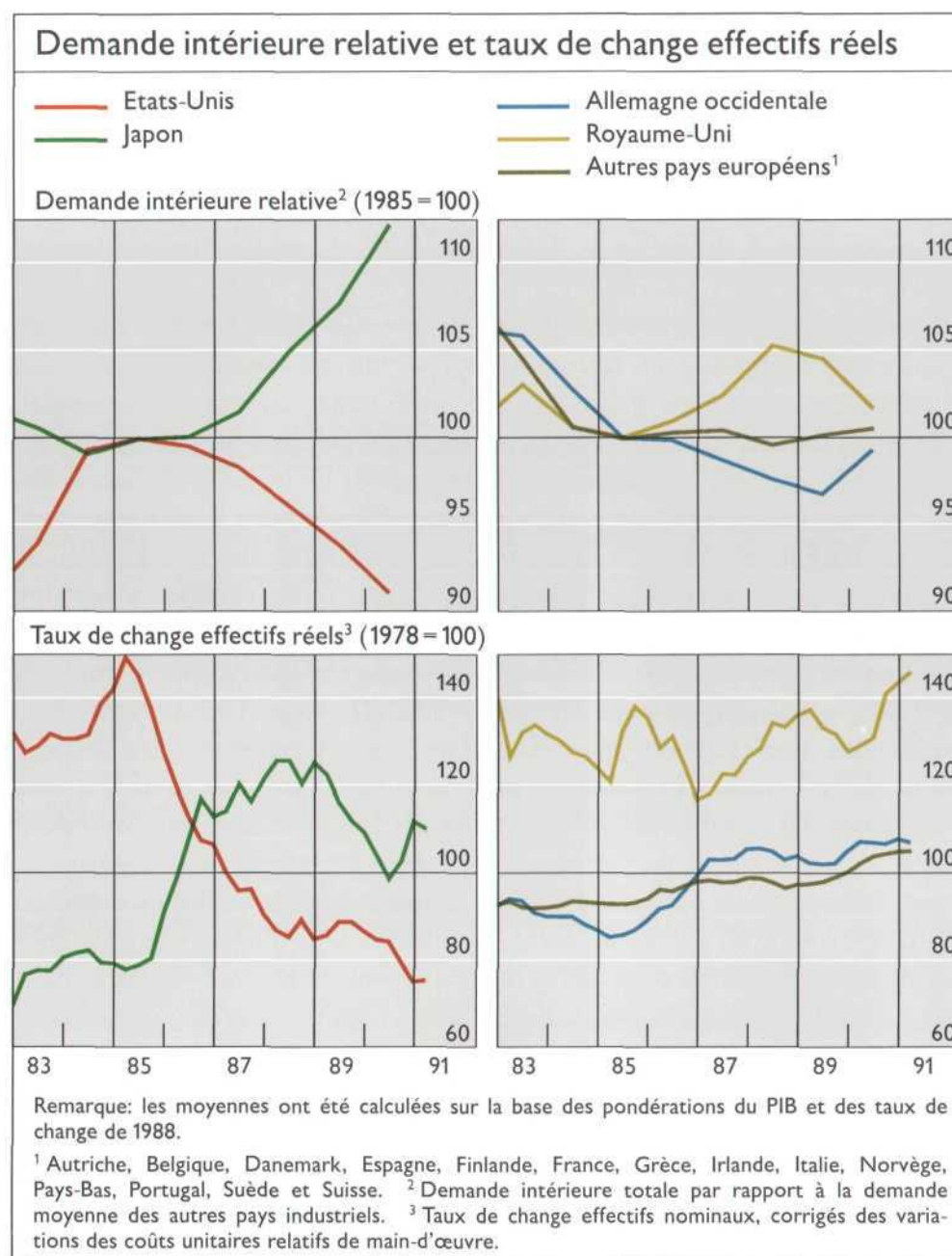
des exportations américaines et des importations japonaises; ils se sont même creusés en 1990, du fait de l'entrée en récession des Etats-Unis en fin d'année et de la persistance d'une croissance soutenue au Japon (voir graphique de la page 80). Deuxièmement, la dégradation de la compétitivité américaine en matière de coûts au premier semestre de 1989 a été limitée et de courte durée. Six mois plus tard, le taux de change effectif réel du dollar a recommencé à se déprécier et, à la fin de 1990, il était tombé à un niveau inférieur de moitié à son maximum du début de 1985. En revanche, jusqu'au milieu de 1990, le yen a évolué dans un sens qui a joué à l'encontre de l'ajustement extérieur, en raison surtout de baisses brutales vis-à-vis des monnaies européennes. Il s'est ensuite redressé, mais son taux effectif réel a néanmoins clôturé nettement en deçà de ses niveaux antérieurs. Enfin, contrairement aux années précédentes (et à l'inverse, d'ailleurs, des modifications à moyen terme sous-jacentes des positions créditrices extérieures nettes), les paiements nets au titre des revenus des investissements ont contribué à réduire encore les déséquilibres. Cette situation s'explique en partie par la baisse des taux d'intérêt des actifs en dollars par rapport aux autres monnaies. La raison essentielle réside cependant dans la contraction des revenus des investissements directs étrangers, tant sur les placements des non-résidents aux Etats-Unis que sur ceux des Japonais à l'étranger. Il convient toutefois de rappeler à cet égard que les estimations concernant les revenus des investissements directs sont parmi les moins fiables des statistiques des paiements courants: les méthodes de recouvrement, la couverture des données et les conventions comptables varient, en effet, fortement d'un pays à l'autre. L'ampleur du problème apparaît dans l'écart entre le total déclaré des revenus des investissements directs et celui des versements effectués à ce titre. En 1989 – dernière année pour laquelle des données mondiales sont disponibles – le montant global des revenus déclarés s'est élevé à \$107 milliards, tandis que les paiements ont atteint \$79 milliards, soit une différence de quelque \$28 milliards.

Etats-Unis

Le déficit des paiements courants aux Etats-Unis s'est contracté de près de \$11 milliards l'an dernier, sous l'effet surtout de l'accroissement de \$8½ milliards des revenus des investissements nets. Le déficit commercial n'a diminué que de \$6 milliards. En raison de la crise du Golfe, cependant, les transferts nets à l'étranger ont notablement augmenté. Or, comme une bonne partie des dépenses encourues par les Etats-Unis pendant la guerre du Golfe – tant sur le plan interne qu'à l'étranger – devraient être prises en charge par les gouvernements étrangers, les Etats-Unis vont vraisemblablement bénéficier de transferts substantiels au premier semestre de 1991, ce qui provoquera un solde des paiements courants favorable mais trompeur.

Ajustement
sensible
en volume
aux Etats-Unis...

Malgré un alourdissement de \$11 milliards de la facture pétrolière, dû surtout au renchérissement du pétrole, une nouvelle réduction du déficit commercial est intervenue. Le déficit hors pétrole (tant en termes nominaux qu'à prix constants) a régressé d'environ \$17 milliards l'an dernier, le volume des exportations ayant continué de progresser à un rythme plus



rapide que celui des importations et les termes de l'échange hors pétrole étant demeurés pratiquement inchangés.

En 1990, les exportations non agricoles se sont accrues de 10% en volume et ont été relativement soutenues tout au long de l'année. Bien qu'en recul par rapport à 1989, cette augmentation a été supérieure à l'expansion sur les marchés clients des Etats-Unis (qui se sont notamment ressentis de la récession au Canada): la pénétration américaine à l'étranger s'est donc encore intensifiée en 1990. Les ventes de produits finis ont été particulièrement dynamiques; à l'inverse, les exportations agricoles ont fléchi, la baisse des prix l'emportant sur une faible progression en volume.

L'accroissement du volume des importations hors pétrole était revenu de 6% environ en rythme annuel au cours des trois premiers mois à 2% au dernier trimestre. Les importations de biens d'équipement, qui avaient

... dû à l'augmentation des exportations ...

... et au ralentissement des importations hors pétrole

augmenté de 16% en moyenne annuelle sur les trois années précédentes, ont enregistré en 1990 une expansion inférieure à 4% en termes nominaux, conséquence de la stagnation des investissements en capital fixe. De même, le faible niveau des dépenses des ménages a pesé sur les importations de biens de consommation, qui se sont accrues d'un peu plus de 3% en valeur nominale, contre 9% en moyenne au cours de la période 1987-89.

Le solde
des invisibles
s'améliore ...

L'amélioration de la compétitivité des Etats-Unis a également stimulé les exportations de services: l'excédent des services autres que les revenus de facteurs (à l'exclusion des opérations de caractère militaire et de l'Etat fédéral) est passé de \$4 milliards en 1985 à \$28 milliards en 1989 et à près de \$31 milliards l'an dernier. Les recettes du tourisme ont augmenté de manière particulièrement sensible.

... notamment
celui des revenus
d'investissements...

Le solde des revenus d'investissements, légèrement déficitaire en 1989, a enregistré un excédent de \$7,5 milliards l'an dernier. Cette amélioration s'explique presque exclusivement par une baisse, en grande partie cyclique, de près de \$10 milliards des paiements au titre des revenus d'investissements directs étrangers (IDE) aux Etats-Unis. Cette chute, consécutive à un recul de la rentabilité et à des pertes en capital importantes, a concerné surtout le secteur non manufacturier qui représente environ la moitié du total des IDE.

... en raison
de facteurs
cycliques ...

... et d'autres
éléments

Le niveau peu élevé des recettes des investissements directs semble toutefois dû également à des facteurs plus structurels. Au début des années quatre-vingt, la rentabilité des IDE aux Etats-Unis s'inscrivait autour de 12,5%; en 1989, elle était tombée à 3,8%. Parmi les principaux investisseurs, les Japonais ont constamment enregistré les rendements les plus bas. En 1990, la récession a fait chuter la rentabilité moyenne de l'ensemble des IDE

Balance des paiements courants des Etats-Unis						
Poste	1986	1987	1988	1989	1990	
					année	T IV ¹
	en milliards de dollars EU					
Paiements courants	-145,4	-162,3	-128,9	-110,0	- 99,3	-111,0
Balance commerciale	-145,1	-159,5	-127,0	-114,9	-108,7	-115,4
Revenus d'investissements nets	11,0	5,3	1,6	- 0,9	7,5	17,1
Autres services	4,7	6,5	11,5	20,5	22,9	23,8
Transferts	- 16,0	- 14,6	- 15,0	- 14,7	- 21,1	- 36,4
Pour mémoire:						
Importations de pétrole	34,4	42,9	39,6	50,9	62,1	74,8
Balance commerciale hors pétrole ²	- 95,5	- 79,5	- 36,9	- 19,5	- 2,7	3,8
	variation en %					
Volume des exportations	6,2	16,2	22,4	11,4	8,8	8,4 ³
Volume des importations	12,4	6,5	6,7	6,1	3,7	- 0,7 ³
Termes de l'échange	3,0	- 6,1	2,4	- 1,8	- 1,8	- 8,0 ³

¹ Chiffres annualisés et dessaisonnalisés. ² Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1982.
³ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1989.

¹ Chiffres annualisés et dessaisonnalisés. ² Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1982.

³ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1989.

aux Etats-Unis à seulement 1%. Par voie de conséquence, tandis que les engagements des Etats-Unis à ce titre s'élevaient de près de \$350 milliards au cours de la décennie, leurs paiements s'inscrivaient l'an dernier à leur plus bas niveau depuis 1982. Cette évolution a joué un rôle important dans la limitation des déséquilibres aux Etats-Unis, mais, à part les facteurs cycliques, les causes sous-jacentes sont loin d'être évidentes. Une explication souvent avancée est que les nouveaux investissements ne peuvent pas être rentables immédiatement; donc, le fait qu'une grande partie des IDE ont été effectués récemment justifierait peut-être la faible rentabilité moyenne. Il est possible également que les étrangers aient tout simplement investi de manière inconsidérée ou qu'ils aient délibérément agi de la sorte pour déjouer d'éventuelles mesures protectionnistes. Il se pourrait enfin que les bénéfices aient été l'objet d'artifices comptables pour échapper à la fiscalité aux Etats-Unis.

Japon

L'excédent courant du Japon a diminué pour la troisième année consécutive, pour s'établir légèrement en dessous de \$36 milliards, par suite essentiellement d'une réduction de \$13 milliards de l'excédent commercial, entièrement imputable toutefois à une dégradation significative des termes de l'échange. En volume, cependant, l'excédent des marchandises semblait progresser. Celui des revenus d'investissements est resté pratiquement inchangé sur une base nette en 1990, malgré une augmentation des avoirs extérieurs nets.

La hausse des prix pétroliers a été principalement à l'origine de la détérioration de 6,5% des termes de l'échange et a alourdi de quelque

Baisse de l'excédent du Japon en valeur mais non en volume ...

Balance des paiements courants du Japon						
Poste	1986	1987	1988	1989	1990	
					année	T IV ¹
		en milliards de dollars EU				
Paiements courants	85,8	87,0	79,6	57,2	35,8	25,6 ²
Balance commerciale	92,8	96,4	95,0	76,9	63,5	67,2 ²
Revenus d'investissements nets	9,5	16,7	21,0	23,4	23,2	17,2
Autres services	-14,4	-22,4	-32,3	-38,9	-45,4	-51,8
Transferts	- 2,1	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 5,5	- 7,0 ²
Pour mémoire:						
Importations de pétrole	24,1	27,4	25,8	29,8	41,3	66,4
Balance commerciale hors pétrole ³	74,0	63,0	49,0	44,8	45,1	51,2
	variation en %					
Volume des exportations	- 0,6	0,3	5,1	3,8	5,5	9,5 ⁴
Volume des importations	9,5	9,3	16,7	7,8	5,8	6,4 ⁴
Termes de l'échange	33,6	2,2	2,3	- 4,2	- 6,5	-10,9 ⁴

¹ Chiffres annualisés. ² Chiffres dessaisonnalisés. ³ Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1985. ⁴ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1989.

¹ Chiffres annualisés. ² Chiffres dessaisonnalisés. ³ Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1985. ⁴ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1989.

\$10 milliards la facture pétrolière japonaise en 1990. Cette majoration a été un peu plus marquée qu'ailleurs pour la bonne raison que, l'an dernier, les importations de pétrole du Japon ont été supérieures à la moyenne au moment où le pétrole était le plus cher. Globalement, le volume des importations d'énergie a augmenté de près de 5% en 1990.

... alors que
la dépréciation
du yen ...

La forte dépréciation du yen entre fin 1988 et avril 1990 (voir graphique concernant le taux de change effectif réel, page 80) semble avoir eu pour conséquence de stopper la contraction, en termes réels, de l'excédent extérieur du Japon. En effet, l'excédent commercial hors pétrole, en baisse pratiquement constante depuis 1987, a commencé d'augmenter à partir du milieu de 1990 (voir tableau ci-contre), en raison du dynamisme accru des exportations et du ralentissement notable de l'expansion des importations.

... a stimulé les
exportations ...

Le volume des exportations n'a cessé de s'amplifier au cours de l'année, augmentant de 9,5% entre le quatrième trimestre de 1989 et de 1990. Alors que la demande mondiale montrait des signes de faiblesse, les parts des marchés d'exportation du Japon paraissent donc avoir progressé, stimulées par une baisse des coûts de 20% enregistrée entre la fin de 1988 et le milieu de 1990. La valeur en dollars des exportations vers l'Europe et l'Asie du Sud-Est s'est accrue de plus de 12%, tandis que les ventes destinées aux Etats-Unis diminuaient de 3% environ. Cette situation n'est pas uniquement imputable à des facteurs cycliques (croissance continue en Europe et en Asie, récession aux Etats-Unis); elle s'explique également par le fait que c'est à l'égard des monnaies européennes et de certaines devises asiatiques que le yen a le plus fortement chuté. Par ailleurs, la production des filiales japonaises opérant aux Etats-Unis a continué de supplanter les importations. Malgré la perte de compétitivité des exportations japonaises au niveau des coûts au second semestre, par suite de l'appréciation du yen, les exportations en volume ont continué de croître à un rythme relativement soutenu au premier trimestre de 1991.

... a quasiment
stoppé
le boom des
importations ...

Bien que la demande intérieure – en hausse de 5¾% – ait continué d'exercer un puissant stimulant, l'augmentation du volume des importations hors pétrole s'est considérablement ralentie en 1990. Sur l'ensemble de l'année, elle s'est établie à 6,2%, soit nettement en deçà de la moyenne annuelle de quelque 15% enregistrée de 1985 à 1989. Ce sont les matières premières qui ont été les plus touchées (baisse de près de 4% en volume). En revanche, les importations de biens manufacturés – qui comprennent les produits des filiales japonaises à l'étranger, notamment en Asie du Sud-Est – se sont gonflées de plus de 10% en volume. Les achats d'équipements productifs et de biens de consommation durables se sont fortement accrus. Durant le premier trimestre de 1991, cependant, le volume des importations hors pétrole n'a progressé que lentement, ce qui pourrait bien indiquer que cette longue période d'expansion très rapide touche à sa fin.

... et contenu
la dégradation
du solde
des invisibles

Les dépenses des résidents japonais en voyage à l'étranger, déjà en forte baisse pour 1989, ont continué de croître à un rythme relativement lent en 1990: la faiblesse du yen a, selon toute vraisemblance, exercé un

effet dissuasif à cet égard. A l'inverse, le nombre de touristes étrangers au Japon (+24% en 1989) a encore augmenté de 17% en 1990. Globalement, le déficit net au titre du tourisme s'est creusé de \$2 milliards environ, détérioration plutôt modérée par rapport aux années précédentes.

La quasi-stagnation de l'excédent des revenus d'investissements nets au cours des deux dernières années, malgré l'accumulation continue d'excédents sensibles des paiements courants, et donc d'avoirs extérieurs nets, appelle quelques explications. Elle est essentiellement due à la part croissante des stocks d'investissements directs et à la rentabilité, faible et en baisse, des investissements directs japonais à l'étranger – tout au moins au vu des statistiques de la balance des paiements. Au milieu des années quatre-vingt, lorsque les investissements directs représentaient environ 30% des avoirs extérieurs nets, leur rendement moyen s'établissait autour de 6¼%; en 1990, alors que cette proportion a dépassé 50%, il est tombé à moins de 3% – niveau bien inférieur à celui des actifs financiers.

Les éléments pouvant expliquer des rendements aussi bas sur les investissements étrangers sont notamment la baisse des bénéfices aux Etats-Unis et la hausse rapide des coûts de main-d'œuvre dans les filiales asiatiques. Il se peut également que les investissements directs servant essentiellement à contourner les barrières protectionnistes – tant potentielles que réelles – ne soient pas très rentables. Par ailleurs, s'agissant des revenus d'investissements nets, les statistiques de la balance des paiements japonaise ne comptabilisent pas les bénéfices que les filiales nippones conservent à l'étranger, de sorte que les «vrais» bénéfices sont peut-être légèrement sous-estimés.

Allemagne: boom interne et unification

L'an dernier, la demande intérieure s'est accélérée en Allemagne de l'Ouest, au moment même où elle donnait des signes d'essoufflement chez la plupart de ses partenaires. Dans ce contexte, le puissant stimulant exercé par l'unification sur la demande est-allemande a permis de réduire de manière significative l'excédent commercial de l'Allemagne en termes réels. Entre le quatrième trimestre de 1989 et de 1990, le volume des importations hors énergie s'est accru de près de 18%, tandis que celui des exportations est resté pratiquement stable. L'excédent commercial non pétrolier – à prix constants – a brutalement chuté (voir tableau ci-contre). Au dernier trimestre, l'excédent des paiements courants s'établissait juste au-dessus de \$20 milliards en rythme annuel. Les premiers mois de 1991 ont confirmé ces tendances; avec les importantes contributions financières versées par l'Allemagne aux Etats-Unis et à d'autres pays au titre des dépenses militaires occasionnées par le conflit du Golfe, sa balance des paiements courants est devenue déficitaire.

Entre 1985 et 1989, le rythme d'expansion de la demande intérieure en Allemagne de l'Ouest a été constamment inférieur à celui de ses partenaires commerciaux, tendance qui s'est inversée de manière décisive l'an dernier, en raison notamment de l'augmentation des dépenses effectuées par les résidents est-allemands en Allemagne de l'Ouest (voir graphique de la page 80). Cette explosion de la demande a provoqué un accroissement

Stagnation
des revenus
d'investissements ...

... en raison du
faible rendement
des investisse-
ments directs

L'emballlement
de l'activité
en Allemagne ...

Balance des paiements courants de l'Allemagne						
Poste	1986	1987	1988	1989	1990	
					année	T IV ¹
	en milliards de dollars EU					
Paiements courants	40,1	46,2	50,6	57,3	47,3	22,4 ²
Balance commerciale	54,6	68,6	78,3	76,2	69,6	45,6 ²
Revenus d'investissements nets	4,2	4,0	5,1	11,6	17,1	24,7
Autres services	- 6,2	-10,1	-14,6	-12,4	-17,2	-15,9
Transferts	-12,5	-16,3	-18,2	-18,1	-22,2	-32,0 ²
Pour mémoire:						
Importations de pétrole	15,5	16,9	14,7	16,1	22,1	31,3
Balance commerciale hors pétrole ³	61,1	55,1	58,2	60,6	36,4	10,8
variation en %						
Volume des exportations	1,3	2,9	6,7	8,1	1,4	0,6 ⁴
Volume des importations	6,2	5,4	6,4	7,3	11,6	15,1 ⁴
Termes de l'échange	15,3	3,5	- 0,1	- 2,7	1,3	- 1,4 ⁴
Remarque: comprend, à compter de juillet 1990, les opérations extérieures de l'ex-RDA.						
¹ Chiffres annualisés. ² Chiffres dessaisonnalisés. ³ Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1980. ⁴ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1989.						

... entraîne
un accroissement
des importations

de 18% de la valeur en deutsche marks des importations en provenance des autres pays occidentaux européens (entre le dernier trimestre de 1989 et de 1990). L'excédent commercial allemand vis-à-vis du reste de l'Europe s'est ainsi contracté de quelque DM 36 milliards.

L'appréciation marquée du taux de change à l'égard du dollar a non seulement contribué à affaiblir la compétitivité de l'Allemagne hors d'Europe, mais elle a également permis de limiter l'impact du renchérissement du pétrole sur le plan interne. Etant donné le recul des cours des autres produits de base – même exprimés en dollars – et la diminution de la valeur en deutsche marks des exportations américaines et japonaises, les termes de l'échange de l'Allemagne se sont, en fait, quelque peu améliorés.

Rôle important
de l'unification

Tous ces développements ont été, toutefois, complètement éclipsés par les répercussions des politiques économiques poursuivies depuis l'unification. Les taux de conversion de la monnaie extrêmement favorables, les transferts énormes émanant du gouvernement fédéral et les subventions spéciales en faveur de l'investissement dans les cinq nouveaux Länder sont autant d'éléments qui ont fortement stimulé le pouvoir d'achat est-allemand que l'industrie de l'Allemagne orientale n'était pas en mesure de satisfaire. En termes nets, cela s'est traduit par un déficit commercial implicite très important dans cette partie du pays. Comme les capacités de production de l'Allemagne de l'Ouest étaient déjà totalement saturées au moment de l'unification, une grande partie de cette demande supplémentaire s'est orientée vers l'étranger, entraînant une chute spectaculaire de l'excédent de l'Allemagne unifiée vis-à-vis du reste du monde.

Les revenus d'investissements nets se sont accrus de plus de \$5 milliards, en raison principalement d'une nouvelle augmentation des avoirs extérieurs nets productifs d'intérêts. Le déficit des services autres que les revenus de facteurs s'est creusé de plus de \$4 milliards, sous l'effet notamment de la hausse des coûts de transport et d'assurance liés à l'accroissement très marqué des importations de marchandises, mais surtout à cause de l'aggravation du déficit au titre du tourisme. Bien que, depuis la mi-1990 (date de l'entrée en vigueur de l'union monétaire avec la République fédérale), les transferts vers l'Allemagne de l'Est n'apparaissent plus dans les statistiques de la balance des paiements, les versements à l'étranger ont encore augmenté de manière substantielle.

Quasi-stabilité
du déficit
des invisibles ...

... mais
augmentation
des transferts

Autres pays européens

L'essor de la demande en Allemagne a notablement stimulé les exportations des autres pays industriels européens, en particulier ceux dont les liens avec l'économie allemande sont les plus forts, à savoir l'*Autriche*, les *Pays-Bas* et la *Suisse*. Cet élément a joué un rôle significatif dans l'amélioration de leur balance commerciale. En fin d'année, l'expansion, supérieure à la moyenne, de la demande allemande gonflait également de plus de \$4 milliards en rythme annuel les exportations en provenance d'*Italie*. Celles de la *France*, premier partenaire commercial de l'Allemagne, ont bénéficié d'un coup de fouet similaire. Même des pays européens plus éloignés de l'Allemagne, comme l'*Espagne* et le *Royaume-Uni* notamment, ont vu leurs exportations augmenter sensiblement.

Effet stimulant
de l'Allemagne
sur le reste
de l'Europe

La balance des paiements courants d'un certain nombre de pays européens a aussi bénéficié, l'an dernier, d'une expansion inférieure à la moyenne de la demande intérieure. L'exemple le plus frappant a été celui du *Royaume-Uni*, où la demande intérieure totale a fléchi de 1,4% entre le quatrième trimestre de 1989 et de 1990; le volume des importations a stagné, tandis que les ventes à l'étranger ont continué de progresser fortement, notamment celles des filiales d'entreprises étrangères. La faiblesse de la demande intérieure a contribué également à l'amélioration des soldes commerciaux des pays nordiques. Grâce aussi à la fermeté de la demande allemande, le *Danemark* a enregistré son premier excédent courant depuis

Evolution
divergente de la
demande dans
les autres pays

Exportations des pays européens de l'OCDE vers l'Allemagne											
Année	Autriche	Dane- mark	Espagne	France	Italie	Pays-Bas	Royaume- Uni	Suède	Suisse	UEBL ¹	OCDE Europe
en milliards de deutsche marks											
1989	21,9	9,5	10,1	53,2	48,2	52,9	34,5	12,7	20,2	35,8	325,0
1990	24,8	11,2	12,1	58,9	50,4	59,1	37,8	13,1	22,7	40,6	364,6
1990 TIV ²	26,7	13,0	15,5	64,0	60,8	64,7	43,2	13,9	24,7	46,0	404,9
variation en % sur douze mois											
1990	13	19	20	11	16	12	10	4	13	14	12
1990 TIV	19	26	20	12	21	19	17	7	14	32	18

¹ Union économique belgo-luxembourgeoise. ² En taux annuel.
Source: OCDE.

Les modifications
de la compétitivité
commencent
à aggraver les
déséquilibres ...

1963. A l'inverse, la demande intérieure a vigoureusement augmenté dans plusieurs pays du Sud de l'Europe, entraînant une aggravation sensible du déficit commercial de l'Espagne, de la Grèce, du Portugal et de la Turquie.

Les changements intervenus au niveau de la compétitivité internationale ont constitué le troisième grand facteur d'influence de la configuration des balances commerciales en Europe. Depuis le dernier réaligement général des parités du SME en janvier 1987, les taux de change nominaux ont été relativement stables, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du mécanisme de change. Comme les écarts en matière d'inflation – même s'ils se sont resserrés – n'ont cessé de s'accumuler durant ces quelque trois années, les taux de change réels des pays à comptes courants déficitaires se sont élevés par rapport à ceux des pays excédentaires. Une simple comparaison de l'évolution des prix à la consommation, exprimés dans une monnaie commune, met en évidence une perte substantielle de compétitivité en Espagne, en Suède, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Italie, pays qui sont tous aux prises avec des déficits courants non négligeables. Parmi les pays excédentaires, ce sont les Pays-Bas, puis l'Allemagne, qui ont enregistré les plus fortes dépréciations en termes réels vis-à-vis des pays déficitaires (voir tableau de la page 89).

... des échanges
de marchandises ...

La dégradation de la compétitivité a provoqué une nouvelle diminution notable de la part des marchés d'exportation de la Suède, du fait de la faible expansion en volume des produits manufacturés. L'Italie a également perdu des parts de marché pour la deuxième année consécutive. En Grèce, la baisse de la compétitivité a aussi entraîné un accroissement du déficit des échanges de produits industriels. A l'inverse, les exportations espagnoles, malgré le fléchissement marqué de la compétitivité, ont poursuivi leur forte progression, grâce notamment aux ventes des entreprises du secteur manufacturier sous contrôle étranger. Les importations hors énergie de l'Espagne ont continué à augmenter sensiblement plus vite que la production.

... et de services

Les variations de la compétitivité en matière de prix ont affecté non seulement les échanges de marchandises mais également le tourisme international. En Espagne, les recettes à ce titre ont encore baissé en termes réels l'an dernier. Les dépenses – exprimées en dollars – des résidents italiens à l'étranger ont doublé, compensant en grande partie l'essor des recettes lié à la Coupe du Monde de football, puisque l'excédent du tourisme n'a guère varié. La France, pays à faible inflation, a fait beaucoup mieux, l'excédent s'étant encore gonflé, pour atteindre \$7,7 milliards, soit près du double de 1988; les recettes en termes réels engrangées grâce aux visiteurs étrangers ont été supérieures de quelque 25% à leur niveau de 1988.

Influence d'autres
facteurs comme
le pétrole ...

Le renchérissement du pétrole a constitué le quatrième facteur d'influence de la structure des balances commerciales en Europe. La valeur des exportations nettes d'énergie de la Norvège s'est accrue de \$4½ milliards. Au Royaume-Uni, en revanche, les exportations énergétiques n'ont guère augmenté plus rapidement que les importations et les échanges pétroliers ont été pratiquement équilibrés. A l'autre extrémité, les importations nettes d'énergie de la France et de l'Italie se sont gonflées de \$4½ milliards et \$3½ milliards respectivement.

L'Italie a souffert d'un accroissement de \$5 milliards des revenus d'investissements nets versés à l'étranger. Les modifications enregistrées à ce titre ont eu aussi tendance à accentuer les déséquilibres dans la plupart des autres pays; ainsi, ils ont augmenté dans les pays excédentaires et régressé dans les pays déficitaires, sauf au Royaume-Uni où les recettes, en termes nets, ont ... et les revenus d'investissements

Balances des paiements courants des pays industriels et des ENI d'Asie

Pays et zone	Balance des paiements courants			dont					
				Balance commerciale			Solde des revenus d'investissements		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990
en milliards de dollars EU									
Pays industriels	- 50,0	- 78,3	-92,8	- 8,0	- 36,6	- 39,0	- 8,8	-10,9	- 7,4
Etats-Unis	-128,9	-110,0	-99,3	-127,0	-114,9	-108,7	1,6	- 0,9	7,5
Japon	79,6	57,2	35,8	95,0	76,9	63,5	21,0	23,4	23,2
Communauté européenne	14,4	6,7	- 0,1	17,1	2,6	- 0,8	- 8,4	- 2,6	- 2,6
Allemagne	50,6	57,3	47,3	78,3	76,2	69,6	5,1	11,6	17,1
Danemark	- 1,8	- 1,4	1,6	1,9	2,4	4,6	- 4,3	- 4,5	- 5,5
Espagne	- 3,8	- 10,9	-16,0	- 18,0	- 24,5	- 29,8	- 3,5	- 3,0	- 4,0
France	- 4,3	- 4,3	- 7,6	- 8,6	- 10,7	- 13,7	0,1	- 0,4	- 2,2
Grèce	- 1,0	- 2,6	- 3,6	- 6,1	- 7,4	- 10,1	- 1,5	- 1,5	- 1,6
Irlande	0,6	0,5	0,9	3,8	4,0	3,8	- 4,0	- 4,5	- 4,7
Italie	- 6,3	- 10,8	-14,9	- 1,4	- 2,2	0,6	- 7,1	- 8,3	-13,0
Pays-Bas	5,2	7,8	9,6	8,4	8,1	9,8	- 0,7	1,1	1,2
Portugal	- 0,6	0,1	- 0,1	- 5,1	- 4,9	- 6,6	- 0,9	- 0,7	- 0,4
Royaume-Uni	- 27,7	- 32,6	-21,7	- 37,5	- 39,4	- 31,4	8,1	6,3	9,5
UEBL*	3,5	3,6	4,4	1,4	1,0	2,4	0,3	1,3	1,0
Autres pays d'Europe	2,7	0,1	- 1,4	- 7,5	- 9,9	- 9,4	4,7	3,3	1,8
Autriche	- 0,5	0,1	0,0	- 6,3	- 6,6	- 6,3	- 0,9	- 0,9	- 1,3
Finlande	- 2,8	- 5,5	- 6,7	1,1	- 0,2	0,6	- 1,9	- 2,4	- 3,7
Islande	- 0,2	- 0,1	- 0,2	0,0	0,1	0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Norvège	- 3,7	0,2	4,0	- 0,1	3,8	7,6	- 2,0	- 2,5	- 2,7
Suède	- 0,7	- 3,1	- 5,6	5,1	3,7	4,1	- 1,7	- 2,0	- 3,7
Suisse	9,0	7,5	9,7	- 5,5	- 6,5	- 5,9	13,4	13,1	15,7
Turquie	1,6	1,0	- 2,6	- 1,8	- 4,2	- 9,6	- 2,0	- 1,8	- 2,3
Autres pays industriels	- 17,8	- 32,3	-27,8	14,4	8,7	16,4	-27,7	-34,1	-37,3
Afrique du Sud	1,2	1,2	2,3	5,2	5,4	6,3	- 2,3	- 2,5	- 2,7
Australie	- 10,2	- 17,3	-14,3	- 1,1	- 4,0	- 0,1	- 8,1	-10,9	-11,8
Canada	- 8,2	- 14,1	-13,6	8,2	6,4	9,3	-15,4	-18,7	-20,8
Nouvelle-Zélande	- 0,6	- 2,1	- 2,2	2,1	0,9	0,9	- 1,9	- 2,0	- 2,0
Quatre ENI d'Asie	28,5	23,8	14,9	21,8	18,9	9,2	3,0	4,3	5,9
Corée du Sud	14,2	5,1	- 2,1	11,4	4,6	- 1,9	- 2,0	- 1,3	- 1,0
Hong Kong	2,8	5,0	3,8	- 1,1	0,6	- 0,7	1,0	1,2	1,8
Singapour	1,3	2,3	2,3	- 2,3	- 2,5	- 3,0	0,6	0,6	0,7
Taïwan	10,2	11,4	10,9	13,8	16,2	14,8	3,4	3,8	4,4

* Union économique belgo-luxembourgeoise.

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

**Prix à la consommation dans certains pays européens,
exprimés en deutsche marks (1987 = 100)**

Année	Pays excédentaires ¹					Pays déficitaires ¹					
	Alle- magne	Belgique	Pays- Bas	Suisse	Moyenne	Espagne	France	Italie	Royaume- Uni ²	Suède	Moyenne
1988	101,3	100,4	100,9	101,4	101,0	108,5	101,3	102,2	110,7	107,0	105,9
1989	104,1	103,4	101,7	100,2	102,3	122,1	104,8	110,6	114,9	115,8	113,6
1990	106,9	108,4	104,3	107,0	106,7	130,1	109,1	115,4	114,7	119,8	117,8
1991 TI	108,8	111,2	105,7	111,9	109,4	136,4	110,1	119,2	120,7	127,0	122,7

¹ Selon la position de la balance des paiements courants en 1987-90. ² A l'exclusion du logement.

progressé l'an dernier de plus de \$3 milliards, malgré la persistance de déficits courants substantiels. Cette situation s'explique essentiellement par la baisse, imputable à la récession, des bénéfices des sociétés au Royaume-Uni, qui a pesé sur les revenus d'investissements directs des non-résidents.

Sous l'action conjuguée de ces divers facteurs, un certain nombre de pays européens ont été confrontés à des déficits courants sensibles et croissants. Des pays tels que la Grèce (déficit égal à 5,4% du PIB), la Finlande (4,9%), l'Espagne (3,2%), la Suède (2,6%) et la Turquie (2,4%) se sont trouvés dans ce cas.

Autres pays industriels et ENI d'Asie

Persistance
des déficits
en Australie,
au Canada ...

La situation des paiements courants s'est légèrement améliorée dans les pays industriels non européens. Après deux ans de détérioration marquée, les balances commerciales de l'*Australie* et du *Canada* se sont sensiblement consolidées. Les échanges en volume expliquent à eux seuls ces progrès, puisque les deux pays ont subi une dégradation des termes de l'échange. Avec le début de la récession dans ces deux économies en 1990, le rythme d'expansion des importations s'est fortement ralenti, alors que celui des exportations s'est accéléré. Les déficits courants sont restés néanmoins importants, en raison d'une faiblesse persistante de leur compétitivité internationale et de l'ampleur des intérêts sur la dette externe. En Australie, les paiements effectués à l'étranger au titre des revenus de facteurs ont dépassé 25% des exportations de biens et des autres services, ce qui a empêché le déficit courant de tomber nettement en dessous de 5% du PNB, taux dangereusement élevé pour un pays lourdement endetté en récession. Au Canada, les versements nets au titre des revenus d'investissements se sont encore accrus (+\$2 milliards), soit de près de 15% des exportations totales, annulant pour une bonne part l'amélioration de la balance commerciale.

... et en
Nouvelle-Zélande

La croissance économique en *Afrique du Sud* et en *Nouvelle-Zélande* a été lente pendant ces cinq dernières années. Alors qu'en Afrique du Sud cette stagnation s'est traduite par d'importants excédents courants, en Nouvelle-Zélande le déficit a subsisté. Ce contraste s'explique en grande partie par leurs résultats très différents à l'exportation. L'Afrique du Sud a préservé la compétitivité des prix de ses produits exportés: malgré les

Redressement en
Afrique du Sud

sanctions, ce pays a accru le volume de ses revenus, or non compris, de plus de 6½% en moyenne annuelle entre 1985 et 1989. Dans le cas de la Nouvelle-Zélande, l'expansion des exportations ne s'est élevée qu'à ½% sur la même période, du fait d'une forte perte de compétitivité et des barrières commerciales érigées contre ses produits agricoles. Tandis que la dette extérieure de l'Afrique du Sud se contractait à environ 20% de son PIB, celle de la Nouvelle-Zélande dépassait nettement 70% de son PNB à la fin de 1990.

Certaines de ces tendances ont été à nouveau observées l'an dernier: les exportations de l'Afrique du Sud, or non compris, ont augmenté de près de 6% en volume, tandis que les importations ont baissé, d'où un excédent des paiements courants équivalant à 2,3% du PNB. En Nouvelle-Zélande, malgré la stagnation des achats à l'étranger, la légère reprise du volume des exportations n'a pu que compenser la détérioration des termes de l'échange, de sorte que le déficit courant n'a pratiquement pas varié.

Les balances commerciales de *Taiwan* et de la *Corée du Sud* ont été caractérisées par une progression rapide des importations et une expansion médiocre des ventes à l'étranger. Malgré une certaine compensation due à l'amélioration du solde des revenus d'investissements nets, la situation de leurs paiements courants s'est détériorée, avec l'apparition d'un déficit supérieur à \$2 milliards en Corée du Sud. *Singapour* et *Hong Kong* ont subi une dégradation des termes de l'échange mais ont cependant été en mesure de mieux équilibrer l'accroissement de leurs exportations par rapport à leurs importations. La situation des paiements courants de Singapour ne s'est guère modifiée, tandis que celle de Hong Kong s'est légèrement affaiblie.

Déficit en
Corée du Sud ...

... mais excédent
dans les autres
ENI d'Asie

La fin du COMECON

Echanges commerciaux

Deux éléments ont caractérisé l'évolution des échanges commerciaux de l'Europe de l'Est en 1990: le début de la désagrégation du système de troc du COMECON et la nouvelle baisse de la production et des exportations pétrolières soviétiques. Les accords commerciaux du COMECON avaient déséquilibré les échanges des pays du bloc de l'Est, créant une dépendance vis-à-vis de l'Union soviétique au détriment du reste du monde.

Jusqu'à une date très récente, l'essentiel des échanges commerciaux au sein du COMECON s'effectuait dans le cadre d'accords bilatéraux consistant en de simples trocs de marchandises. En principe, ces opérations s'équilibraient; en outre, les éventuels déséquilibres n'entraînaient pas de paiements en monnaies convertibles, mais faisaient l'objet de règlements en roubles «transférables» – sous forme surtout de crédits/débits dans le système de compensation, utilisables (après accord préalable et non pas de manière automatique) lors de transactions ultérieures. Par ailleurs, les soldes dégagés vis-à-vis d'un partenaire ne pouvaient généralement pas servir à compenser les soldes enregistrés avec d'autres pays membres du COMECON, de sorte que les roubles n'étaient pas transférables, même au sein du mécanisme. Par le biais de ce système, l'Union soviétique exportait

Fin du système
de troc bilatéral
au sein du
COMECON ...

du pétrole et d'autres produits énergétiques contre des biens manufacturés en provenance de ses partenaires.

... et baisse
des exportations
de pétrole
soviétique

Au début de l'année 1990, il est apparu clairement que ce système serait rapidement remplacé par des échanges effectués aux cours mondiaux et réglés en monnaies convertibles. Avec l'ancien système de compensation, les exportations de pétrole vers l'Europe de l'Est étaient «vendues» nettement en dessous des prix mondiaux. Comme il fonctionnait encore l'an dernier, l'Union soviétique s'est trouvée vivement incitée à réorienter ses exportations de pétrole des pays d'Europe de l'Est vers les pays industriels. Ce sont donc les ventes à destination des partenaires est-européens qui ont subi de plein fouet le contrecoup de la diminution de la production pétrolière soviétique: celles-ci ont, en effet, chuté de 30%, alors que le volume des exportations vers les pays de l'OCDE a relativement peu baissé.

Les conséquences
d'une forte dé-
pendance vis-
à-vis de l'Union
soviétique

Les accords commerciaux du COMECON sont responsables de la forte dépendance de la plupart des pays d'Europe de l'Est vis-à-vis de l'Union soviétique, tant sur le plan de la fourniture de pétrole et d'autres produits énergétiques que sur celui des débouchés. Les comparaisons du degré de dépendance respectif des pays d'Europe de l'Est à l'égard des exportations sont toutefois faussées dans une certaine mesure par l'utilisation, dans les statistiques commerciales, de taux de change bilatéraux fictifs rouble/dollar très différents. Alors que la Bulgarie et l'Union soviétique ont retenu pour les statistiques de 1989 – les dernières disponibles – le taux établi de longue date de 0,6 rouble environ pour un dollar, la majeure partie des autres pays ont adopté un taux de change beaucoup plus faible; ces écarts ont tendance à amplifier les différences de dépendance par rapport au marché soviétique (voir tableau de la page 92). Si l'on prend comme base de calcul un taux de change uniforme se situant au milieu de la fourchette des taux bilatéraux actuellement utilisés, il apparaît qu'en moyenne quelque 40% des exportations des pays d'Europe de l'Est en 1989 auraient été adressées à d'autres pays européens du COMECON et un quart environ à la seule Union soviétique. La Bulgarie a destiné près de la moitié de ses ventes à l'Union soviétique, contre seulement 14% dans le cas de la Roumanie. En outre, la dépendance à l'égard du COMECON a souvent été beaucoup plus marquée pour certains produits manufacturés, en raison de la politique de spécialisation menée auparavant: production d'autobus en Hongrie, d'acier en Pologne, etc. Par ailleurs, une part notable des exportations a été dirigée vers les pays en développement, dans le cadre souvent d'accords préférentiels calqués sur ceux du COMECON. D'une manière générale, moins de la moitié des exportations des pays d'Europe de l'Est a été acheminée vers les économies occidentales développées.

Augmentation
du déficit
soviétique
sur les échanges
en monnaies non
convertibles...

Pour éviter l'accumulation de soldes créditeurs en roubles transférables, sans valeur précise en monnaies convertibles, les pays d'Europe de l'Est ont cherché à comprimer leurs exportations soumises à «compensation» proportionnellement à la réduction de leurs importations. Comme, en fait, cette stratégie n'a pas toujours pu être pleinement appliquée, il est possible que le déficit commercial en monnaies non convertibles de l'Union soviétique se soit creusé de quelque R. 7 milliards en 1990. La Pologne, en

Exportations vers les partenaires européens du COMECON, en pourcentage des exportations totales¹

	Union sovié- tique	Autres pays d'Europe de l'Est	dont						Yougos- lavie ²
			Bulgarie	Hongrie	Pologne	RDA	Rou- manie	Tchécos- lovaquie	
échanges en monnaies non convertibles calculés au taux bilatéral national rouble/dollar									
Taux rouble/dollar	0,63	—	0,65	2,09	2,96	1,74	0,96	1,51	..
Union soviétique	—	32	66	25	21	24	23	31	22
RDA	10	5	6	5	4	—	5	7	2
Autres pays d'Europe de l'Est	36	15	12	10	10	18	10	17	11
échanges en monnaies non convertibles calculés au taux de deux roubles pour un dollar									
Union soviétique	—	28	49	26	25	22	14	27	..
RDA	5	4	4	5	4	—	3	6	..
Autres pays d'Europe de l'Est	17	13	9	11	12	17	6	14	..

¹ Les données se réfèrent à 1989. ² Les échanges en monnaies non convertibles de la Yougoslavie avec l'Union soviétique ne sont pas libellés en roubles transférables.

Sources: COMECON; ONU, Commission économique pour l'Europe; données nationales.

particulier, n'est pas parvenue à éviter l'apparition d'un excédent en monnaies non convertibles avec l'Union soviétique, qui dépassait nettement le montant de sa dette en roubles transférables au début de l'année. Il en a été de même pour l'ex-RDA dont l'excédent s'est amplifié de plus de R. 3 milliards. L'union monétaire avec la République fédérale d'Allemagne ayant porté un coup sérieux à la compétitivité des importations d'Europe de l'Est, les autorités fédérales ont accordé des subventions, conformément aux dispositions du traité d'unification, pour garantir la bonne exécution des contrats en cours pour la livraison d'exportations à l'Union soviétique.

Le renchérissement temporaire du pétrole lors de la crise du Golfe a gonflé de quelque \$2½-3 milliards les recettes d'exportations soviétiques vers les marchés occidentaux, ce qui explique principalement l'apparent excédent de l'Union soviétique avec les pays industriels (d'après les statistiques occidentales: voir tableau de la page 94). Par ailleurs, le volume de céréales importées d'Occident a été réduit et leur prix en dollars a baissé, de sorte que le total des importations en provenance des Etats-Unis a enregistré un recul supérieur à \$1 milliard. Un troisième élément qui a aidé l'Union soviétique à économiser des devises est le fait que les exportations à destination de certains pays en développement hors COMECON ont fortement chuté, tandis que leurs importations se sont accrues. Ces ventes à l'étranger – comptabilisées comme exportations en monnaies convertibles dans les statistiques officielles – ont été généralement financées par des crédits soviétiques souvent réglés par la livraison de marchandises ou, parfois, jamais remboursés. En utilisant les créances accumulées sur certains pays, l'Union soviétique pourrait avoir réduit de \$¾ milliard environ, en 1990, son excédent commercial avec le monde en développement. Si elle avait été en mesure de recevoir, comme prévu, le pétrole irakien, l'excédent

... mais incidence
bénéfique du
renchérissement
pétrolier sur la
balance commer-
ciale en monnaies
convertibles

aurait encore été moindre. Cette situation nouvelle a probablement eu une incidence défavorable sur les paiements courants de l'Union soviétique, qui n'a cependant pas été obligée d'accroître ses emprunts à l'étranger. Enfin, la pénurie de devises a entraîné un resserrement draconien du contrôle des changes: des restrictions sur les importations ont été remises en vigueur et, à compter du début de 1991, les bénéfices des sociétés en monnaies convertibles ont été quasiment confisqués.

La perte
des marchés de
l'Union soviétique
et de l'ex-RDA ...

L'Union soviétique s'est plutôt montrée réticente à payer des produits d'Europe de l'Est en monnaies fortes, non seulement à cause de leur qualité relativement médiocre, mais aussi parce que les fournisseurs occidentaux étaient en mesure d'accorder des crédits commerciaux (assortis parfois de la garantie de l'Etat) avec lesquels ses pays voisins ne pouvaient pas rivaliser; cet élément est déterminant compte tenu de la situation financière précaire de l'Union soviétique l'an dernier. L'unification de l'Allemagne a également réorienté la demande dans l'ex-RDA vers les produits occidentaux. D'autres pays d'Europe de l'Est ont ainsi été confrontés à une forte contraction de la demande d'exportations sur leurs principaux marchés: globalement, le volume des ventes aux anciens partenaires du COMECON a régressé de 20% environ.

... n'est pas
compensée par
les exportations
vers l'Occident

Seule une très faible proportion des produits des pays d'Europe de l'Est, refusés désormais par le marché soviétique, ont trouvé un débouché sur les marchés occidentaux: leur part sur les marchés ouest-européens, par exemple, n'a progressé que très légèrement en 1990, ce qui n'a pas permis d'inverser le mouvement général de baisse de la majeure partie des années quatre-vingt (voir tableau ci-dessous). Plusieurs pays, cependant, ont réussi à accroître quelque peu leurs débouchés, notamment la Pologne et, à un degré moindre, la Hongrie. En outre, les gains enregistrés par ces pays semblent avoir été beaucoup plus prononcés vers la fin de l'année; la Roumanie, quant à elle, a continué de céder du terrain.

Exportations de l'Europe de l'Est vers l'Europe occidentale						
Pays	1980-84	1985-87	1988	1989	1990	
					année	TIV
	en % des importations totales de l'Europe occidentale					
Union soviétique	2,5	1,9	1,6	1,4	1,6	1,6
Yougoslavie	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6
Autres pays d'Europe de l'Est	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Bulgarie	0,10	0,07	0,05	0,05	0,06	0,05
Hongrie	0,28	0,28	0,29	0,29	0,31	0,33
Pologne	0,43	0,40	0,41	0,41	0,48	0,53
Roumanie	0,32	0,30	0,25	0,24	0,14	0,13
Tchécoslovaquie	0,32	0,30	0,28	0,28	0,27	0,28
Remarque: l'Europe occidentale comprend tous les pays européens de l'OCDE à l'exception de la Finlande (dont les échanges commerciaux avec l'Union soviétique sont régis par des accords bilatéraux particuliers).						
Source: OCDE.						

La progression de la part des biens manufacturés dans les exportations tchécoslovaques, polonaises et hongroises indique également que la répartition par produit s'est améliorée. Etant donné que ces pays sont ceux qui ont le plus libéralisé leurs échanges commerciaux – en laissant aux entreprises l'initiative de commercer avec l'extérieur, en facilitant l'accès aux produits importés, etc. – on pourrait trouver encourageants ces signes récents de dynamisme des exportations. Il est toutefois fort possible qu'il s'agisse d'une réaction différée à l'amélioration substantielle de la compétitivité après d'importantes dévaluations, annulées depuis par des taux d'inflation élevés.

Accroissement récent des exportations polonaises

L'excédent en monnaies convertibles de la Pologne s'est amplifié de plus de \$2 milliards, en grande partie grâce à une contraction des importations résultant d'une forte baisse de la demande intérieure en termes réels et aux effets différés de la dépréciation de la monnaie. La Hongrie a résorbé son déficit. La Tchécoslovaquie a vu apparaître un solde courant négatif, la libéralisation des importations ayant entraîné une augmentation sensible des volumes importés en monnaies convertibles. La Bulgarie est restée déficitaire, et la balance courante de la Roumanie a enregistré un retournement marqué avec l'apparition d'un déficit, après l'abandon de l'ancienne politique de quasi-autarcie et de compression extrême de la demande intérieure.

Détérioration massive des paiements courants en Roumanie ...

La Yougoslavie s'est trouvée confrontée, l'an dernier, à une dégradation de \$4,7 milliards de ses comptes extérieurs – renversement considérable équivalant à près de la moitié de la valeur des échanges de marchandises (voir tableau ci-dessous). Au dernier trimestre, le déficit commercial mensuel s'élevait à \$¾ milliard environ. Cette détérioration a été essentiellement imputable à un programme radical de libéralisation des importations et à l'appréciation massive, en termes réels, provoquée par le rattachement du

... et en Yougoslavie

Balances en monnaies convertibles des pays d'Europe de l'Est

Pays	Balance commerciale avec les pays industriels ¹			Exigibilités nettes dues au titre des intérêts ²			Balance des paiements courants			
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990	Variation 1989-90 en % des échanges de marchandises ³
	en milliards de dollars EU									
Union soviétique ⁴	-2,9	-4,5	1,6	1,5	2,2	4,4	2,3	-4,0	-4,3	..
Autres pays d'Europe de l'Est	0,5	-0,8	-2,8	6,6	6,8	6,1	3,8	1,0	-5,2	..
Bulgarie	-1,7	-1,7	-0,7	0,4	0,6	0,4	-0,8	-1,3	-0,8	14
Hongrie	-0,2	-0,5	-0,1	1,1	1,4	1,5	-0,8	-1,4	0,1	24
Pologne	0,3	-0,5	0,6	2,9	3,2	3,3	-0,3	-1,6	0,7	31
Roumanie	2,5	2,4	0,2	0,2	0,0	-0,2	3,6	2,9	-1,4	-92
Tchécoslovaquie	0,0	0,2	-0,3	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,4	-1,1	-29
Yougoslavie	-0,4	-0,7	-2,5	1,8	1,4	0,8	2,2	2,0	-2,7	-44

¹ Calculée sur la base des données relatives aux importations CAF de l'OCDE converties en FAB en leur appliquant un coefficient de 0,93. En 1990, la balance commerciale de l'Union soviétique ainsi obtenue diffère sensiblement des estimations soviétiques provisoires. Les échanges avec l'Allemagne de l'Est ne sont pas compris. ² Intérêts échus, mais non nécessairement versés. ³ Moyenne des importations et exportations en monnaies convertibles en 1989. ⁴ Or non compris.

Sources: FMI; OCDE; ONU, Commission économique pour l'Europe; données nationales.

dinar au deutsche mark en décembre 1989. Le dinar a été dévalué de près de 30% par rapport à la monnaie allemande à la fin de décembre 1990, ce qui n'a compensé qu'une faible partie de l'appréciation antérieure en termes réels. Une nouvelle dévaluation de 30% a eu lieu en avril 1991, dans un contexte marqué par l'aggravation des troubles économiques et politiques ainsi que par de fortes tensions inflationnistes.

Le solde commercial global des pays d'Europe de l'Est autres que l'Union soviétique avec les pays industriels occidentaux s'est dégradé de quelque \$2 milliards. En outre, plusieurs ont dû faire face au renchérissement de certaines livraisons de pétrole soviétique en monnaies fortes et ont effectué des versements importants au quatrième trimestre. Comme les intérêts versés au titre de la dette extérieure ont aussi augmenté, leur déficit courant s'est creusé de plus de \$5 milliards.

La transition
vers le règlement
des échanges aux
prix mondiaux
profite à l'Union
soviétique ...

... mais coûte
cher aux autres
pays d'Europe
de l'Est

La position extérieure sous-jacente de la plupart de ces pays est encore plus médiocre que les statistiques récentes ne l'indiquent. L'application des prix mondiaux aux échanges avec l'Union soviétique (effective, en principe, à compter du 1er janvier 1991) implique une détérioration substantielle de leurs termes de l'échange vis-à-vis de ce pays. Des estimations obtenues sur la base des statistiques commerciales de 1989 font apparaître qu'un baril de pétrole à \$18 – prix du marché au milieu de 1990 avant l'éclatement de la crise du Golfe et proche de celui du début de 1991 – alourdirait de quelque \$8–9 milliards par an la facture de ces pays. Cette charge potentielle peut toutefois être en partie évitée en fermant des entreprises à forte intensité énergétique dans l'industrie lourde et en alignant les prix de l'énergie facturés aux autres entreprises et aux ménages sur les prix mondiaux, ce qui freinerait la demande. Comme l'amélioration des termes de l'échange de l'Union soviétique doit être considérée dans le contexte d'une baisse probable de la production pétrolière qui risque de limiter le volume de ses exportations, c'est donc l'ensemble de la région qui est aux prises avec une aggravation notable de son déficit extérieur.

Financement extérieur

Forte réticence
des banques
à renouveler
les crédits
soviétiques ...

La détérioration marquée de la situation en Union soviétique et les retards mis à l'exécution de ses obligations de paiement ont rendu les banques commerciales occidentales extrêmement réticentes à octroyer des crédits supplémentaires sans garanties officielles. D'après les statistiques de la BRI sur les variations d'encours corrigées de l'évolution des taux de change, les remboursements nets soviétiques de crédits bancaires se sont inscrits à \$6,2 milliards l'an dernier et ont été particulièrement importants au quatrième trimestre (voir tableau de la page 96). Les remboursements bruts, beaucoup plus élevés, ont été en partie compensés par de nouveaux crédits bancaires cautionnés par les gouvernements occidentaux; ainsi, les créances des banques allemandes sur l'Union soviétique – garanties en règle générale par les autorités – ont augmenté de plus de \$6 milliards au second semestre de 1990. L'Union soviétique a puisé massivement dans ses réserves de change (ses dépôts auprès des banques ont diminué de \$6,5 milliards) pour s'acquitter de remboursements nets considérables. Autrement dit, le recours

Opérations de l'Europe de l'Est avec les banques déclarantes BRI									
Pays	Recours net aux dépôts et emprunts bancaires		dont				Pour mémoire: dette bancaire extérieure nette en fin d'année		
			Emprunts		Retraits sur dépôts bancaires				
	1985-89 total cumulé	1990	1985-89 total cumulé	1990	1985-89 total cumulé	1990	1984	1989	1990
en milliards de dollars EU									
Union soviétique	19,7	0,3	20,6	-6,2	-0,9	6,5	5,3	30,1	33,4
Autres pays d'Europe de l'Est	-7,7	-5,4	-1,9	-3,6	-5,8	-1,8	24,0	25,8	22,7
Bulgarie	5,3	0,2	4,7	-0,4	0,6	0,6	0,1	6,6	7,3
Hongrie	3,2	-2,4	2,2	-1,9	1,0	-0,5	5,4	10,7	9,3
Pologne	-4,7	-3,5	-2,8	0,0	-1,9	-3,5	7,4	6,4	3,5
Roumanie	-4,9	1,3	-3,8	0,0	-1,1	1,3	2,5	-1,6	-0,3
Tchécoslovaquie	0,9	0,6	1,8	-0,4	-0,9	1,0	1,4	3,0	3,8
Yougoslavie	-7,5	-1,6	-4,0	-0,9	-3,5	-0,7	7,2	0,7	-0,9
Remarques:									
i) Les estimations relatives aux emprunts et aux retraits sur dépôts bancaires sont obtenues à partir des variations des avoirs et engagements des banques déclarantes, corrigées des fluctuations de change.									
ii) Les retraits sur dépôts bancaires sont une composante importante des variations des réserves officielles.									

net de l'Union soviétique aux banques déclarantes BRI est revenu à quelque \$¼ milliard l'an passé, contre \$8,2 milliards en 1989.

En fin d'année, la dette bancaire extérieure soviétique – en termes nets des dépôts – dépassait \$33 milliards, alors qu'elle n'atteignait que \$5,3 milliards à la fin de 1984, avant l'introduction de la perestroïka. Une grande partie de cette dette est à court terme: les créances des banques déclarantes BRI sur l'Union soviétique sont exigibles, pour près de moitié, dans un délai d'un an. Par ailleurs, les retards enregistrés dans les paiements des importations en provenance d'Occident ont laissé une dette commerciale impayée de \$5 milliards. En fait, ce pays est actuellement en butte à de graves difficultés de financement extérieur, certains facteurs spécifiques mentionnés précédemment, qui ont permis de contenir le déficit courant avec l'Occident l'an dernier, risquant de ne plus se faire sentir.

Les banques ont été également réticentes à octroyer des crédits additionnels aux autres pays d'Europe de l'Est: les difficultés de paiement de la Bulgarie en début d'année ont rappelé une nouvelle fois les risques encourus. Les pays confrontés à des déficits courants substantiels n'ont pas pu compter sur des concours bancaires pour faire face à leurs besoins extérieurs et ont donc été contraints de puiser dans leurs réserves. D'après les statistiques de la BRI – analysées plus en détail au Chapitre VI – la Bulgarie, la Roumanie et la Tchécoslovaquie ont réduit, au total, leurs dépôts bancaires de \$3 milliards environ.

... et remise en cause de la solvabilité d'autres pays de l'Est

Mouvements de capitaux dans les pays industriels

Les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille des principaux pays industriels ont fortement chuté en 1990 et, pour la première

Chute des investissements de portefeuille ...

fois depuis de nombreuses années, ont été inférieures à celles des investissements directs (voir graphique de la page 98). Le recul des placements sous forme d'actions a été particulièrement marqué, en raison de la préférence pour les actifs plus liquides et moins risqués. Les anticipations de taux de change, les écarts de taux d'intérêt, les développements boursiers et les différences de croissance sont autant d'éléments qui ont influé sur la configuration des flux de capitaux. La récession aux Etats-Unis et au Royaume-Uni a, dans ces deux pays, affecté les investissements en provenance de l'étranger. L'érosion des taux d'intérêt du dollar par rapport aux autres grandes monnaies a pesé sur la demande d'obligations américaines de la part des non-résidents. On a également noté que les flux d'investissements étrangers en provenance et à destination des pays qui viennent seulement de libéraliser les mouvements de capitaux ont commencé à éclipser ceux des pays qui les ont précédés dans cette voie.

Investissements de portefeuille

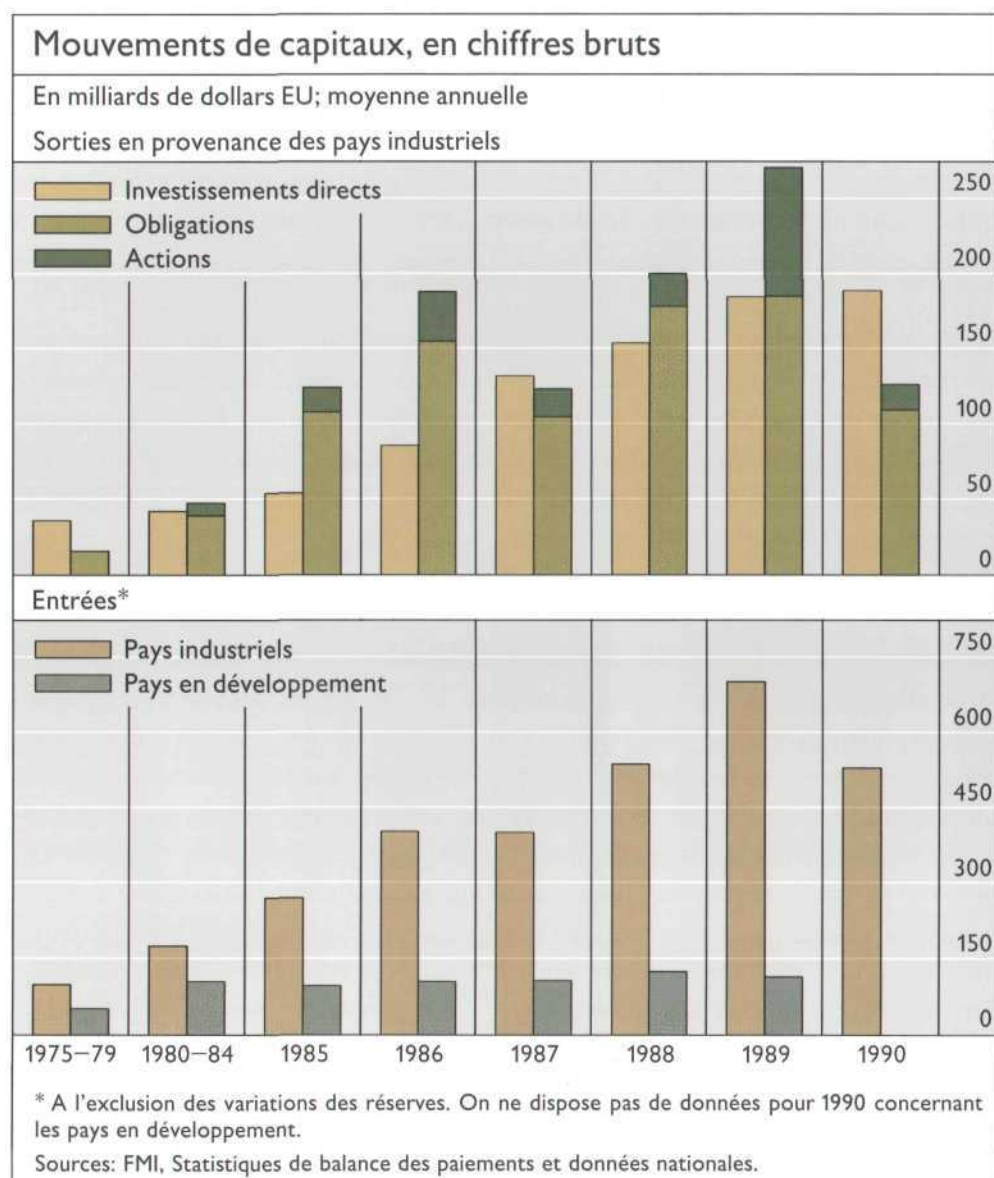
... caractérisée
par le retrait des
résidents japonais

La disparition de l'écart de taux d'intérêt favorable aux actifs en dollars a contribué, l'an dernier, à la réduction de \$73 milliards des sorties de capitaux japonais. De fait, les taux du yen à court terme, qui avaient dépassé ceux du dollar à la fin de 1989, leur sont restés supérieurs toute l'année, tandis que la prime d'intérêt à long terme sur les titres en dollars s'est progressivement effritée pendant une grande partie de l'année. Des pertes boursières importantes ont également incité quelques institutions à rapatrier des fonds pour des opérations d'habillage de bilans. Une influence moins immédiate a été exercée par le fait que la diversification des établissements financiers en titres étrangers – qui alimentait les sorties de capitaux japonais depuis 1985 – paraît achevée. A la fin de 1990, par exemple, les avoirs détenus sous cette forme par les compagnies d'assurance-vie représentaient 30% de leur portefeuille global, contre près de 34% à la fin de 1989. On a constaté, par ailleurs, une forte diminution des émissions d'obligations de sociétés à l'étranger, leur total net s'étant contracté de \$76 milliards en 1989 à environ \$31 milliards. Comme une bonne partie de ces titres ont en général été rapidement revendus après émission aux résidents japonais, il en est résulté, généralement, des entrées et sorties de capitaux plus ou moins simultanées. Cela a été le cas, en particulier, pour les obligations liées aux actions libellées en monnaies étrangères. Leur attrait a beaucoup pâti de la chute brutale de la Bourse de Tokyo au début de 1990; les émissions internationales, par les résidents japonais, d'actions et d'obligations liées aux actions ont, en fait, été suspendues de fin mars à début juillet.

Diversification à
l'étranger par les
investisseurs
américains ...

A l'inverse, les investisseurs américains ont intensifié leurs achats de valeurs mobilières étrangères. Il est apparu notamment que les caisses de retraite, qui n'achetaient pratiquement jusqu'ici que des titres nationaux, ont commencé à se tourner vers l'étranger.

En Allemagne et au Royaume-Uni, les sorties de capitaux ont fortement diminué. Elles ont cependant augmenté dans les autres pays de la Communauté européenne, du fait peut-être de la poursuite de la libéralisation



des investissements étrangers effectués par des établissements financiers, tels que les caisses de retraite et les compagnies d'assurances. Au Royaume-Uni, la contraction marquée des investissements de portefeuille à l'étranger s'explique par un changement d'orientation sensible des institutionnels, après les fortes vagues de la fin des années quatre-vingt. En 1989, au moment où les anticipations d'une dépréciation de la livre étaient au plus haut, les institutions financières non bancaires britanniques avaient intensifié de plus de £13 milliards leurs investissements en actions étrangères, tandis que les nouvelles acquisitions d'actions nationales n'avaient atteint qu'un peu plus de £5 milliards. Ce mouvement s'est inversé en 1990 avec le retour de la confiance dans la livre: les cessions d'actions ordinaires étrangères ont représenté £2,3 milliards, alors que plus de £11 milliards ont été placés sur le marché interne. Du fait de la hausse des taux d'intérêt à long terme sur les titres en deutsche marks, les investisseurs allemands se sont également tournés de plus en plus vers leur marché national. En outre, les obligations étrangères achetées l'an dernier par les résidents allemands

... et ralentissement en Europe

étaient libellées essentiellement en deutsche marks, contre une proportion généralement inférieure à un tiers les années précédentes.

Diminution
de l'attrait des
marchés américains
et britanniques

Le principal changement intervenu dans la structure des entrées de capitaux réside dans la perte d'intérêt pour les marchés des capitaux aux Etats-Unis, l'attrait des titres américains ayant diminué du fait de la récession et de la baisse des taux d'intérêt. Les investisseurs japonais ont

Mouvements de capitaux de treize pays industriels

Poste	1975-79	1980-84	1985	1986	1987	1988	1989	1990 ¹
en milliards de dollars EU, moyenne annuelle								
Investissements de portefeuille								
Total des sorties ²	17,0	45,7	119,6	180,3	122,7	197,0	266,7	157,6
Etats-Unis	5,8	5,8	7,5	4,3	5,3	7,9	21,9	26,7
Japon	2,6	13,8	59,8	102,0	87,7	87,0	113,1	39,7
Communauté européenne ³	3,8	18,7	43,8	62,9	20,8	85,6	116,0	83,0
Allemagne	1,5	4,3	11,0	9,7	13,5	41,4	26,7	14,6
France	0,9	1,2	2,5	6,0	3,3	4,2	6,7	6,8
Royaume-Uni	0,8	10,8	24,7	34,0	-6,7	17,8	58,8	28,5
Autres pays ⁴	4,8	7,4	8,5	11,1	8,9	16,5	15,6	8,2
Total des entrées ⁵	21,8	57,3	146,4	170,3	110,6	153,1	288,9	160,5
Etats-Unis	4,6	16,7	71,4	74,8	34,5	46,6	69,5	5,2
Japon	3,0	11,9	16,7	0,5	-6,1	20,3	85,1	34,7
Communauté européenne ³	8,1	17,1	38,6	65,4	62,0	61,4	107,7	97,5
Allemagne	3,9	8,7	12,5	33,5	11,4	-2,3	21,8	14,8
France	1,3	5,2	8,9	7,8	8,7	11,9	29,0	39,5
Royaume-Uni	1,7	1,6	12,5	17,9	33,8	25,3	17,4	9,7
Autres pays ⁴	6,1	11,6	19,7	29,6	20,2	24,8	26,6	23,1
Investissements directs								
Total des sorties ²	34,1	39,6	53,7	86,0	131,0	154,0	189,3	202,8
Etats-Unis	15,9	9,6	13,2	18,7	31,0	16,2	31,7	36,4
Japon	2,1	4,3	6,5	14,5	19,5	34,2	44,1	48,0
Communauté européenne ³	14,0	20,7	23,1	40,6	62,4	76,0	89,1	96,0
Allemagne	3,0	3,6	4,9	10,0	9,1	11,4	14,2	22,5
France	1,6	2,9	2,3	5,3	8,8	12,7	18,1	26,6
Royaume-Uni	6,2	9,3	10,7	17,2	31,4	37,3	35,6	17,5
Autres pays ⁴	2,1	5,0	10,9	12,2	18,1	27,6	24,4	22,4
Total des entrées ⁵	18,4	34,2	33,4	58,7	92,0	120,5	155,0	114,9
Etats-Unis	6,1	18,6	19,0	34,1	46,9	58,4	72,2	25,7
Japon	0,1	0,3	0,6	0,2	1,2	-0,5	-1,1	1,8
Communauté européenne ³	10,6	13,3	12,2	17,1	34,0	49,5	69,8	72,2
Allemagne	1,3	0,8	0,5	1,1	1,9	1,0	6,8	1,5
France	1,9	2,2	2,2	2,8	4,7	7,2	9,7	8,1
Royaume-Uni	4,2	5,3	4,7	7,3	14,1	18,3	28,8	31,6
Autres pays ⁴	1,6	2,0	1,6	7,3	9,9	13,1	14,1	15,2

¹ Chiffres obtenus en partie sur la base d'estimations. ² Augmentation des avoirs des résidents. ³ Allemagne, Belgique-Luxembourg, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni. ⁴ Autres pays du Groupe des Dix plus l'Australie.

⁵ Augmentation des avoirs des non-résidents.

Sources: données nationales et FMI, Statistiques de balance des paiements.

d'ailleurs été vendeurs nets de ces titres à concurrence de quelque \$16 milliards, après avoir été acheteurs nets à hauteur de plus de \$26 milliards en 1989. Au Royaume-Uni, les acquisitions par les investisseurs étrangers se sont également ralenties pendant la majeure partie de 1990, malgré quelques signes de reprise durant les derniers mois. En Allemagne, en revanche, l'accroissement des entrées de capitaux observé en 1989 s'est poursuivi. Les achats d'obligations allemandes par les non-résidents ont toutefois été très inégalement répartis sur l'année; en effet, ceux-ci, vendeurs nets au premier trimestre, n'ont acheté massivement des obligations d'Etat allemandes qu'au quatrième trimestre, lorsque les rendements se sont inscrits autour de 9%. En France, aussi, les entrées de capitaux ont sensiblement augmenté.

Investissements directs

La situation globale des mouvements de capitaux au titre des investissements directs est obscurcie par le fait que les statistiques des sorties et celles des entrées aboutissent à des conclusions opposées. Alors que les sorties identifiées ont augmenté au total de \$13 milliards, les entrées ont chuté de \$40 milliards environ. Il semble que ces dernières se soient accentuées dans quelques pays industriels de plus petite taille ne figurant pas dans le tableau de la page 99, ce qui ne suffit pas cependant à expliquer cette différence. Bien que l'on ne dispose à l'heure actuelle que de données partielles, il apparaît que le total des investissements directs dans les pays en développement s'est peu modifié. La différence viendrait donc plutôt du manque de cohérence dans les méthodes de recensement et de déclaration: le traitement réservé aux investissements des établissements à l'étranger, les plus-values et pertes, l'activité des centres extra-territoriaux et bénéfices non rapatriés sont tous répertoriés différemment.

Il est clair, néanmoins, que les investissements directs ont été plus élevés dans la Communauté européenne qu'aux Etats-Unis. Comme ils revêtent un caractère cyclique prononcé, la poursuite de la croissance en Europe au moment où les Etats-Unis entraient en récession expliquerait en grande partie cette réorientation. L'avènement du marché unique européen est aussi souvent cité comme une motivation importante. Les entrées de capitaux sont, cependant, restées inégalement réparties entre les membres de la CE, le Royaume-Uni s'arrogeant une part disproportionnée malgré la récession et l'Allemagne une proportion relativement faible. L'unification est trop récente pour que les possibilités de placement dans la partie orientale de l'Allemagne aient donné lieu à des entrées massives de fonds.

L'an dernier, les investissements directs à l'étranger des Etats-Unis se sont accrus, moins toutefois qu'en 1989. Les pays d'Europe continentale ont à nouveau fait preuve d'un grand dynamisme à cet égard. Le total des placements effectués par les investisseurs français et allemands a été pratiquement aussi élevé que celui du Japon.

Ambiguïté
des statistiques
sur les investisse-
ments directs

Intérêt accru pour
la Communauté
européenne

Financement des déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels

Attirance
des capitaux
pour les pays
à forte inflation

Comme en 1989, les déficits des pays industriels ont été généralement financés par des entrées de capitaux privés et non par des prélèvements sur les réserves. Comme ces dernières années également, le niveau élevé des taux d'intérêt nominaux dans les pays à inflation supérieure à la moyenne a encore attiré des capitaux en quantité largement suffisante pour couvrir des déficits courants importants.

Les entrées de capitaux en *Espagne*, en *Italie* et en *Suède* ont non seulement suffi à financer des déficits substantiels et croissants, mais elles ont également permis de renforcer de manière significative les réserves officielles (le Chapitre VIII traite cette question de manière plus approfondie). La *France*, pays où l'inflation est à présent peu élevée et dont le déficit s'est aussi quelque peu creusé l'an dernier, a également enregistré des entrées de capitaux privés nettement supérieures à son solde négatif et accru sensiblement ses réserves.

Les entrées de capitaux via le secteur bancaire ont été particulièrement importantes dans les pays à taux d'intérêt élevés. Leur niveau a non seulement attiré les dépôts en monnaie nationale des non-résidents mais également incité les résidents à effectuer des emprunts en devises auprès des banques nationales. Celles-ci ont couvert les risques de change en empruntant à l'étranger. Le Chapitre VI résume les principales caractéristiques des prêts bancaires en devises octroyés aux résidents et des mouvements de capitaux acheminés par les banques.

Incertitudes
sur le mode de
financement du
déficit américain

La baisse de \$27 milliards des avoirs officiels nets des *Etats-Unis* s'explique par une augmentation de près de \$30 milliards des engagements envers des détenteurs officiels d'autres pays industriels. La diminution des placements directs et des investissements de portefeuille aux *Etats-Unis* par les non-résidents (quelque \$142 milliards en 1989 à moins de \$31 milliards en 1990) est due à plusieurs facteurs: lenteur de la croissance, dépréciation constante du dollar et apparition d'écarts de taux d'intérêt défavorables. En revanche, les engagements des banques américaines ont augmenté l'an dernier, surtout au second semestre, la crise du Golfe ayant entraîné une réorientation des investissements vers les actifs à court terme. Avec l'accroissement des investissements non bancaires des *Etats-Unis* à l'étranger, les mouvements de capitaux non officiels se sont inscrits, dans l'ensemble, à un niveau voisin de zéro. Ces estimations – provisoires – font cependant apparaître un écart statistique de \$73 milliards environ, ce qui indique que, sous réserve d'un calcul correct des paiements courants, les entrées de capitaux sont amplement sous-estimées ou les sorties surestimées.

Les investisse-
ments directs
nets à l'étranger
dépassent l'excé-
dent du Japon ...

Au *Japon*, les sorties de capitaux ont été supérieures à l'excédent courant. Pour la première fois depuis de nombreuses années, les acquisitions par les Japonais de titres étrangers n'ont que légèrement dépassé celles de titres nationaux par les non-résidents: les sorties, en chiffres nets, n'ont atteint que \$5 milliards. La dégradation de la position monétaire officielle nette s'explique par la diminution de \$5½ milliards des réserves (conséquence

Financement des principaux déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels

Poste	1987	1988	1989	1990
	en milliards de dollars EU			
Etats-Unis				
Compte des opérations en capital	105,4	92,6	126,8	72,2
dont: Investissements directs	15,8	42,2	40,5	-10,7
Valeurs mobilières ¹	29,2	38,7	47,6	-21,5
Opérations bancaires résiduelles	46,9	13,9	10,5	20,6
Ecart statistique	6,8	- 8,4	22,4	73,0
Variation de la position monétaire officielle nette ²	56,9	36,3	-16,8	27,1
Japon				
Compte des opérations en capital	-44,8	-64,1	-81,9	-56,7
dont: Investissements directs	-18,4	-34,7	-45,2	-46,2
Valeurs mobilières	-93,8	-66,7	-28,0	- 5,0
Opérations bancaires résiduelles	71,8	44,5	8,6	-13,6
Ecart statistique	- 3,9	2,8	-22,0	-20,9
Variation de la position monétaire officielle nette ²	-42,3	-15,5	24,7	20,9
Allemagne				
Compte des opérations en capital ³	-22,8	-69,8	-67,3	-40,4
dont: Investissements directs	- 7,2	-10,4	- 7,4	-21,0
Valeurs mobilières ⁴	- 2,0	-43,7	- 4,9	0,3
Opérations bancaires à court terme	- 4,1	-10,4	-30,3	- 0,9
Autres opérations à court terme du secteur privé	- 5,7	-12,5	-27,4	-12,0
Variation de la position monétaire officielle nette ²	-23,4	19,2	10,0	- 6,9
Royaume-Uni				
Compte des opérations en capital	20,3	28,2	22,2	19,4
dont: Investissements directs	-17,3	-19,0	- 6,8	14,1
Valeurs mobilières	40,5	7,5	-41,4	-18,8
Opérations bancaires résiduelles	0,4	22,1	24,0	13,1
Ecart statistique	- 0,2	13,6	24,7	6,6
Variation de la position monétaire officielle nette ²	-13,1	- 0,5	10,4	2,3

¹ Y compris les titres du Trésor américain. ² La position monétaire officielle nette est égale aux réserves en or et en devises moins les engagements envers les autorités monétaires étrangères. Les chiffres ne sont pas corrigés des variations de change. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels. ³ Comprend l'écart statistique. ⁴ Y compris les reconnaissances de dette du secteur public.

des interventions massives effectuées au premier trimestre lorsque le yen était proche de son niveau le plus bas) et l'accroissement de \$15 milliards des engagements officiels, consécutif à l'augmentation des avoirs en titres d'Etat à court terme détenus par des non-résidents (bons du Trésor et titres de financements compensatoires). Un écart statistique non négligeable est toutefois apparu, là aussi, d'un signe opposé à celui des Etats-Unis.

... et s'élèvent
à la moitié environ
de l'excédent
de l'Allemagne

En Allemagne, les investissements directs à l'étranger ont triplé en termes nets. Comme les sorties nettes de capitaux privés se sont contractées davantage que l'excédent courant, les avoirs monétaires officiels nets se sont accrus de \$7 milliards, après avoir baissé en 1989. Cet accroissement a pris essentiellement la forme d'un renforcement des réserves, les engagements envers les autorités monétaires étrangères – en hausse sensible l'année précédente – n'ayant que modestement augmenté.

Evolution des paiements courants et financement extérieur des pays en développement

Réduction
du déficit des pays
en développement

Le déficit global des paiements courants des pays en développement s'est réduit l'an dernier de près de \$18½ milliards (voir tableau ci-dessous). Cette amélioration s'explique largement par l'accroissement de plus de \$29 milliards de leur excédent commercial. Comme le montre le Chapitre III, cependant, l'évolution des échanges commerciaux et, par voie de conséquence, les tendances des paiements courants ont été très différentes d'un groupe de pays à l'autre. Des gains importants au niveau des termes de l'échange ont stimulé les recettes d'exportations des producteurs de pétrole. Parmi eux, la plupart des pays débiteurs ont utilisé cette marge de manœuvre supplémentaire pour faire décoller quelque peu leurs importations, de sorte que leurs paiements courants ne se sont que légèrement améliorés. La crise du Golfe puis la guerre ont considérablement perturbé les importations des producteurs de pétrole du Moyen-Orient, contribuant à l'apparition d'amples excédents. En revanche, les positions des pays non exportateurs de pétrole n'ont enregistré qu'une amélioration modeste, voire nulle.

Le déficit des revenus d'investissements nets s'est creusé de \$2 milliards,

Balances globales des paiements courants

Groupe de pays	Solde des paiements courants					Solde des revenus d'investissements				
	1986	1987	1988	1989	1990	1986	1987	1988	1989	1990
	en milliards de dollars EU									
Pays industriels	-23,0	-55,5	-50,0	- 78,3	- 92,8	- 5,2	- 7,5	- 8,8	-10,9	- 7,4
Pays d'Europe de l'Est ¹	0,5	9,0	6,1	- 3,0	- 9,5	- 8,0	- 8,4	- 8,1	- 9,0	-10,5
ENI d'Asie	23,2	30,4	28,5	23,8	14,9	0,1	0,9	3,0	4,3	5,9
Pays en développement	-68,0	-34,9	-52,6	- 43,2	- 25,0	-40,6	-47,4	-51,1	-55,2	-57,2
Exportateurs de combustibles ²	-32,8	- 8,0	-23,3	- 6,1	6,4	0,4	- 5,6	- 5,0	- 5,7	- 6,9
Non exportateurs de combustibles	-35,2	-26,9	-29,3	- 37,1	- 31,4	-41,0	-41,8	-46,1	-49,5	-50,3
Total ³	-67,3	-51,0	-68,0	-100,7	-112,4	-53,7	-62,4	-65,0	-70,8	-69,2
Pour mémoire:										
Pays lourdement endettés ⁴	-18,7	- 9,6	-12,6	- 9,1	- 9,6	-35,2	-36,5	-39,9	-44,3	-43,8

¹ En monnaies convertibles. ² Pays dont le ratio moyen exportations de combustibles/exportations totales a dépassé 50% en 1984-86. ³ Correspond à l'écart statistique de la balance mondiale. ⁴ A l'exclusion de la Yougoslavie.

Sources: FMI; OCDE; ONU; données nationales; estimations BRI.

sous l'effet surtout d'un accroissement de près de 6% de la dette extérieure. Le taux d'intérêt implicite sur l'encours de la dette a un peu baissé, revenant de 7½% en 1989 à un niveau légèrement supérieur à 7%. Comme les deux années précédentes, les paiements d'intérêts effectifs ont été sensiblement inférieurs aux montants exigibles (compris dans les chiffres des paiements courants) et les arriérés d'intérêts ont encore augmenté de \$12 milliards.

Alourdissement
du service de la
dette

La compression à \$40 milliards du déficit courant des pays en développement endettés (c'est-à-dire l'ensemble du groupe à l'exception des exportateurs de pétrole en position créditrice nette) s'est accompagnée d'une augmentation de \$19 milliards du financement extérieur l'an dernier (voir tableau ci-dessous). En conséquence, leurs réserves internationales se sont renforcées de près de \$30 milliards. Les pays exportateurs de pétrole, ainsi que la Chine, la Malaisie et la Thaïlande, sont responsables de l'essentiel de cet accroissement (voir Chapitre VIII). L'Argentine, également, a

Accroissement
des réserves ...

Pays en développement: financement extérieur des déficits courants (estimations) ¹						
Poste	Pays en développement débiteurs nets ²			dont: pays débiteurs exportateurs de combustibles		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990
	en milliards de dollars EU					
Balance des paiements courants	-48	-45	-40	-19	-8	-7
Variation des avoirs extérieurs (- = augmentation)	-4	-9	-33	9	-2	-12
<i>Réserves officielles</i>	5	-9	-28	12	-3	-6
<i>Autres avoirs</i>	-9	0	-5	-3	1	-6
Financement extérieur ³	52	54	73	10	10	19
Emprunts auprès de créanciers officiels	29	29	36	8	10	13
Emprunts auprès de créanciers privés ⁴	10	9	24	-2	-8	1
<i>dont: augmentation des arriérés d'intérêts⁵</i>	9	15	12	..	..	..
Crédits FMI	-3	-1	-2	0	2	3
Divers	16	17	15	4	6	2
<i>dont: investissements directs⁵</i>	15	18	19	3	5	5
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Variation des créances des banques déclarantes BRI⁶</i>	3	-22	-19	-2	-4	-20

¹ Les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total. ² A l'exclusion des ENI d'Asie et des principaux pays exportateurs de combustibles du Moyen-Orient en position créditrice. ³ Correspond, avec un signe inversé, à la somme de la balance des paiements courants et de la variation des avoirs extérieurs. ⁴ Comprend les arriérés d'intérêts. ⁵ Estimations partielles. ⁶ Hors prêts bancaires aux centres extra-territoriaux. Les chiffres sont corrigés des fluctuations de change mais incluent les variations de portefeuilles résultant d'opérations de réduction ou d'annulation de dettes.

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

enregistré une forte progression à cet égard, due surtout toutefois au gonflement de son excédent commercial consécutif à la récession et à l'accumulation d'arriérés supplémentaires. Par contre, la position globale des réserves des pays de petite taille, à faible revenu, s'est détériorée ainsi que celle de l'Inde et des Philippines.

... et accès
au financement
extérieur plus
facile pour les pays
qui ont entrepris
des réformes ...

Dans un certain nombre de pays débiteurs exportateurs de pétrole, la détermination avec laquelle les réformes économiques ont été appliquées a donné des résultats encourageants, qui ont contribué à améliorer les financements externes. Bien que les emprunts auprès des créanciers officiels soient restés prédominants, ces pays ont été en mesure, l'an dernier, de solliciter les marchés financiers internationaux. L'accès aux prêts bancaires «spontanés» leur a également été facilité. Des crédits additionnels ont été octroyés au Cameroun et au Mexique par les banques déclarantes BRI au second semestre, tandis que les prêts à l'Indonésie passaient de \$1,6 milliard en 1989 à plus de \$5 milliards. Par ailleurs, après une quasi-absence de près de dix ans, le Mexique et le Venezuela ont pu à nouveau accéder au marché obligataire international, même si les montants collectés sont restés modestes. Les entrées de capitaux – hors dette – semblent aussi avoir repris récemment dans ces pays, les placements des non-résidents en actions s'étant intensifiés au Mexique, en Indonésie et au Venezuela. Bien plus, un certain nombre d'entreprises locales ont profité de la réforme économique et des politiques de privatisation pour émettre avec succès des actions à l'étranger.

... mais la plupart
demeurent
confrontés à des
difficultés

Parmi les non-exportateurs de pétrole, plusieurs pays d'Amérique latine ont retrouvé l'accès aux marchés financiers internationaux et obtenu également quelques crédits bancaires. Toutefois, la plupart des autres pays en développement non asiatiques restent confrontés à de sérieuses difficultés de financement. Dans la grande majorité des cas, les besoins ne pourraient être couverts qu'en recourant à des sources officielles ou par une augmentation supplémentaire des arriérés d'intérêts, qui s'élèvent déjà actuellement à \$40 milliards environ.

V. Marchés nationaux des capitaux

Faits saillants

Les cours des actions ont généralement baissé en 1990, alors que les taux d'intérêt à long terme ont clôturé l'année inchangés ou en légère hausse. Les prix pétroliers ont joué un rôle important dans l'évolution globale enregistrée, étant donné que les marchés obligataires se sont surtout préoccupés de leurs implications inflationnistes et que les marchés des actions semblent les avoir considérés comme l'élément clé pour évaluer la probabilité d'une récession généralisée. Un redressement s'est amorcé au quatrième trimestre de 1990 et a gagné en intensité au début de 1991. Dans plusieurs pays, les prix de l'immobilier ont notablement diminué lors du ralentissement de l'activité économique.

Certains développements intervenus au cours de la période sous revue sont susceptibles d'avoir des répercussions durables sur les marchés mondiaux des capitaux. L'importante correction en baisse du marché boursier japonais a eu une incidence sensible sur les établissements financiers et les mouvements internationaux des capitaux. Il se pourrait, en outre, que les entreprises soient confrontées à des difficultés de financement lors de l'arrivée à échéance d'obligations liées aux actions. L'affaiblissement généralisé de l'activité économique a mis à jour la fragilité de quelques compartiments de l'industrie financière. L'an dernier, dans les principaux centres, les établissements de courtage ont enregistré des pertes ou une contraction marquée de leurs bénéfices. Dans la plupart des pays, la rentabilité des banques a également diminué de manière notable ou n'a que modestement augmenté à partir de niveaux relativement bas. Des difficultés financières ont affecté des secteurs entiers de l'industrie financière aux Etats-Unis et en Norvège, alors que des problèmes plus localisés sont apparus en Australie, en Suède et au Japon.

Plusieurs développements liés à la reprise prolongée de l'activité économique ont contribué à la mauvaise passe que traverse actuellement l'industrie financière: l'ampleur des fluctuations des cours des actions et des prix de l'immobilier, avec la sensibilité accrue à ces mouvements; l'augmentation de l'endettement du secteur privé; la vive expansion des services financiers après la vague d'innovation et de libéralisation. Une consolidation s'impose à présent dans certains domaines.

La libéralisation des marchés des capitaux est appelée à se poursuivre. Aux Etats-Unis, le Trésor a récemment proposé un plan prévoyant la suppression des restrictions sur l'activité bancaire entre divers Etats et a considérablement accru les pouvoirs des banques. Au Japon, des propositions concrètes en faveur d'une décompartimentation de l'activité financière devraient être prochainement publiées, tandis que la déréglementation des

taux sur les dépôts suit son cours. Comme le mentionnait le dernier Rapport annuel, dans la Communauté européenne l'adoption de la deuxième Directive bancaire, à la fin de 1989, et de la législation s'y rapportant, au début de 1990, a précisé les contours du marché unique des services financiers. En France et en Italie, la libéralisation totale des mouvements de capitaux, l'an dernier, a représenté un pas important dans cette voie.

Dans ce contexte, le renforcement des structures prudentielles de la réglementation et de la surveillance revêt une importance particulière. Le plan présenté par le Trésor américain renferme des propositions visant à revoir certaines dispositions dans ce domaine. Au niveau international, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a proposé, au début de 1991, de clarifier la définition des fonds propres figurant dans l'accord de 1988 sur les normes de fonds propres des banques, et des travaux sont actuellement en cours pour en élargir le cadre de manière à couvrir le risque de marché. Durant la période sous revue, de nouvelles initiatives ont été prises pour améliorer la coordination entre les responsables de la surveillance des opérations bancaires, des transactions sur titres et de l'activité d'assurance.

Evolution des taux d'intérêt à long terme

Malgré des fluctuations notables durant l'année, les taux d'intérêt à long terme ont clôturé inchangés ou en légère hausse sur la quasi-totalité des marchés. Cette tendance s'est inversée au premier trimestre de 1991, où le fléchissement a été généralisé.

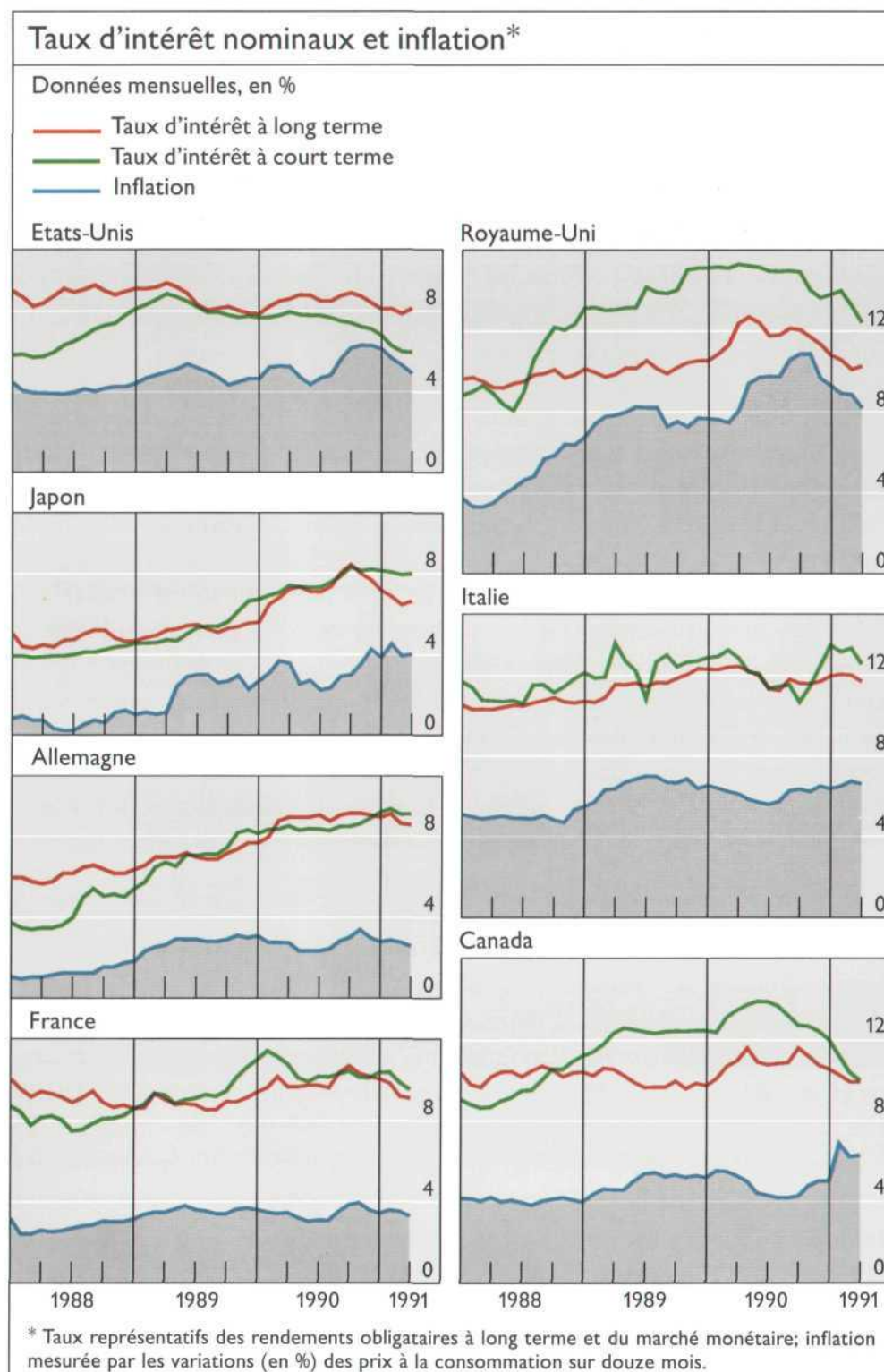
Evolution générale
au cours
de la période
sous revue

Les taux se sont tendus au début de 1990, pour décroître ensuite aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, alors qu'ils demeuraient fermes au Japon et en Allemagne. Les fortes hausses des prix pétroliers, consécutives à l'invasion du Koweït en août, ont avivé les craintes inflationnistes et fait sensiblement baisser les cours des obligations, les rendements à long terme gagnant entre 50 et 150 points de base sur les principaux marchés. Les taux d'intérêt sont restés stables au dernier trimestre en Allemagne et en Suisse, ont diminué en Belgique et en France et nettement chuté aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. Durant les trois premiers mois de 1991, ils ont fléchi, sauf aux Etats-Unis où ils n'ont guère varié.

Hausses
généralisées au
début de 1990

Le recul des cours sur les marchés obligataires du Japon, du Royaume-Uni et de l'Allemagne à la fin de 1989 et au début de 1990 s'explique en grande partie par la rigueur des politiques monétaires et les anticipations inflationnistes. Au Royaume-Uni, les taux ont nettement monté après la publication de chiffres pour le quatrième trimestre de 1989 faisant état d'une forte demande globale et d'une accélération de l'inflation. En Allemagne, ils se sont inscrits en hausse au début de 1990, les opérateurs s'attendant à de futurs relèvements du fait de la conjonction d'une politique monétaire rigoureuse, d'une croissance soutenue et de la réalisation prochaine de l'union monétaire avec la République démocratique allemande. Au Japon, la baisse des cours des obligations a été imputable au resserrement progressif de la politique monétaire et à une révision sensible des attentes des investisseurs, la politique n'ayant pas été assouplie, même lors de

l'effondrement du marché boursier. L'augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis a été due en partie à l'ampleur considérable des émissions d'obligations d'Etat, destinées notamment à financer la liquidation des caisses d'épargne, et à l'affaiblissement de la demande étrangère de titres américains provoqué par la diminution des rendements offerts par rapport aux obligations d'autres pays. Des anticipations de redressement des taux sont également apparues lorsque les craintes de récession se sont estompées et



que les investisseurs ont peu à peu acquis la conviction que l'économie américaine allait connaître un «atterrissage en douceur».

Baisses
ultérieures aux
Etats-Unis et au
Royaume-Uni...

Au deuxième trimestre, les signes de ralentissement de l'activité économique ont progressivement entraîné une baisse des taux aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Dans le premier cas, ils se situaient à leurs plus hauts niveaux en mai, après la publication de chiffres médiocres pour l'emploi et les ventes de voitures, et se sont ensuite repliés jusqu'à l'été, en raison des anticipations croissantes d'un recul de l'activité et d'un assouplissement de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, en dépit de résultats décevants concernant les hausses des salaires et des prix de détail, ils ont commencé à fléchir, des rumeurs d'adhésion au mécanisme de change du SME ayant amené les opérateurs à réévaluer le risque de change sur la livre sterling.

... ainsi que dans
certains pays
du mécanisme
de change du SME

Dans les pays participant au mécanisme de change du SME, notamment en Italie, en France et en Belgique, les taux à long terme ont diminué au deuxième trimestre et leur écart favorable par rapport aux taux allemands s'est réduit. Ce rétrécissement traduisait en partie la convergence des résultats enregistrés sur le front de l'inflation. La forte progression des cours observée sur le marché obligataire italien au premier semestre de 1990 peut être imputée à la vigueur de la demande d'origine étrangère; celle-ci a connu un vif essor, du fait de l'atténuation du risque de change résultant de l'entrée de la lire dans la bande de fluctuation étroite du SME, en janvier 1990, et de l'accroissement de la liquidité du marché, consécutif à la mise en service du système de négociation informatisé.

Réaction à la
crise du Golfe

Une importante correction en baisse des cours mondiaux des obligations est intervenue à la suite de la crise du Golfe, l'envolée des prix pétroliers ayant ravivé les craintes inflationnistes. Sur la plupart des marchés, les rendements à long terme ont gagné entre 50 et 150 points de base, les progressions les plus sensibles s'étant produites dans certaines des économies présentant des perspectives favorables en matière d'inflation. Dans les pays participant au mécanisme de change, la crise du Golfe a provoqué un élargissement momentané des primes par rapport aux taux allemands, traduisant ainsi probablement la forte crédibilité dont bénéficie traditionnellement la politique monétaire de l'Allemagne et l'attrait croissant de ce pays comme substitut aux possibilités de placement offertes par les Etats-Unis et la Suisse.

A la fin de septembre, les taux se situaient à leurs plus hauts niveaux dans de nombreux pays; au quatrième trimestre, ils ont chuté sur la plupart des marchés, à l'exception de l'Italie, de la Suisse et de l'Allemagne. Aux Etats-Unis, ils ont sensiblement baissé lorsque la politique monétaire a été assouplie en raison de la détérioration de la situation économique. Les gains enregistrés durant ce trimestre sur les marchés obligataires japonais ont surpris maints observateurs. Devant l'affaiblissement de la croissance, le ralentissement de l'expansion monétaire et l'atténuation des pressions sur le yen résultant du fléchissement des taux d'intérêt américains, les investisseurs japonais ont anticipé un certain relâchement de la rigueur monétaire. Malgré les déclarations de la banque centrale infirmant cette éventualité, les anticipations ont continué d'influencer à la hausse les cours des obligations.

En Allemagne et en Suisse, les taux sont demeurés fermes tout au long du quatrième trimestre, sous l'effet conjugué des tensions inflationnistes internes et de l'action restrictive de la politique monétaire.

Parmi les pays du mécanisme de change, les taux se sont inscrits en baisse en France et en Belgique. Leur prime par rapport aux taux allemands s'est réduite à partir de fin octobre et, au terme du premier trimestre de 1991, elle se situait en dessous des niveaux antérieurs à la crise du Golfe, la perte atteignant près de 100 points de base en France. Les écarts creusés à la fin de l'été se trouvaient déjà en grande partie inversés en octobre, lorsque les marchés pétroliers et obligataires se sont stabilisés à la suite de l'atténuation des craintes inflationnistes déclenchées par la crise du Golfe.

En Allemagne, les taux ont amorcé un recul au début de 1991, sous l'effet d'anticipations d'un ralentissement de la hausse des prix, l'orientation anti-inflationniste des autorités monétaires étant soulignée par un relèvement des taux officiels. En outre, les propositions d'augmentation de la fiscalité ont entraîné une révision en baisse des estimations concernant le déficit budgétaire. Dans les autres pays du mécanisme de change, les taux ont évolué parallèlement à ceux du marché allemand. Au Japon, ils ont légèrement diminué jusqu'en mars, puis se sont tendus en liaison notamment avec l'affaiblissement du yen. Aux Etats-Unis, un certain fléchissement a été enregistré jusqu'à la mi-février; un mouvement de hausse s'est alors produit, en raison d'une possible révision des anticipations inflationnistes due à un nouvel assouplissement de la politique monétaire et à la publication de chiffres montrant que le taux d'inflation sous-jacent était plus tenace qu'on ne l'avait pensé. Sur le marché britannique, la baisse a atteint quelque 100 points de base, avant que ce mouvement ne s'inverse à la mi-février.

Rétrécissement
des écarts au sein
du mécanisme
de change

Baisses générali-
sées en 1991

Evolution sur les marchés des actions

Les marchés des actions ont été orientés à la baisse presque partout l'an passé (voir tableau de la page 112). Si tous ont subi des pertes substantielles au lendemain de l'invasion du Koweït, un net mouvement de recul s'était produit bien avant au Japon, à Taïwan et en Corée du Sud. La crise du Golfe a d'abord provoqué un doublement des prix du pétrole mais a aussi renforcé l'incertitude au sujet de l'évolution économique, accentuant ainsi le ralentissement de l'activité aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les indices boursiers ont perdu près de 25% en moyenne en août-septembre par rapport à leurs valeurs de fin juillet. Malgré la reprise amorcée au dernier trimestre sur les marchés de nombreux pays, seul celui de la Corée du Sud avait retrouvé en fin d'année son niveau antérieur à l'invasion. Après le déclenchement des hostilités, à la mi-janvier 1991, les marchés se sont redressés partout dans le monde, du fait de la baisse des prix pétroliers et des taux d'intérêt à long terme ainsi que de l'atténuation des incertitudes économiques.

Amplès
fluctuations

L'évolution au cours de la période sous revue donne à penser que, dans une certaine mesure, une attention plus grande a été accordée aux «données fondamentales», c'est-à-dire à une évaluation réaliste des rendements à plus long terme des actions par rapport à ceux d'autres actifs.

C'est pour cette raison qu'une correction des marchés boursiers du Japon et de Taïwan avait été anticipée, de sorte que l'ampleur de leur chute peut difficilement être mise sur le compte d'un développement économique spécifique. En outre, à la différence des krachs généralisés de 1987 et 1989, les pertes globales subies à la suite de l'invasion du Koweït avaient clairement leur origine dans les données fondamentales, tout comme les gains enregistrés ultérieurement à la fin de 1990 et au début de 1991.

Rétrospectivement, toutefois, l'ampleur des réactions des marchés à certaines de ces évolutions peut paraître difficile à comprendre. Les marchés des actions ont réagi de manière plus brutale au choc des prix pétroliers de 1990 qu'ils ne l'avaient fait lors des précédents, alors qu'il a été le plus modeste. De même, dans quelques pays, les gains réalisés par suite de la baisse des prix pétroliers semblent disproportionnés, compte tenu des autres incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale au début de 1991.

L'année 1990 a d'abord vu une importante correction en baisse des cours des actions au Japon. Par rapport à son maximum du 29 décembre 1989, le marché a perdu près de 30%, avant de remonter légèrement au début d'avril. Aucun facteur économique spécifique ne peut véritablement expliquer l'ampleur de ce mouvement. Malgré un resserrement de la politique monétaire et une hausse des taux d'intérêt internes, l'économie réelle est demeurée dynamique.

La chute des cours des actions au Japon a eu des répercussions néfastes sur la confiance des consommateurs mais n'a guère influencé la demande intérieure, qui est restée soutenue tout l'été. L'effondrement du marché n'a pas influé non plus sur d'autres marchés des actions, comme le cas s'était produit lors du mini-krach d'octobre 1989 qui avait pris naissance aux Etats-Unis. Cela ne signifie pas, cependant, qu'il n'ait eu aucune incidence. Devant les fortes baisses des cours des titres nationaux et le rétrécissement des écarts de rendement entre les Etats-Unis et le Japon, les investisseurs japonais ont sensiblement réduit leur demande d'obligations américaines: ils ont diminué leurs achats nets au premier trimestre de 1990 et ont cédé des quantités considérables de titres au cours des trois mois suivants. Cette évolution a coïncidé avec une hausse substantielle des rendements obligataires aux Etats-Unis et un accroissement notable de leur instabilité à court terme.

La baisse des cours des actions au Japon pourrait avoir des implications à plus long terme pour les sociétés financières et non financières japonaises. Lors de la hausse des cours, elles avaient émis des montants élevés de titres de dette liés aux actions, tels qu'obligations convertibles et obligations à bons de souscription d'actions. Après l'effondrement de 1990, il est possible que les investisseurs ne soient guère incités à exercer leurs droits de conversion en actions à l'échéance. Selon les estimations, quelque ¥ 20.000 milliards de ces obligations arriveront à échéance d'ici la fin de 1994, la plus grande partie étant prévue pour 1993. Faute d'une remontée des cours des actions au Japon, le volume du refinancement pourrait devenir un facteur important dans l'évolution future des taux d'intérêt.

D'importantes
corrections
au Japon ...

Evolution des cours sur les marchés boursiers*						
Pays	1990				1991	Fin
	Début août	Fin août	Fin septembre	Fin décembre	Fin avril	décembre 1990-fin avril 1991
	fin 1989 = 100					variation en %
Allemagne	106	91	74	78	88	13,5
Australie	96	91	85	78	93	19,9
Belgique	97	87	77	77	89	16,3
Canada	91	85	80	82	88	7,3
Corée du Sud	76	68	66	77	71	-7,4
Espagne	99	87	71	75	92	22,8
Etats-Unis	101	91	87	93	106	13,7
France	95	84	75	75	87	16,1
Hong Kong	122	109	97	107	127	18,6
Italie	105	91	81	75	84	11,5
Japon	78	69	55	60	68	13,2
Pays-Bas	101	87	78	79	81	2,1
Royaume-Uni	97	89	82	88	103	16,0
Singapour	105	86	74	78	105	34,6
Suède	105	92	72	69	82	19,5
Suisse	106	90	77	75	89	18,4
Taïwan	67	42	31	47	68	44,6

* Pour les Etats-Unis, indice composite S&P 500; pour le Japon, indice TOPIX de la Bourse de Tokyo; pour le Royaume-Uni, indice FT 100; pour l'Allemagne, indice Commerzbank, Francfort; pour la France, indice général CAC; pour les autres pays, indice représentatif.
Sources: Bourses de valeurs nationales.

A Taïwan et en Corée du Sud, les marchés ont également souffert de l'extrême instabilité des cours et des corrections intervenues en 1990. L'indice boursier, à Taïwan, a chuté de 80% par rapport à son sommet de mi-février, pour se situer à son niveau le plus bas du début d'octobre, soit une perte équivalant à une fois et demie le PNB de 1989. Dans le cas de la Corée du Sud, le marché a cédé près de 40% vis-à-vis de fin 1989, avant de se redresser à partir de la mi-septembre. Le 1er août, les baisses respectives atteignaient déjà plus de 40% et quelque 25%. A Taïwan, le mouvement a été déclenché par un resserrement de la politique monétaire dans le contexte d'une décélération de la croissance, qui s'est néanmoins maintenue au-dessus de 5%. La précédente reprise avait été alimentée par des emprunts massifs assortis de garanties immobilières lors de l'envolée des prix de l'immobilier. En Corée du Sud, alors même que l'expansion de la production s'est intensifiée et que la politique monétaire a suivi un cours non restrictif, on s'est préoccupé du caractère soutenable du rythme rapide de la croissance économique compte tenu de la détérioration des paiements courants et de la montée de l'inflation.

Tandis que la plupart des prévisions avaient donné à penser que les répercussions de la hausse des prix pétroliers sur l'économie réelle seraient relativement modérées (voir Chapitre II), les marchés des actions semblent avoir réagi au choc des prix pétroliers de 1990 de manière plus énergique

... à Taïwan et en Corée du Sud

Forte réaction des cours des actions à la crise du Golfe ...

que lors des trois épisodes antérieurs d'amples variations des prix (comme le montre le tableau ci-dessous). La réaction des principaux marchés boursiers des pays importateurs nets de pétrole correspondait alors en gros à leur degré de dépendance envers ces importations au moment du choc. Sauf dans le cas de la France en 1979, une dépendance accrue est généralement allée de pair avec une plus grande sensibilité du marché boursier, telle qu'elle est mesurée par le ratio de la variation en pourcentage de l'indice des actions par rapport à celle des prix pétroliers. Cette corrélation a manifestement disparu en 1990, cependant, lorsque les marchés ont fortement réagi malgré une dépendance moindre envers le pétrole.

... alors que les
prix pétroliers
retiennent
l'attention

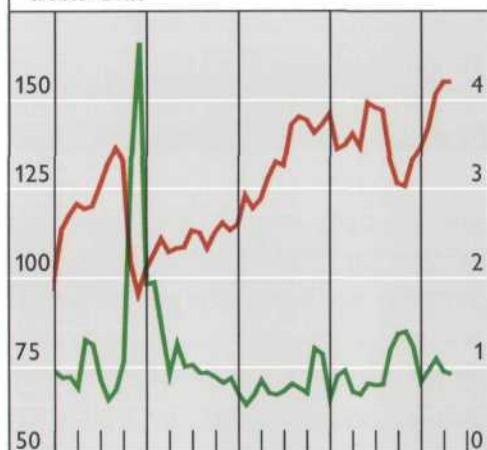
Certaines indications montrent que, pendant la crise du Golfe, les places boursières ont concentré leur attention sur l'évolution de la situation du marché pétrolier. L'instabilité des cours des actions a été généralement plus accentuée dans les pays qui sont davantage tributaires des importations de pétrole, comme le Japon, l'Allemagne et la France (voir graphique ci-après). En outre, les statistiques révèlent une plus grande sensibilité des cours des actions aux prix pétroliers lors du dénouement de la crise, ainsi qu'en atteste le graphique de la page 115. Il représente des estimations en glissement à partir d'un échantillon représentatif de la sensibilité quotidienne des rendements des actions par rapport à la rentabilité d'un contrat financier à terme sur le pétrole, telle qu'elle est mesurée par la corrélation entre le rendement d'un indice boursier et celui d'un contrat à un mois sur le pétrole Brent. Il apparaît clairement que les places boursières n'étaient pas axées sur l'évolution des marchés pétroliers avant l'invasion du Koweït. Jusqu'alors, les coefficients de corrélation ont varié autour de zéro, ce qui indiquerait l'absence d'une relation évidente. L'invasion a accru la sensibilité

Sensibilité des marchés boursiers aux prix du pétrole et dépendance pétrolière				
Pays	1974	1979	1986	1990
Etats-Unis				
Elasticité	-0,03	-0,12	-0,18	-0,21
Dépendance pétrolière	0,6	2,0	1,4	1,0
Japon				
Elasticité	-0,05	-0,06	-0,18	-0,45
Dépendance pétrolière	2,0	3,2	4,2	1,5
Allemagne				
Elasticité	-0,04	-0,10	-0,35	-0,47
Dépendance pétrolière	1,8	3,1	5,0	1,7
France				
Elasticité	-0,06	0,04	-0,37	-0,36
Dépendance pétrolière	1,8	2,5	4,6	1,7
Remarque: l'élasticité est égale au rapport entre la variation mensuelle (en %) de l'indice boursier représentatif et celle du prix du pétrole, exprimées en moyennes à partir de calculs effectués sur certains mois. La dépendance pétrolière est mesurée (en %) par les importations de pétrole par rapport au PIB de l'année précédente.				
Sources: OCDE et données nationales.				

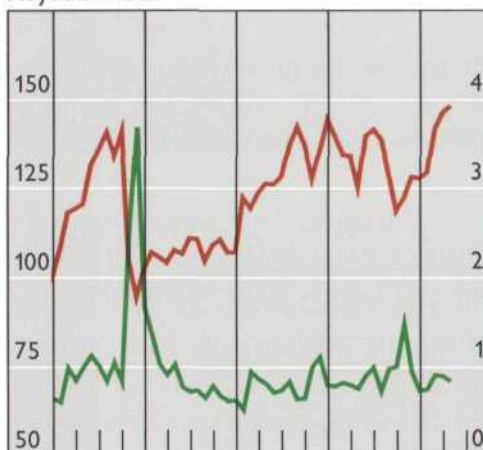
Cours sur les marchés boursiers et variabilité des rendements

— Cours¹ (échelle de gauche)
— Variabilité des rendements² (échelle de droite)

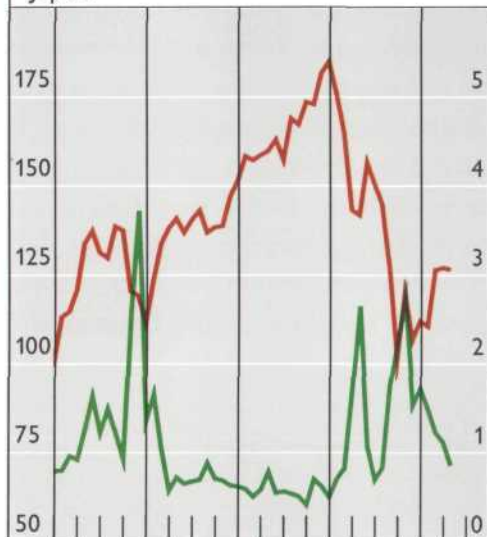
Etats-Unis



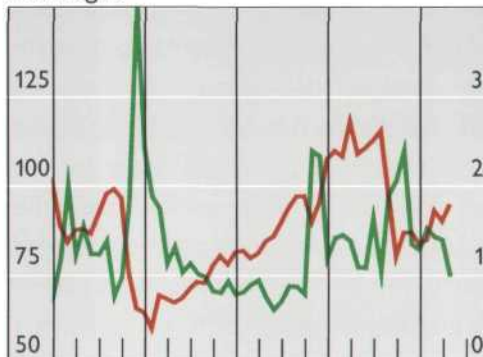
Royaume-Uni



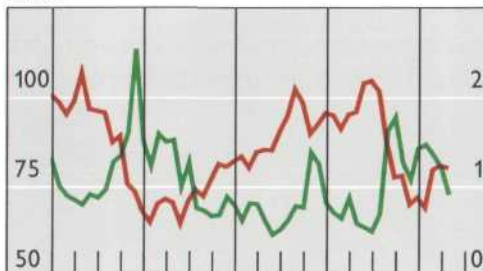
Japon



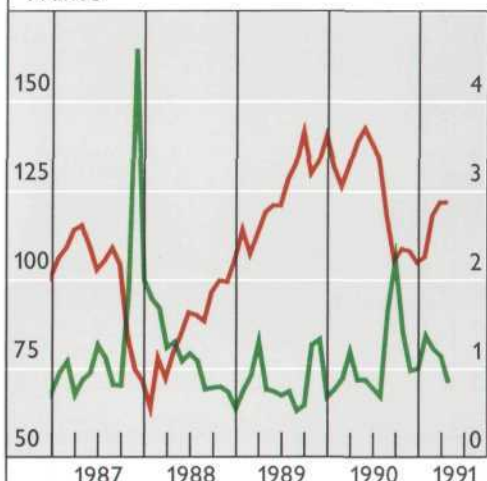
Allemagne



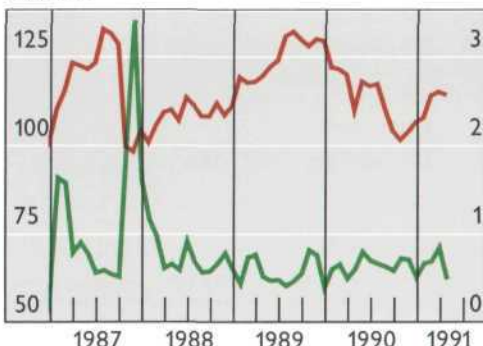
Italie



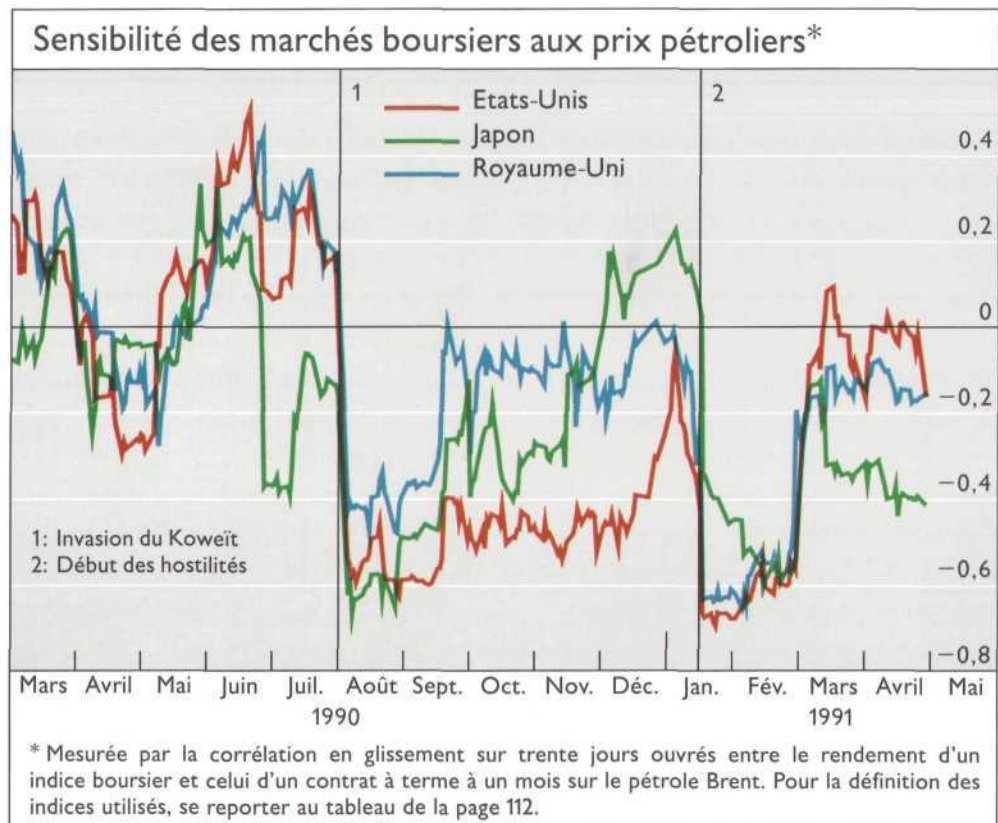
France



Canada



¹ Chiffres de fin de mois, décembre 1986 = 100. Pour la définition des indices utilisés, se reporter au tableau de la page 112. ² La variabilité est mesurée par des estimations mensuelles de l'écart type des rendements journaliers (en %).



des marchés aux prix du pétrole, et le déclenchement des hostilités, à la mi-janvier, l'a encore accentuée. Lorsque les investisseurs ont repris confiance quant à l'issue du conflit, les marchés des actions semblent s'être désintéressés de l'évolution des prix pétroliers, puisque les coefficients de corrélation sont revenus à leur situation antérieure à l'invasion.

Illustrant l'attention accrue accordée aux variations des prix pétroliers, les marchés boursiers mondiaux se sont fortement redressés au début de 1991 lorsque ces prix ont baissé. Dans un certain nombre de pays, dont les Etats-Unis et le Royaume-Uni, la remontée des cours était déjà en bonne voie au quatrième trimestre de 1990, sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt. Les hausses du début de 1991 se sont produites malgré, bien souvent, des évolutions économiques défavorables. Les premiers jours de mars 1991, nonobstant la récession, les indices élargis ont atteint des niveaux records aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

La restructuration de l'activité financière

Rentabilité et solidité financière: résultats récents

Les institutions financières ont vécu une année difficile en 1990. La diminution des bénéfices a concerné de nombreux pays et touché une large gamme d'intermédiaires financiers. Dans certains cas, l'érosion de la rentabilité s'est accompagnée de difficultés financières. Les divers établissements ont été affectés de manière plus ou moins marquée selon la nature de leurs activités, leur champ d'action territorial, les conditions macro-économiques nationales et les caractéristiques spécifiques de leur environnement financier.

Redressement
des marchés
en 1991

L'an dernier
a été difficile ...

Il ne fait guère de doute, cependant, que des forces communes à plus long terme ont été à l'œuvre.

Les maisons de courtage et les banques d'affaires comptent parmi les établissements qui ont enregistré les plus mauvais résultats d'exploitation. Les sociétés membres du New York Stock Exchange et du London International Stock Exchange ont affiché une perte globale. Il s'agissait, aux Etats-Unis, de la première depuis le début des années soixante-dix et, au Royaume-Uni, de la seconde depuis le «Big Bang» de fin 1986. En outre, à Paris, certaines indications font état de pertes pour de nombreuses sociétés de Bourse. Au Japon, les bénéfices des maisons de titres ont chuté de plus de 60% entre avril et septembre 1990 par comparaison avec l'année précédente, ce qui constitue la baisse la plus forte depuis 1974.

... sur les marchés
des titres ...

On ne dispose pas encore, dans l'ensemble, d'informations complètes sur les résultats des systèmes bancaires en 1990. Toutefois, les comptes d'exploitation d'un échantillon représentatif de grands établissements ainsi que d'autres indications donnent à penser qu'une détérioration s'est généralement produite, par suite surtout du relèvement des provisions pour créances internes douteuses et de la diminution des marges de taux d'intérêt (voir tableau de la page 117). Les banques opérant sur les marchés des titres ont été également affectées par l'effondrement des cours des actions.

... et dans l'indus-
trie bancaire

D'un côté figurent des pays tels que les Etats-Unis et la Norvège, qui ont été confrontés à des difficultés financières généralisées. Cette situation a contraint les autorités de contrôle à intervenir pour éviter une propagation de l'instabilité financière; elle a également conduit à étudier ou à mettre en œuvre des modifications du dispositif réglementaire et des structures de surveillance, notamment le renforcement des fonds d'assurance des banques.

Aux Etats-Unis, parallèlement à la réforme en cours des caisses d'épargne lourdement déficitaires, le nombre des défaillances bancaires est demeuré élevé en 1990 et une grande banque régionale a été déclarée insolvable en janvier 1991. Le ratio de rentabilité de l'ensemble du système bancaire a été aussi faible qu'en 1989. Il s'est maintenu au même niveau pour les banques de petite dimension, a légèrement fléchi pour celles de moyenne importance et est retombé à son minimum d'il y a dix ans dans le cas de grands établissements (\$1-10 milliards d'actifs). Seules les cinquante premières banques ont enregistré une hausse, en raison surtout de l'ampleur des provisions constituées en 1989 par quelques-unes des plus importantes en contrepartie des prêts aux pays en développement. Si l'on se fonde sur la proportion des actifs improductifs, la qualité de l'actif apparaît comme la plus médiocre de la dernière décennie.

Faiblesse
généralisée
aux Etats-Unis ...

Les banques norvégiennes sont demeurées aux prises avec les sérieuses difficultés déclenchées en 1987 par la récession d'origine pétrolière, qui ont entraîné la défaillance d'un certain nombre d'établissements. L'an dernier, les banques commerciales ainsi que les caisses d'épargne ont fait ressortir des résultats nets négatifs.

... et en Norvège

Dans la plupart des autres pays, les grandes banques ont réalisé des résultats décevants, mais leur solidité financière intrinsèque n'a pas suscité

Rentabilité des grandes banques en 1989 et 1990 ¹							
Pays	Nombre de banques	Rentabilité des actifs ²		Provisions pour pertes sur prêts		Marge nette d'intérêt	
		1989	1990	1989	1990	1989	1990
		en %					
Etats-Unis	15	0,90	0,73	1,35	0,90	3,08	2,95
<i>données ajustées³</i>		1,67	0,78	0,57	0,86	3,08	2,95
Japon ^{4, 5}	12	0,82	0,58	0,07	0,22	0,96	0,78
Allemagne ⁶	3	0,89	0,91	n.d.	n.d.	1,97	2,04
France ^{4, 5}	6	0,55	0,42	0,53	0,57	2,42	2,24
Royaume-Uni	4	0,04	0,51	1,81	1,05	3,25	3,00
<i>données ajustées³</i>		1,32	0,51	0,53	1,05	3,25	3,00
Canada ⁵	6	0,83	1,34	1,20	0,37	3,40	3,13
<i>données ajustées³</i>		1,78	1,32	0,24	0,39	3,40	3,13
Australie ⁵	4	1,67	1,03	0,70	1,06	3,77	3,50
Espagne	7	1,73	1,54	0,47 ⁷	0,41 ⁷	4,33	4,06
Finlande	3	0,44 ⁸	0,35 ⁸	0,33	0,42	1,58	1,65
Norvège	4	0,26 ⁸	-1,05 ⁸	1,41	2,01	2,97	2,75
Pays-Bas	3	0,61	0,57	n.d.	n.d.	2,11	2,08
Suède	4	0,95 ⁸	0,53 ⁸	0,16	0,51	1,90	1,95
Suisse	3	0,71	0,56	n.d.	n.d.	0,94	0,92

¹ Les données ne sont pas rigoureusement comparables d'un pays à l'autre. ² Bénéfice avant impôt rapporté au total de l'actif moyen. ³ En termes nets des provisions constituées à l'égard des prêts aux pays en développement. ⁴ Résultats du premier semestre en rythme annuel. ⁵ Exercice budgétaire. ⁶ Bénéfice d'exploitation partiel en termes nets, excluant les provisions pour pertes sur prêts, les gains/pertes sur opérations propres sur titres et les postes exceptionnels. ⁷ Six banques. ⁸ Revenu net avant toute affectation.

Source: IBCA Ltd.

Résultats
médiocres
et difficultés
localisées dans
les autres pays

de préoccupations. Des diminutions sensibles des bénéfices ont été constatées en Australie, en Suède, en Finlande, au Danemark, en France, au Japon et en Suisse. Au Royaume-Uni et au Canada, la rentabilité est restée faible, bien qu'en légère augmentation par rapport à son niveau très bas de 1989, qui traduisait la constitution de provisions en regard du risque-pays. Si la viabilité financière des grandes banques n'a pas été mise en cause, la situation fondamentale d'autres établissements s'est toutefois détériorée dans quelques pays. En Australie, en particulier, deux banques sous contrôle de l'Etat et un certain nombre d'intermédiaires non bancaires et, en Suède, plusieurs sociétés financières se sont trouvés confrontés à de sérieux problèmes de solvabilité, qui ont entraîné parfois des fermetures ou des reprises par d'autres établissements. Au Japon, des intermédiaires non bancaires ont été déclarés en faillite et plusieurs petites banques ont reçu l'assistance financière d'établissements plus importants ou ont été contraintes de fusionner avec eux.

En Espagne, les bénéfices des banques se sont accrus dans l'ensemble, mais à un rythme nettement moindre que l'évolution de leurs actifs. En Allemagne, aux Pays-Bas et, selon des données préliminaires, en Italie, les résultats globaux d'un échantillon représentatif de banques se sont maintenus à leurs niveaux.

L'ampleur de la récente détérioration des bénéfices dans l'industrie bancaire a déjà entraîné des modifications de la cote de crédit des grands établissements. Depuis 1989, des déclassements sont intervenus dans plusieurs pays, notamment dans les pays anglophones et nordiques ainsi qu'au Japon.

Rentabilité et solidité financière: déterminants à court et à long terme

Le ralentissement généralisé de la croissance économique et le coup porté à la confiance des milieux d'affaires par l'invasion du Koweït ont sûrement contribué de manière sensible à l'érosion des résultats de l'industrie financière, l'an dernier. Ces deux facteurs expliquent, dans une certaine mesure, le renforcement des provisions pour pertes sur prêts constituées par les banques commerciales. Ils sont également à l'origine de la diminution des transactions sur le marché secondaire, des émissions de même que des opérations de fusions et acquisitions, qui a érodé les revenus des établissements effectuant des transactions sur titres et une activité de banque d'affaires aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Ainsi, avec le retour de la confiance et la remontée des marchés des actions au début de 1991, les revenus et bénéfices générés par les opérations sur titres aux Etats-Unis se sont redressés.

Il n'en reste pas moins que certains développements intervenus durant la période de reprise prolongée de l'activité économique ont également contribué à la faiblesse actuelle de quelques compartiments de l'industrie financière. Trois facteurs, en partie interdépendants, peuvent être identifiés: l'ampleur des variations des cours des actions et des prix de l'immobilier, avec la sensibilité accrue à ces mouvements; l'augmentation de l'endettement du secteur privé; les problèmes d'ajustement liés à l'expansion sans précédent des services financiers à la suite de l'innovation et de la libéralisation dans le secteur financier.

La chute des cours des actions au Japon, l'an dernier, explique en partie les mauvais résultats et, dans certains cas, les difficultés financières des banques commerciales et des firmes de courtage. Le krach boursier de 1987 continue de marquer un tournant dans la rentabilité des opérateurs sur titres aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Il a également affecté de manière notable plusieurs banques actives sur les marchés des titres, notamment des établissements britanniques et suisses. Du fait des possibilités nouvelles offertes par la déréglementation, au cours de la deuxième moitié des années quatre-vingt, en matière d'opérations sur titres, de nombreuses banques sont à présent plus sensibles aux fluctuations des cours. C'est le cas, par exemple, de celles qui opèrent en France, au Royaume-Uni et au Canada.

Pour la plupart des banques, cependant, ce sont les variations des prix de l'immobilier qui ont eu la plus forte incidence, en raison de l'importance, dans leurs portefeuilles, des prêts à la construction et d'accession à la propriété ou d'autres crédits garantis par des actifs immobiliers (voir tableau ci-contre). Les difficultés actuelles des banques américaines sont essentiellement liées aux prêts de cette nature qu'elles ont accordés aux entreprises.

L'incidence
du ralentissement
de l'activité
économique ...

... est amplifiée
par d'autres
facteurs:

l'ampleur des
variations des
cours des
actions ...

... et des prix de
l'immobilier, et
sensibilité accrue à
ces mouvements

Hausse des prix de l'immobilier, en termes réels ¹								
Pays et ville	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1980-84	1985-89
	variation en %						variation cumulée	
	Immobilier d'entreprise							
Etats-Unis ²	2	3	0	- 4	- 5	- 8 ³	10	-4
Japon ⁴	11	50	60	2	2	0	14	175
Royaume-Uni	-6	- 5	2	12	25	- 7	- 4	28
Canada	-1	0	2	4	3	- 6	n.d.	7
Australie ⁵	3	2	33	21	- 1	-28	-18	66
Norvège ⁶	26	32	8	-13	-22	-20	3 ⁷	21
	Logement							
New York	23	18	10	- 4	- 5	-10	26 ⁸	46
Los Angeles	-1	6	4	17	1	8	- 3 ⁸	30
Tokyo	1	23	67	- 1	3	2	12	114
Londres	6	20	16	12	- 2	- 7	- 3	62
Paris	4	7	15	17	20	15	- 3 ⁷	81
Francfort	-7	-10	4	11	- 3	17	24	-6
Milan	n.d.	- 3	4	8	25	4	n.d.	36 ⁹
Toronto	11	33	20	21	- 3	-21	- 2 ¹⁰	108
Bruxelles	-3	5	5	10	28	16	-37	50
Oslo	15	0	13	-11	-13	- 7	-17 ⁷	1
Stockholm	-2	5	17	21	11	0 ¹¹	-32	61
Sydney	3	4	16	42	-19	-15	-10	43

¹ Après correction de l'inflation par l'indice national des prix à la consommation; données et définitions nationales. ² Nord-Est. ³ Troisième trimestre. ⁴ Tokyo. ⁵ Sydney. ⁶ Oslo. ⁷ 1981-84. ⁸ 1982-84. ⁹ 1986-89. ¹⁰ 1983-84. ¹¹ Trois premiers trimestres.

Sources: pour les Etats-Unis, National Association of Realtors et California Association of Realtors; pour le Royaume-Uni, Richard Ellis, Building Societies Association et Department of the Environment; pour la France, Chambre Interdépartementale des Notaires de Paris; pour l'Allemagne, Ring Deutscher Makler; pour l'Italie, Associazione Italiana Consulenti Immobiliari; pour le Canada, Morguard Investments Ltd. et Multiple Listing Service; pour la Norvège, OPAK AS; pour la Belgique, AN-HYP s.a. Valeur Immobilière; pour l'Australie, JLW Research and Consultancy et Real Estate Institute of Australia; pour les autres pays, données nationales.

L'engagement des banques sur le marché immobilier a également joué un rôle important au Royaume-Uni, en Australie, en Suède et en Norvège; au Japon, il représente une source de problèmes potentiels alors qu'en France il a récemment attiré l'attention des autorités de contrôle bancaire.

Dans plusieurs pays, les banques sont devenues plus vulnérables à une baisse des prix de l'immobilier du fait de leur engagement croissant sur ce marché (voir tableau de la page 120). Dans certains cas, comme en Suède et au Japon notamment, elles sont engagées de manière indirecte, parce qu'elles possèdent ou financent des établissements de crédit non bancaires dont l'activité est fortement axée sur ce marché. Au Japon, les banques fournissent l'essentiel du financement des intermédiaires non bancaires soumis à des réglementations moins rigoureuses, et dont 60% des prêts sont garantis en dernier ressort par des actifs immobiliers, soit plus de la moitié des prêts immobiliers directs des banques. En Suède, l'an dernier, la grave crise traversée par plusieurs sociétés financières a été due en grande

Prêts bancaires immobiliers dans certains pays ¹									
Pays	1980	1985	1987	1990	Pays	1982	1985	1987	1990
	en % de l'encours total des prêts					en % des prêts au secteur privé			
Etats-Unis					Allemagne	44	46	45	39 ²
Total	28	29	34	40 ³	Canada	30	33	39	46 ³
Entreprises	10	13	17	18 ³	Espagne	19 ⁴	19	20	17 ³
Royaume-Uni					France	27	28	29	31 ³
Total	12	19	23	31 ⁵	Norvège	51 ⁴	48	41	47
Hors logement ⁶	7	7	8	12 ⁵	Portugal	23	28	33	34 ³
Japon ⁶	11	13	15	17	Suisse	27	28	29	34 ⁷

¹ Les données ne sont pas rigoureusement comparables d'un pays à l'autre. ² Y compris l'Allemagne de l'Est. ³ Septembre.
⁴ 1983. ⁵ Rupture dans les séries résultant de l'inclusion d'une société de crédit hypothécaire devenue une banque.
⁶ Construction et sociétés immobilières. ⁷ Estimation.

Sources: banques centrales nationales et estimations BRI.

partie à leurs prêts immobiliers et a causé des pertes sensibles aux banques mères ou prêteuses. Du fait de l'internationalisation croissante des marchés, les engagements transfrontières sont devenus substantiels. Les pertes subies par les sociétés financières suédoises ont résulté dans une certaine mesure de leurs prêts au marché immobilier britannique, leur engagement hors de leur pays ayant notablement augmenté à la suite de l'assouplissement des contrôles sur les mouvements de capitaux. De même, au Japon, les créances sur des intermédiaires non bancaires représentent pratiquement 60% du portefeuille de prêts des banques étrangères.

L'accroissement de l'endettement du secteur privé dans plusieurs pays a affecté à la fois les transactions sur titres et l'activité bancaire (voir tableau de la page 121). Une grande partie des opérations, fort lucratives, de fusions et acquisitions avaient été financées par endettement aux Etats-Unis et, vers la fin des années quatre-vingt, au Royaume-Uni. La charge de la dette des entreprises restructurées a ainsi été souvent portée bien au-delà des niveaux atteints jusqu'alors (opérations à effet de levier – OEL). Les difficultés de refinancement rencontrées par plusieurs entreprises et l'effondrement du marché des obligations à haut risque («junk bonds») expliquent dans une certaine mesure la contraction brutale des fusions et acquisitions l'an passé; celles-ci ont, en effet, diminué respectivement d'environ un tiers et 60% en valeur nominale aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les OEL ayant été les plus durement touchées.

l'accroissement
de l'endettement

Cette augmentation de l'endettement a eu également tendance à accroître les risques de crédit encourus par les prêteurs, la capacité des emprunteurs de faire face à leurs obligations devenant davantage sensible aux variations de leur revenu et à la valeur réalisable de leurs actifs. Si les innovations intervenues dans les pratiques financières et l'extension des possibilités de couverture ont permis une meilleure gestion des risques et des trésoreries, certaines indications montrent déjà, cependant, que l'alourdissement de la charge de la dette se fait sentir. Les grandes banques américaines ont relevé le niveau de leurs provisions en regard des prêts accordés pour des OEL, en raison de la détérioration de la qualité de leurs engagements

et la forte expansion antérieure des services financiers

importants. L'an dernier, le pourcentage de ces prêts improductifs a plus que doublé, passant de 2% à plus de 5%, pour les cinquante plus gros holdings bancaires. Le niveau élevé de l'endettement des entreprises a aussi joué un rôle notable dans les pertes sur prêts des banques au Royaume-Uni, en Australie, en Norvège, en Suède et, dans quelques cas, au Japon.

Presque tous les pays ont enregistré, à des degrés divers, une forte expansion des services financiers au cours des dix dernières années, à la suite de la déréglementation et des progrès réalisés dans la technologie de l'information. Si les caractéristiques et l'intensité de ce processus sont fonction du type d'activité et du pays considérés, les résultats qu'il a produits en définitive sont fondamentalement identiques. Au fil du temps, il a eu tendance à accroître les risques liés à la prestation de nombreux services financiers et à en réduire la rentabilité.

La déréglementation et l'innovation financière sont en partie responsables de l'augmentation de l'endettement du secteur privé ainsi que de l'ampleur des variations des cours des actions et des prix de l'immobilier. L'allègement des restrictions sur le crédit a grandement facilité les placements en actifs financiers et réels. L'apparition des obligations à haut risque et des crédits-relais accordés par les banques pour financer des opérations de rachats a été associée à la vague des OEL aux Etats-Unis, qui a contribué à la vive hausse des prix payés pour les entreprises. Depuis le milieu des années quatre-vingt, l'assouplissement des restrictions limitant l'accès des entreprises japonaises aux marchés financiers internationaux leur a permis d'intensifier leurs placements sous forme d'actions ainsi que dans l'immobilier. La suppression des contraintes quantitatives (directes ou indirectes) en matière de crédit au Royaume-Uni et, surtout, la déréglementation généralisée en Australie, en Suède et en Norvège dans la première moitié de la décennie quatre-vingt se sont traduites par une expansion rapide des prêts aux entreprises et aux ménages, favorisée en outre par des avantages fiscaux et des politiques monétaires relativement souples. Une partie de ces

Endettement du secteur privé dans certains pays								
Pays	Sociétés non financières				Ménages			
	1975	1980	1985	1989	1975	1980	1985	1989
	en % du PNB/PIB				en % du revenu disponible			
Etats-Unis	36	34	39	48	67	77	83	96
Japon	94	86	101	130	45	58	68	92
Allemagne	66	69	73	74	62	76	88	87
France	63	57	60	65	52	56	54	68
Royaume-Uni	47	40	47	80	47	48	76	105
Canada	64	68	67	71	77	85	73	87
Australie ¹	86	85	105	132 ²	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Norvège	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	91	115	154
Suède	n.d.	59	66	91	94	100	103	134

¹ Ensemble du secteur privé. Exercice budgétaire. ² 1988, en raison d'une rupture dans les séries depuis lors.
Sources: données nationales.

prêts a servi à financer des acquisitions immobilières et, en Australie et au Royaume-Uni, des restructurations d'entreprises. Des innovations financières, telles que les stratégies de «couverture de portefeuille» sur les marchés des actions et des instruments dérivés, ont pu accentuer l'envolée des cours et le krach de 1987 qui a suivi. Le développement et l'internationalisation de l'industrie financière ont joué un rôle notable dans le renchérissement marqué de l'immobilier dans les grandes villes.

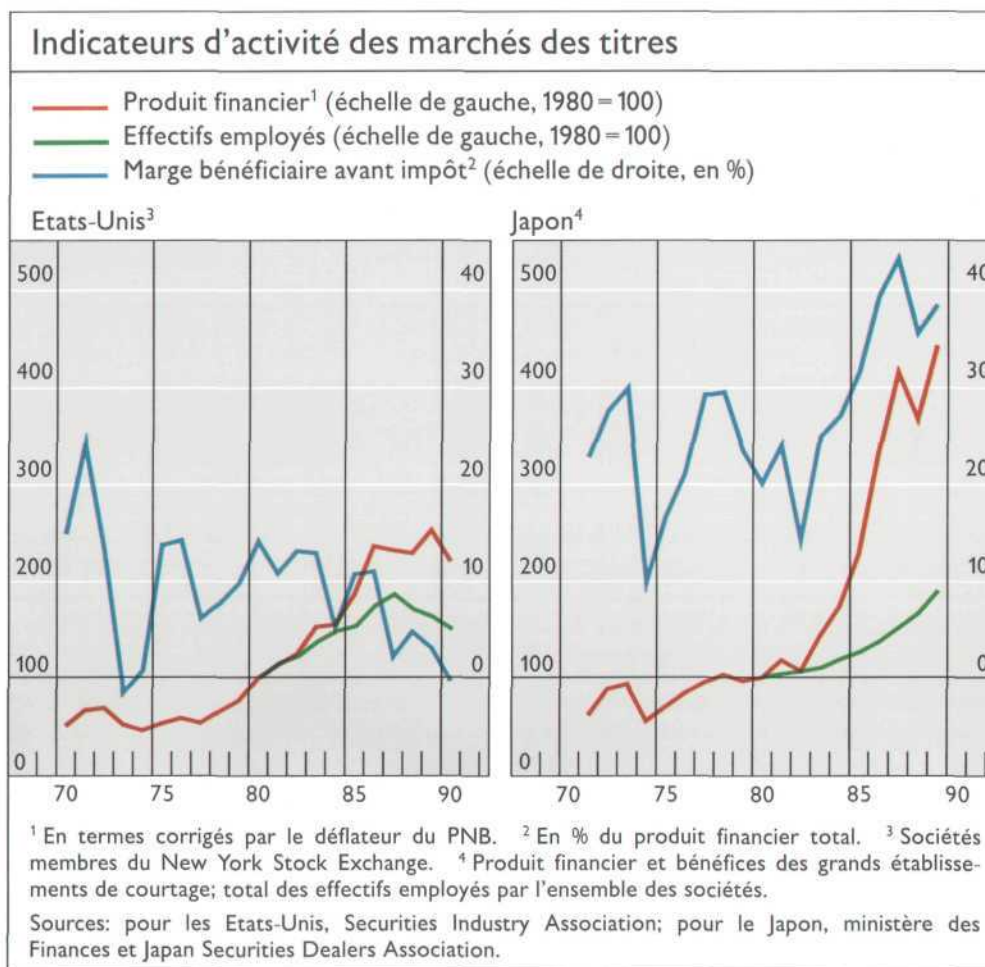
On pensait bien que l'intensification de la concurrence allait généralement permettre aux fournisseurs et utilisateurs finals de fonds d'obtenir de meilleures conditions, au détriment de la rentabilité des établissements financiers. Cette évolution était d'ailleurs souhaitée. Il apparaît, cependant, que les coûts de l'ajustement au nouvel environnement ont été souvent sous-estimés, tant par les opérateurs du marché que par les responsables de l'élaboration des politiques.

Pour de nombreux établissements, la tradition antérieure des cartels et des contrôles directs concernant leurs décisions en matière de composition de portefeuilles et de tarification a constitué la principale source de difficultés au niveau de l'ajustement. Dans certains cas, elle a donné lieu à des configurations de portefeuilles mal adaptées au nouveau contexte, caractérisé par une plus grande variabilité à court terme des taux d'intérêt et des cours des actifs. On en veut pour exemple le décalage au niveau des taux et des échéances des caisses d'épargne aux Etats-Unis. D'une manière plus générale, il en est résulté des structures de coûts non rentables, et les établissements se sont trouvés moins bien lotis pour exercer leur activité, évaluer les risques et fixer les prix dans un environnement libéralisé. Des problèmes du même ordre se sont posés aux autorités de contrôle, confrontées à la nécessité d'adapter leurs politiques aux réalités nouvelles. L'ajustement a parfois été rendu plus difficile par la rapidité et l'ampleur du changement ainsi que par le contexte macro-économique dans lequel il s'est produit, c'est-à-dire, souvent, une vive expansion de l'activité. Généralement, les difficultés ont été accentuées par une certaine tendance des opérateurs à privilégier des objectifs ambitieux de croissance ou de parts de marché par rapport à la rentabilité du capital. C'est la raison pour laquelle, dans quelques domaines de l'industrie financière, on observe à présent des signes de surcapacité et un besoin de consolidation.

C'est dans le secteur des opérations sur titres que ce processus est le plus perceptible. Aux Etats-Unis, la libéralisation des commissions en 1976 a fortement pesé sur la rentabilité de cette activité, dont l'érosion à long terme s'est accélérée après 1987 (voir graphique ci-contre). Cette détérioration est intervenue malgré un accroissement du revenu global et, après 1987, d'importantes compressions de personnel. Un processus analogue s'est déroulé à Londres depuis la suppression des commissions fixes et des limites d'admission en 1986 et, plus récemment, à Paris. Au Japon, où les commissions sont fixes et représentent la moitié environ du revenu global, contre moins de 20% pour les établissements de courtage aux Etats-Unis, les marges bénéficiaires se sont maintenues à des niveaux élevés jusqu'au krach de 1990.

Coûts
d'ajustement

Expériences
enregistrées
dans l'activité
sur titres ...



... et l'industrie
bancaire

Si cette évolution est moins nette dans l'activité bancaire, on relève néanmoins des signes à plus long terme d'une baisse de la rentabilité dans certains pays. Avant même les résultats médiocres de l'an dernier, les marges bénéficiaires avaient déjà fléchi au-dessous des niveaux enregistrés lors de la récession de 1980-82 au Royaume-Uni et en Norvège et étaient inférieures à ceux du milieu des années quatre-vingt en Suède, en Finlande et en Belgique. En Espagne, en Italie et en Australie, elles s'inscrivaient en hausse par rapport à cette période. Dans les autres pays, aucune tendance précise n'était discernable (voir tableau de la page 124).

En outre, la rentabilité comptable peut fort bien sous-estimer le changement déjà intervenu. La nature des activités bancaires de base est telle que, par rapport aux opérations sur titres, les comptes de profits et pertes reflètent généralement avec un décalage les modifications de la rentabilité sous-jacente. Du fait du peu d'informations disponibles, il est extrêmement difficile de déterminer la valeur courante des prêts. Les banques bénéficient inévitablement d'une certaine latitude pour décider du moment où elles déclareront avoir subi des pertes et en chiffrer l'importance. C'est la raison pour laquelle la rentabilité affichée tend à être assortie d'une grande inertie et que les signes de tensions potentielles sont moins visibles si le portefeuille de prêts s'accroît rapidement; lorsque la détérioration survient, elle peut être très soudaine. Des illustrations typiques de ce phénomène sont

Rentabilité des banques pendant les années quatre-vingt ¹					
Pays	1980-82	1983-85	1986-87	1988-89	1989
Etats-Unis ²	0,83	0,78	0,44	0,93	0,64
Japon ^{2, 3}	0,40	0,46	0,56	0,55	0,46
Allemagne ²	0,50	0,92	0,80	0,90	0,92
France ²	0,34	0,21	0,31	0,35	0,34
Royaume-Uni ²	1,04	0,92	0,68	0,74	-0,03
Italie	0,68	0,78	1,01	1,02	1,14
Canada ³	0,63	0,76	0,86	1,03	0,72
Australie ³	1,39	1,33	1,23	1,50	1,46 ⁴
Belgique ³	0,34	0,35	0,41	0,27	0,19
Espagne ²	1,09	0,91	1,10	1,72	1,77
Finlande	0,49	0,48	0,54	0,51 ⁵	0,24 ⁵
Norvège	0,63	0,85	0,22	-0,08	0,17
Pays-Bas	0,31	0,61	0,73	0,63	0,66
Suède	0,38	0,39	0,82 ⁶	0,52	0,46
Suisse	0,65	0,69	0,71	0,69	0,74

¹ Bénéfice avant impôt rapporté au total de l'actif moyen des banques commerciales. ² Grandes banques commerciales. ³ Exercice budgétaire. ⁴ Le ratio était de 0,94 en 1990. ⁵ Estimation en raison d'une rupture dans les séries. ⁶ Rupture dans les séries.

Sources: pour le Royaume-Uni, British Bankers Association; pour l'Australie, Reserve Bank of Australia; pour les autres pays, OCDE.

fournies par les banques norvégiennes, dont les bénéfices se sont subitement inscrits en forte baisse pendant la récession de 1987, et par la reconnaissance tardive de pertes sur prêts aux pays en développement en 1987 et 1989 dans certains pays.

Sur la base des variations des cours des actions, la détérioration à plus long terme de la rentabilité de l'industrie bancaire paraît assez généralisée (voir tableau ci-contre). Dans presque tous les pays, l'indice spécifique des cours bancaires est demeuré nettement au-dessous de l'indice global pendant les années quatre-vingt. Cette situation contraste avec l'expérience de la décennie précédente durant laquelle, à quelques exceptions près, les cours bancaires avaient progressé grosso modo au même rythme que l'indice global ou l'avaient dépassé.

Caractéristiques de l'intensification de la concurrence dans l'activité bancaire

Certaines caractéristiques de l'intensification de la concurrence dans l'industrie bancaire valent pour tous les pays. La concurrence s'est accrue, tant au sein de cette branche qu'entre banques et institutions financières du secteur non bancaire, sous l'effet de plusieurs facteurs: divergences d'évolution de la demande parmi les utilisateurs et fournisseurs finals de fonds, suppression des restrictions en matière de tarification et des limitations quantitatives appliquées à la composition des portefeuilles, érosion ou élimination du cloisonnement entre activités et des barrières géographiques, à la fois au

Intensification de la concurrence:

Variation à long terme des cours des actions des banques							
Pays	1970	1980-82	1983-85	1986-87	1988-89	1990	1991 T I
	indice bancaire rapporté à l'indice global, 1980 = 100						
Etats-Unis	142	111	115	118	95	69	59
Japon ¹	71	103	130 ²	180 ²	176	160	171
Allemagne	95	95	83	87	77	74	75
Royaume-Uni	85	97	90	90	82	87	87
Italie	n.d.	139	114	68	67	85	91
Canada	113	106	111	101	108	108	125
Australie	103	131	157	123	157	158	144
Belgique ¹	110	97	89	97	92	84	84
Espagne	56	112	88	83	93	86	87
Finlande	84	98	85	73	65	58	62
Norvège	101	103	73	66	42	30	22
Pays-Bas ¹	n.d.	92	77	77	60	56	56
Suède	69	99	77	94	92	83	88
Suisse	64	99	91	89	71	62	60

¹ Y compris les autres établissements financiers. ² La hausse entre 1983 et 1987 s'explique en grande partie par l'abandon de dispositions à caractère restrictif destinées à contrôler les cours des actions des banques.

Sources: Bourses de valeurs nationales.

entre banques et établissements financiers non bancaires

niveau national et international. Une illustration de ce processus identique est l'accroissement de la concurrence entre les banques, les compagnies d'assurances et les fonds communs de placement pour attirer les épargnants privés, généralement plus âgés et plus aisés. Un autre exemple concerne celle que se livrent les banques commerciales, les caisses d'épargne et, dans plusieurs pays européens, le système postal d'épargne et de paiement à la suite de l'assouplissement des restrictions en matière de bilans et de transactions.

dans l'activité avec les entreprises et la petite clientèle

C'est le plus souvent au niveau des services bancaires aux entreprises que la concurrence s'est d'abord fait sentir. La clientèle des grosses sociétés, plus avertie, était moins tributaire des relations à plus long terme avec les banques et réagissait davantage aux possibilités croissantes offertes sur les marchés financiers nationaux et internationaux. Les grandes entreprises étaient également plus exigeantes en ce qui concerne les conditions de placement de leurs excédents de trésorerie engendrés par l'amélioration substantielle de la rentabilité durant la période prolongée de reprise conjoncturelle. La petite clientèle, plus statique, a généralement profité plus tard de cette situation, lorsque les banques se sont mises en quête d'autres sources de revenus ou ont offert des conditions plus avantageuses pour lutter contre l'érosion de leurs dépôts. Ces divers développements ont contribué à transférer une part importante de l'activité de prêt avec les entreprises vers la petite clientèle, comme on peut le constater aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en France, en Italie et en Espagne.

Les banques opérant sur les marchés internationaux soumis à une vive concurrence ont été parmi les premières à en ressentir les effets. Vers la fin

des années soixante-dix, la tendance à accorder des prêts aux pays en développement avec des marges de plus en plus faibles, confortée par des jugements d'un optimisme excessif sur le risque souverain, a été à l'origine des problèmes qui ont affecté la qualité des actifs de nombreuses banques au cours de la décennie suivante, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les pressions de la concurrence, amplifiées par l'expansion rapide des banques japonaises, se sont intensifiées durant la seconde moitié de cette période, par suite du rétrécissement des marges sur la clientèle des entreprises. En outre, selon certaines indications, quelques emprunteurs auraient obtenu des conditions nettement plus avantageuses que précédemment, malgré la détérioration de leur cote de crédit.

sur les marchés internationaux

Cet accroissement de la concurrence sur les marchés nationaux est apparu à des moments fort différents selon les pays et n'a pas eu partout la même intensité, en raison surtout de la nature du processus de déréglementation. Ainsi, en Norvège, en Suède et en Australie, les premiers éléments d'une libéralisation de grande envergure ont été concentrés sur une courte période, entre le début et le milieu des années quatre-vingt. Dans de nombreux autres pays, dont la France, l'Italie, l'Espagne, la Belgique et le Japon, ce processus a essentiellement eu lieu à partir du milieu de la décennie quatre-vingt, de manière beaucoup plus graduelle, et n'est toujours pas terminé. La libéralisation des mouvements de capitaux à court terme n'est intervenue qu'en 1990 en Italie et en France et n'a été que partielle en Espagne; au Japon, en France et en Belgique, la réglementation des taux sur les dépôts de faible montant est, certes, moins rigide mais elle subsiste néanmoins; les restrictions sur l'ouverture de succursales ont été assouplies l'an dernier en Italie et sont encore en vigueur au Japon; à l'exception de la France, et de la Belgique depuis 1991, dans tous ces pays l'accès des banques aux Bourses de valeurs est soit interdit, soit assujéti à certaines conditions et les commissions sont en principe fixes, même pour des transactions de montant élevé; là comme ailleurs, les marchés du papier commercial sont inexistantes ou, surtout si on les compare aux marchés américains, en sont encore au stade initial de leur développement (voir tableau ci-dessous).

et sur les marchés nationaux

Marchés du papier commercial dans certains pays ¹							
Pays	Ouverture du marché	1986	1990	Pays	Ouverture du marché	1986	1990
		encours, en % du crédit bancaire aux sociétés non financières				encours, en % du crédit bancaire aux sociétés non financières	
Etats-Unis	avant 1960	12,0	18,9	Espagne	1982	2,8 ²	4,4 ²
Japon	fin 1987	0,7 ³	5,5	Norvège	fin 1984	8,5	13,0
France	fin 1985	1,0	3,9	Pays-Bas	1986	0,1	1,3
Royaume-Uni	1986	0,7	2,5	Suède	1983	8,6	8,2
Canada	avant 1960	4,1	9,7				

¹ Emissions des sociétés non financières uniquement. ² A l'exclusion des investissements directs, considérés comme substantiels. ³ 1987.

Sources: banques centrales nationales.

Incidence variable
sur les banques

Les conséquences, pour les banques, de l'accroissement de la concurrence ont revêtu des formes différentes. Pour certaines, assujetties à des restrictions sur la nature de leurs transactions ou leur champ d'action territorial, il s'est traduit par une désintermédiation. Les banques américaines en sont l'illustration la plus probante, en raison des entraves à leur activité de banques d'affaires et des limitations sur la création de succursales dans divers Etats. Pour la majorité d'entre elles, qui bénéficient d'une plus grande liberté pour adapter leurs services aux besoins de la clientèle, l'incidence de la concurrence s'est principalement reflétée dans un tassement des marges sur leurs opérations en cours ou en voie d'expansion. C'est le cas des banques françaises, par exemple, qui ont été en mesure de répondre aux besoins des investisseurs et des gros emprunteurs en offrant des parts d'organismes de placement collectif (SICAV) assorties de rendements liés à ceux du marché et en proposant une large gamme de services de banques d'affaires. Pour un troisième groupe, comprenant les banques espagnoles, italiennes et australiennes, les effets exercés sur les marges ont été compensés, au moins en partie, par la réduction de certaines formes de fiscalité implicite, telles que les réserves obligatoires ou les obligations en matière d'investissement.

Perspectives

La poursuite de la
libéralisation...

S'agissant de l'évolution future, on peut s'attendre à un nouvel élargissement de l'accès aux marchés, tant sur le plan géographique qu'en termes de produits, pour l'ensemble de l'industrie financière ainsi qu'à la poursuite de la tendance à la hausse des coûts de financement des banques dans leurs opérations avec la petite clientèle. La déréglementation et l'internationalisation des marchés des capitaux n'ont pas encore atteint leur plein régime.

Aux Etats-Unis, le Trésor a proposé récemment un plan de réforme du système financier, comprenant la suppression des restrictions encore en vigueur sur l'activité d'investissement des banques commerciales (Glass-Steagall Act) et sur l'établissement de succursales dans divers Etats (McFadden Act), plan qui se trouve examiné plus en détail dans la suite de ce chapitre. D'ici le milieu de 1991, le comité d'experts du ministère japonais des Finances devrait soumettre son rapport final sur la décompartimentation de l'industrie financière, notamment entre les différentes catégories de banques ainsi qu'entre l'activité bancaire et les opérations sur titres; ce rapport devrait entraîner des amendements de la législation concernée. En outre, la déréglementation des taux d'intérêt va se poursuivre. Le Canada s'emploie actuellement à éliminer la plupart des barrières qui subsistent entre banques, sociétés de fiducie et hypothécaires, compagnies d'assurance-vie et opérateurs sur titres. Dans la Communauté européenne, les dispositions législatives sur l'instauration d'un marché unique en matière de services financiers se font déjà sentir dans une large mesure: libéralisation des mouvements de capitaux; progrès substantiels dans l'adoption de normes de fonds propres communes; assouplissement sensible des restrictions sur les barrières géographiques et sur les types de produits offerts par

les banques. L'année 1993 constituera toutefois une étape importante vers l'intégration totale, en particulier pour les services d'assurances. Le processus de libéralisation des marchés des titres est appelé à se poursuivre dans plusieurs pays, dont l'Italie et l'Espagne. Les derniers cartels bancaires se trouvent soumis à des pressions. En Suisse, par exemple, les accords interbancaires en matière de rémunération des dépôts et de tarification des transferts de capitaux deviendront caducs d'ici 1993, après la suppression, l'an passé, de ceux qui régissaient l'activité sur titres.

Il est difficile de prévoir dans quelle mesure les opérateurs du marché chercheront à tirer parti des nouvelles possibilités, en ce qui concerne notamment le développement de leurs activités à l'étranger. A la fin des années quatre-vingt, on observait une intensification des opérations de fusions et acquisitions dans le secteur financier au sein de la Communauté européenne, en particulier d'un pays à l'autre. De même, la réalisation d'une fusion bancaire de grande envergure aux Pays-Bas, l'an dernier, avait pour objectif déclaré l'extension du champ d'action vers l'étranger. Plus récemment, cependant, la tendance semble s'être orientée vers la consolidation interne, comme en attestent plusieurs opérations préventives de cette nature entre de grosses banques nationales dans les pays nordiques et en Italie. Un désenchantement de plus en plus marqué se fait jour, en outre, au sujet de l'expansion entreprise antérieurement vers d'autres pays dans les opérations sur titres et l'industrie bancaire.

Que les possibilités ainsi offertes soient exploitées ou non, il est quasiment certain cependant que d'importants efforts de restructuration et de consolidation continueront d'être mis en œuvre dans quelques domaines de l'activité financière. La consolidation exige en fin de compte soit d'abaisser le coût des prestations de services financiers, soit de réduire l'offre de tels services. Pour ce faire, plusieurs solutions sont possibles. Les divers établissements peuvent exercer un contrôle plus serré sur les coûts ou limiter les ressources affectées à des activités particulières, ce qui peut aller jusqu'à un désengagement total sur certains marchés. Une autre possibilité est la conclusion de fusions ou d'accords interbancaires aboutissant au même résultat. Enfin, ce processus peut prendre la forme d'un retrait du marché des établissements défaillants. Quoi qu'il en soit, l'avenir posera de sérieux défis non seulement aux opérateurs du marché mais aussi aux responsables de la surveillance et de la réglementation.

... renforcera
la nécessité d'une
consolidation

Surveillance et réglementation prudentielles

Du fait de l'évolution rapide du système financier, il est devenu de plus en plus difficile d'en assurer la sécurité et la solidité. Aux Etats-Unis, les difficultés qui assaillent l'industrie bancaire ont amené à élaborer des plans, en vue de procéder à une réforme, trop longtemps différée, du système financier, comportant notamment une révision du cadre prudentiel de la surveillance et de la réglementation. Comme en Norvège, ces problèmes ont nécessité également une réaction immédiate pour renforcer les fonds de garantie du système bancaire en vue de parer aux pertes éventuelles.

A l'échelle internationale, de nouvelles dispositions ont été prises récemment pour normaliser et affiner les exigences en matière de fonds propres ainsi que dans le domaine plus vaste de la coordination des politiques prudentielles de surveillance et de réglementation.

Réactions aux difficultés de l'industrie bancaire

Le plan du Trésor
américain

En février 1991, le Trésor américain a proposé un plan pour tenter de résoudre les problèmes structurels tenaces sapant, selon lui, la compétitivité et la solidité du système financier. Ce sont notamment les restrictions sur les activités autorisées et la diversification géographique, la discipline limitée exercée par le marché sur les banques en raison de l'existence d'un généreux système d'assurance des dépôts comportant des primes qui ne sont pas liées aux risques encourus, la place insuffisante accordée aux normes de fonds propres dans le cadre prudentiel et la fragmentation des responsabilités en matière de surveillance. S'il n'apparaît pas encore clairement dans quelle mesure ces propositions se concrétiseront dans des textes de loi, le plan servira, en tout cas, de référence aux initiatives futures.

Aux termes de ces propositions, les restrictions sur la délimitation des activités et les barrières géographiques imposées aux banques seraient sensiblement assouplies. L'activité de banque de dépôt, les transactions sur titres et la souscription de polices d'assurance pourraient être conduites par des établissements dotés d'un capital propre au sein d'un holding de services financiers, des «cloisons coupe-feu» sur le financement et la diffusion d'informations permettant de contrôler le flux de transactions entre la banque et ses établissements affiliés. Des sociétés commerciales seraient autorisées à avoir le contrôle de ces sociétés faîtières, ce qui supprimerait une contrainte majeure de la loi de 1956 sur les holdings bancaires (Bank Holding Company Act). Le champ de l'assurance des dépôts serait réduit et des primes liées aux risques encourus seraient instaurées. Les autorités se réserveraient toutefois la possibilité de protéger l'ensemble des déposants d'une banque défaillante au vu des conséquences potentielles d'une telle défaillance pour l'ensemble du système (en vertu du principe «too-big-to-fail»). Les responsables de la surveillance interviendraient plus rapidement au cas où une banque serait amenée à connaître des difficultés. La capitalisation des établissements constituerait l'ossature de tout le dispositif: seuls ceux dont les fonds propres dépasseraient les exigences minimales seraient autorisés à entreprendre de nouvelles activités ou à être contrôlés par des sociétés commerciales, tandis que les primes d'assurances et la rigueur de la surveillance seraient fonction de la capitalisation. Le nombre des instances fédérales de contrôle bancaire serait ramené à deux (Federal Reserve Board et un organisme du Trésor), les responsables actuels de la surveillance des opérations sur titres et de l'activité d'assurance conserveraient le suivi des établissements de même groupe et l'autorité de contrôle de la banque membre («primary bank regulator») serait chargée de celui de la société holding.

Devant l'aggravation des problèmes qui affectent l'industrie bancaire, les autorités américaines se sont également attaquées à la question plus immédiate du renforcement des ressources du fonds d'assurance des banques. Au moment où certains secteurs d'activité se trouvent dans une situation précaire, la difficulté majeure a été de respecter le principe selon lequel les coûts encourus devraient être supportés par l'industrie bancaire elle-même, tout en évitant de mettre les banques déjà financièrement vulnérables dans une position encore plus délicate. Diverses propositions sont toujours à l'étude; elles diffèrent quant aux montants à dégager et à la répartition des coûts à la fois dans le temps et entre les participants aux accords. Face à des problèmes du même ordre, le gouvernement norvégien a soumis, en janvier 1991, un texte de loi prévoyant la création d'un fonds de garantie, qui serait financé par des ressources budgétaires et accorderait, en cas de besoin, des prêts subordonnés aux fonds déjà existants des banques commerciales et caisses d'épargne.

Le renforcement
des fonds
d'assurance
ou de garantie
des banques

L'accord de Bâle sur les normes de fonds propres

Un élément important à prendre en considération dans l'adaptation du dispositif de surveillance aux modifications de l'environnement financier concerne l'accord sur les normes minimales de fonds propres des banques opérant à l'échelle internationale conclu par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, composé de représentants des autorités de contrôle bancaire des pays du Groupe des Dix. Bien que l'accord remonte, en fait, à 1988, il a de nouveau fait l'objet d'une attention soutenue, l'an dernier; en effet, dans certains pays, l'érosion de la rentabilité a pesé sur le niveau des fonds propres servant de garantie aux banques, alors qu'il devenait de plus en plus difficile de se procurer des ressources, les marchés des actions se montrant peu réceptifs aux sollicitations.

La nécessité d'un tel accord était clairement apparue au début des années quatre-vingt, lorsque les autorités de contrôle bancaire de plusieurs pays ont été confrontées à une détérioration de la qualité des créances des banques sur les pays en développement et à un accroissement potentiel des risques liés à la rapidité du processus de libéralisation. Cet accord était essentiellement destiné à renforcer la solidité des banques en regard de pertes éventuelles, notamment par un traitement plus équilibré du risque de crédit et par l'inclusion des engagements hors bilan dans le dispositif des fonds propres, tout en réduisant les inégalités concurrentielles résultant des différences dans les réglementations nationales. Pour laisser aux banques le temps de se conformer aux nouvelles normes et donner à d'autres pays la possibilité de mettre en œuvre des dispositions similaires, le Comité a adopté un calendrier de transition prévoyant d'atteindre, d'ici la fin de 1992, le ratio final de 8% du capital reconnu par rapport au total des risques de crédit dûment pondérés. Le capital reconnu doit être composé, au moins pour moitié, du noyau de fonds propres (catégorie 1), comprenant les réserves publiées, actions ordinaires et actions privilégiées à dividende non cumulatif. Le reste (catégorie 2) inclut des éléments tels que les réserves non publiées, les provisions générales, les réserves de réévaluation

Caractéristiques
de l'accord

des actifs, les instruments hybrides et la dette subordonnée à terme. A la différence des fonds propres de première catégorie, les composantes reconnues par les autorités nationales comme relevant de la catégorie 2 varient. Pour la fin de 1990, les ratios exigés étaient respectivement de 7,25% et 3,62% pour le total des fonds propres et pour ceux de première catégorie.

Certaines autorités de contrôle ont fait part des progrès accomplis par leur système bancaire dans la réalisation de l'objectif de 8%, et plusieurs banques ont choisi de publier leurs ratios. Dans de nombreux cas, toutefois, l'interprétation des chiffres est difficile en raison des concessions accordées pendant la période de transition, en ce qui concerne notamment la définition des fonds propres. En outre, des moyennes établies pour l'ensemble d'un système bancaire peuvent masquer d'importantes différences entre les établissements.

Malgré ces imperfections, les résultats globaux donnent à penser qu'à la fin de 1989 la plupart des grandes banques des pays couverts par l'accord étaient en voie de satisfaire aux exigences finales sans trop de difficultés, bien avant même la date-butoir de 1993, et qu'en fait nombre d'entre elles avaient déjà atteint cet objectif. Des données provisoires pour la fin de 1990 semblent indiquer que la baisse des bénéfices et de la qualité des actifs, l'an dernier, n'a pas fondamentalement modifié ce tableau général. Elle a néanmoins incité plusieurs banques à accorder beaucoup plus d'attention à la situation de leurs fonds propres dans le cadre des décisions au sujet de leurs portefeuilles et de leurs coûts.

Dans un premier groupe se trouvent les établissements bien capitalisés qui, malgré la réduction récente de leurs bénéfices, n'ont guère ressenti la nécessité d'un ajustement. Cela a été le cas, généralement, des grandes banques suisses et allemandes. Celles-ci, par exemple, ont dernièrement limité leur collecte de fonds à l'émission d'éléments de la catégorie 2 sous forme de «Genußscheine» (certificats d'investissement bénéficiant d'un régime fiscal privilégié) destinés à financer l'expansion future, notamment en Europe orientale.

Pour un autre groupe, comprenant des établissements de France et d'Italie, la principale contrainte de financement a résidé dans leur statut d'entreprises publiques. Les banques françaises, par exemple, se sont procuré des ressources dans le cadre d'échanges d'actions avec d'autres sociétés du secteur public, tant financières (compagnies d'assurances) que non financières. En Italie, l'entrée en vigueur, en septembre 1990, d'une loi autorisant les banques du secteur public à se constituer en sociétés par actions a élargi les possibilités de financement externe par émission d'actions.

Pour la plupart des autres banques, la collecte de fonds propres ou de ressources de la catégorie 2 est devenue beaucoup plus coûteuse en 1990, surtout après la chute des marchés boursiers, mais n'a cependant pas donné lieu à d'importantes modifications des stratégies mises en œuvre. Les principales exceptions à cet égard ont été quelques très grosses banques américaines et japonaises.

Nécessité
variable
d'un ajustement
par les banques:

Allemagne
et Suisse

France et Italie

Au Japon, si le redressement récent du marché des actions a procuré aux banques quelque répit, sa faiblesse l'an dernier leur a cependant posé deux problèmes. En réduisant leurs réserves de réévaluation (fonds propres de catégorie 2), elle a accru leurs besoins de fonds propres; en majorant fortement le coût des actions et du financement lié aux actions, elle a rendu ces fonds plus chers. En revanche, au cours de la période de cinq ans allant jusqu'en septembre 1990, les fonds propres de quelques-unes des très grosses banques commerciales se seraient renforcés de plus de 300%, cette progression étant due, pour plus de moitié, à de nouvelles émissions et, pour un quart, à la réalisation de plus-values. Devant l'atonie du marché des actions, les banques ont réagi en effectuant des émissions de titres subordonnés (¥ 2.600 milliards, soit près de \$18 milliards, pour juin-septembre), suite à l'autorisation accordée par le ministère des Finances à la mi-1990, en freinant l'expansion de leurs actifs, sous la forme essentiellement d'une réduction de leurs positions de change et de leurs placements sur le marché monétaire, et en procédant à des cessions de prêts. Certaines grosses banques américaines ont fait face à la médiocrité de leurs résultats et à la vive hausse des coûts de financement, l'an dernier, en intensifiant leurs cessions d'actifs et en abaissant leurs dividendes ainsi que leurs dépenses d'exploitation. Leur activité d'obtention de capitaux n'a sérieusement repris qu'au premier trimestre de 1991 avec la remontée des cours des actions.

Japon
et Etats-Unis

Il est difficile de déterminer, cependant, dans quelle mesure les normes de fonds propres peuvent être rendues responsables de la raréfaction brutale du crédit («credit crunch») aux Etats-Unis, au sens d'un resserrement généralisé des conditions de prêt tenant moins compte des mérites respectifs des demandeurs. Les indications révélant l'existence d'un tel phénomène ne sont pas véritablement probantes et l'incidence des normes ne paraît pas évidente, eu égard à la situation des fonds propres de la plupart des banques à la fin de 1990. Sur les 300 plus grosses banques, près de 80% sont déjà en conformité avec le ratio de 8%, tandis que les établissements plus petits sont mieux capitalisés. Il n'est guère facile, en outre, d'isoler les effets d'autres facteurs, tels que la prudence accrue de la part des prêteurs comme des emprunteurs, traduisant une meilleure perception des risques au fur et à mesure du ralentissement de l'activité économique, et une réaction à des excès antérieurs dans les secteurs de l'immobilier et des opérations à effet de levier (OEL).

Les normes
de fonds propres
et la raréfaction
brutale du crédit
aux Etats-Unis

Même si les normes devenaient plus coûteuses, il serait imprudent de les assouplir. C'est, en effet, précisément lorsque les banques doivent faire face à un environnement micro et macro-économique défavorable que les fonds propres sont le plus nécessaires pour protéger les déposants, limiter les prises de risque excessives et réduire l'éventualité de difficultés financières. Cela peut, à court terme, précipiter le désengagement d'établissements moins solides, mais, à moyen terme, il devrait en résulter un renforcement de l'industrie bancaire. Le bien-fondé de cette approche est confirmé par la proposition, faite en février 1991 par le Comité de Bâle, de clarifier la question non résolue des catégories de provisions générales à inclure dans

les fonds propres, qui prévoit l'exclusion des provisions pour risques-pays au terme d'une période transitoire.

La couverture
des risques
de marché

L'accord de Bâle sur les normes de fonds propres met presque exclusivement l'accent sur le risque de crédit. Des travaux sont en cours pour affiner cet accord afin qu'il couvre également les «risques de marché», qui résultent de la sensibilité aux variations des prix des valeurs mobilières, des taux d'intérêt et des taux de change. Aucune modification ne sera toutefois apportée sans que l'industrie bancaire ait été officiellement consultée. Les propositions relatives au traitement du risque de change se trouvent à un stade d'élaboration bien avancé. Les recherches sur les positions des portefeuilles-titres ont été stimulées par la décision prise conjointement, à l'automne dernier, par les autorités de contrôle bancaire et les responsables de la surveillance des opérations sur titres, en vue de parvenir à un accord sur une série de règles prudentielles applicables à la fois aux banques et aux sociétés financières non bancaires opérant sur les marchés des titres. Le traitement de l'exposition globale au risque de taux d'intérêt soulève des questions de mesure plus complexes. Compte tenu de l'expérience limitée dont peuvent se prévaloir dans ce domaine les systèmes de surveillance existants, des années seront peut-être nécessaires avant d'obtenir une acceptation définitive de normes communes.

Initiatives nouvelles en matière de coopération internationale

Amélioration de
la coordination
entre les
responsables
de la surveillance
(banques, titres
et assurance)

L'assouplissement progressif des contraintes limitant les activités bancaires et l'expansion des conglomérats financiers qui en est résultée ont souligné la nécessité d'une coopération entre les différentes autorités chargées de la surveillance et de la réglementation. Au niveau international, le développement de la collaboration entre les responsables des opérations bancaires et ceux des transactions sur titres remonte à quelques années. Elle a été récemment étendue à leurs homologues chargés de l'activité d'assurance, du fait de l'interconnexion croissante entre banques et compagnies d'assurances dans plusieurs pays, dont la France, les Pays-Bas, l'Allemagne, le Danemark, le Royaume-Uni et l'Australie. Un accord a été conclu, au printemps 1990, entre les autorités de contrôle bancaire et les responsables de la surveillance des marchés des titres sur la nécessité d'une suppression progressive des obstacles à l'échange d'informations prudentielles; les instances chargées de l'activité d'assurance y ont également souscrit depuis lors. Une étude plus complexe est actuellement en cours pour définir une série de principes communs pour la surveillance des groupes multinationaux comprenant des banques et d'autres établissements financiers.

Le Rapport
sur les systèmes
de compensation
interbancaires

Alors que la plupart des initiatives prises dans le domaine de la réglementation et de la surveillance prudentielles faisaient généralement suite à des développements intervenus sur les marchés, le Rapport sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix est principalement tourné vers l'avenir. Publié en novembre 1990, ce document examine les risques de crédit et de liquidité liés aux dispositifs interbancaires de compensation bilatérale et multilatérale, par le biais

desquels les banques peuvent s'efforcer de limiter leurs risques et volumes de paiements réciproques. Un nombre restreint de systèmes transfrontières de compensation de paiements sont actuellement en service, mais plusieurs dispositifs multilatéraux ont été proposés pour la compensation des contrats de change. Le rapport recommande également une série de normes minimales pour le fonctionnement des systèmes transfrontières et multidevises et définit les principes d'un suivi concerté des banques centrales. Celles-ci s'offrent de continuer à surveiller et à analyser les risques inhérents aux systèmes de compensation et de règlement, tant au niveau national qu'international, pour tenter de localiser des domaines où des risques systémiques pourraient commander une action commune.

VI. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

L'aggravation des incertitudes politiques, les signes de fragilité financière et les tendances à la récession dans de nombreux secteurs de l'économie mondiale ont pesé sur le dynamisme des marchés internationaux des capitaux l'an dernier. Même si le volume net des nouveaux crédits bancaires n'a été que légèrement inférieur à celui de 1989, la croissance de l'interbancaire s'est sensiblement ralentie, reflétant le renforcement des préoccupations concernant la qualité des signatures et la nécessité de se conformer aux normes transitoires de fonds propres. Ces exigences se sont traduites par un certain durcissement des conditions du crédit et des cessions de prêts et ont particulièrement affecté le volume des fonds fournis par le marché pour les besoins de fin d'année. En outre, l'activité s'est concentrée sur les banques d'Europe continentale qui, n'étant généralement pas entravées par une insuffisance de fonds propres, ont tiré profit de la libéralisation du contrôle des changes dans plusieurs pays. En revanche, la part de marché des banques américaines et japonaises a fléchi.

Le durcissement des conditions du crédit bancaire a été en partie à l'origine d'un remarquable retour en force des euro-effets, et certaines unités autres que le dollar EU, telles que l'écu, ont été de plus en plus utilisées. Les obligations ont subi le contrecoup de la chute boursière au Japon et de l'atonie concomitante du marché primaire des obligations liées aux actions. Dans l'ensemble, les émissions ont quelque peu fléchi par rapport à 1989, bien que les obligations classiques à taux fixe et les notes à taux variable (NTV) aient progressé. Les compartiments des monnaies secondaires, notamment du franc français et de la lire italienne, ont connu une expansion marquée.

La plupart des instruments dérivés ont continué d'enregistrer une croissance rapide, en particulier hors des Etats-Unis. On a assisté à une expansion notable des contrats à terme et des options sur taux d'intérêt. Les contrats d'échange de taux d'intérêt ont également fait preuve de dynamisme jusqu'à la fin du premier semestre, date des derniers chiffres disponibles, tandis que l'activité sur contrats d'échange de devises a été plus réduite.

La période sous revue s'est notamment caractérisée par le rapide développement des marchés de l'écu, spécialement du compartiment des obligations, stimulé par quelques émissions de référence lancées par des emprunteurs officiels, nationaux et supranationaux, et des instruments financiers à plus courte échéance.

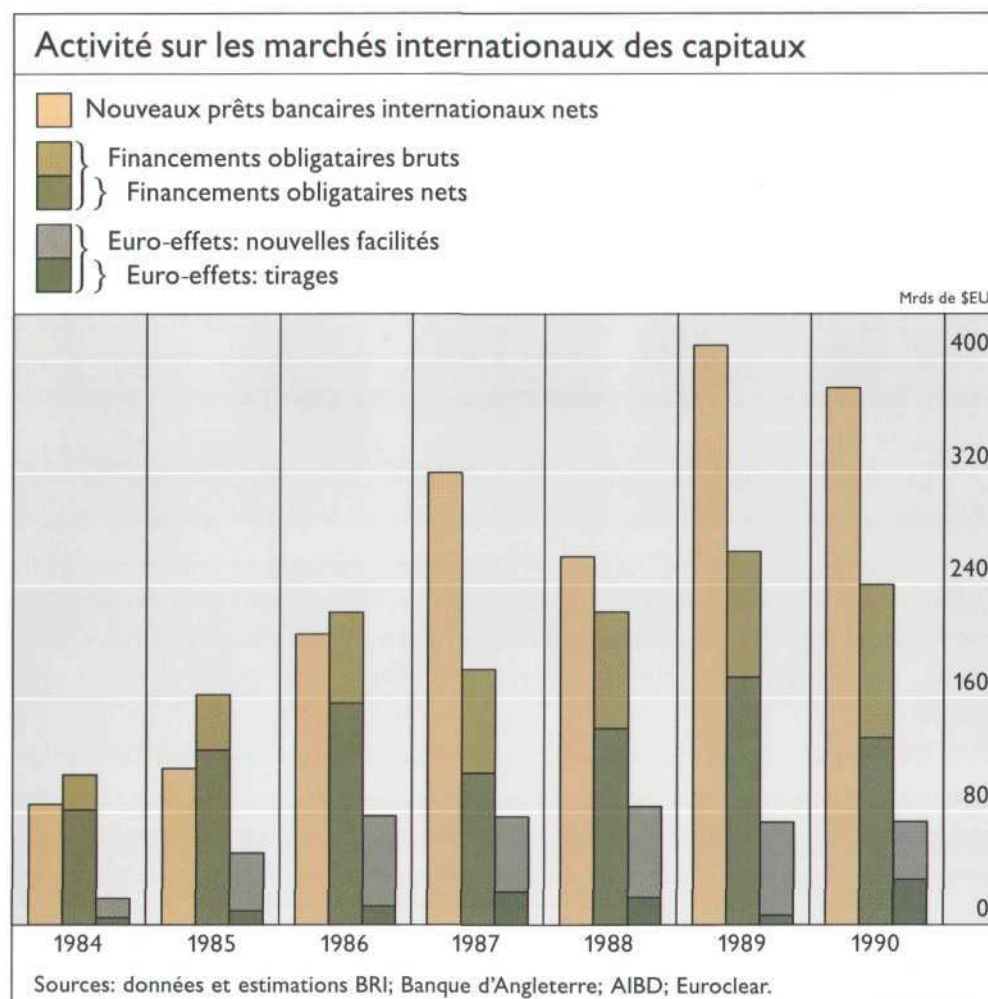
La situation de l'endettement international s'est sensiblement améliorée. Certains pays lourdement endettés auprès des banques commerciales

ont bénéficié de programmes assortis d'un soutien officiel dans le cadre du plan Brady, et le poids des créances sur les PED a continué de décroître dans les bilans des banques. D'autres ont obtenu, en outre, un allègement de leur passif à l'égard des créanciers officiels, tandis que quelques débiteurs, autrefois surendettés, ont pu revenir sur les marchés des capitaux. Néanmoins, plusieurs pays, notamment de grands Etats comme le Brésil et l'Argentine, n'ont pas encore réussi de façon convaincante dans leurs efforts de réforme économique et de stabilité macro-économique. Les difficultés continues de certains pays d'Europe de l'Est au niveau du service de leur dette et de la détérioration de leur position extérieure ont constitué les traits les plus sombres de l'évolution de l'endettement international l'an dernier.

Activité d'ensemble des marchés internationaux des capitaux

Si les marchés internationaux des capitaux ont continué de croître rapidement, le volume total des nouveaux concours a cependant été légèrement inférieur à celui de 1989. Dans le secteur bancaire, les créances transfrontières et créances locales en devises ont progressé de 9%, contre 15% l'année précédente, le ralentissement étant intervenu en grande partie sur l'interbancaire.

Croissance moins vigoureuse de l'activité bancaire internationale



Persistence
d'une expansion
soutenue
des crédits finals
intra-zone ...

... mais
contraction des
créances sur le
reste du monde

En termes nets des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques, le montant total des nouveaux financements est revenu de \$410 milliards en 1989 à \$380 milliards. Cependant, la progression des prêts aux résidents des pays de la zone déclarante BRI (18%) a été bien supérieure à celle des crédits bancaires internes correspondants. Il faut particulièrement noter une poussée des prêts en devises au secteur non bancaire des pays d'Europe à taux d'intérêt élevés et une quantité importante de crédits consentis aux résidents japonais.

L'encours des créances sur les pays hors zone a régressé pour la deuxième année consécutive. La mise en œuvre du plan Brady a abouti à une contraction très marquée des avoirs sur le Mexique et a probablement incité à de nouvelles révisions en baisse des engagements vis-à-vis d'autres pays lourdement endettés. L'incertitude des perspectives économiques de l'Europe de l'Est a également conduit les banques à réduire leurs créances sur cette région.

Le volume des émissions obligataires (\$239 milliards) a été inférieur de 9% au niveau de l'année précédente. Les émissions d'obligations liées aux actions ont fortement baissé par suite de la faiblesse du marché japonais tout au long de l'année, tandis que celles des notes à taux variable (NTV) se sont vivement redressées. Dans le compartiment classique à taux fixe,

Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)

	Montant à fin 1985	Variation ¹					Montant à fin 1990
		1986	1987	1988	1989	1990	
		en milliards de dollars EU					
Créances externes des banques déclarantes ²	2.574,3	509,5	601,8	436,1	684,9	480,0	5.907,2
Créances internes en devises	562,8	147,7	163,0	74,8	122,2	109,0	1.309,4
<i>moins: duplications d'écritures sur l'interbancaire</i>	1.652,1	452,2	444,8	250,9	397,1	209,0	3.866,6
A = Prêts bancaires internationaux nets ³	1.485,0	205,0	320,0	260,0	410,0	380,0	3.350,0
B = Tirages nets d'euro-effets	16,0	13,4	23,4	19,5	6,9	32,0	111,2
Emissions d'obligations internationales		220,5	180,0	220,7	263,6	239,4	
<i>moins: amortissements et rachats</i>		64,6	73,0	82,6	89,4	108,4	
C = Financement obligataire net	572,5	155,9	107,0	138,1	174,3	131,0	1.472,5
D = A + B + C = Total des financements	2.073,5	374,3	450,4	417,6	591,2	543,0	4.933,7
<i>moins: duplications d'écritures⁴</i>	133,5	79,3	50,4	67,6	76,2	78,0	558,7
E = Financements internationaux nets	1.940,0	295,0	400,0	350,0	515,0	465,0	4.375,0

¹ Les flux bancaires en monnaies autres que le dollar sont convertis aux taux de change 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 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, les créances sur les banques sises hors zone déclarante, étant admis que ces banques «périphériques» n'empruntent généralement pas auprès des banques de la zone pour redéposer auprès de ces dernières; deuxièmement, les créances sur les banques de la zone déclarante, dans la mesure où ces banques convertissent les fonds en monnaie nationale et/ou les utilisent pour octroyer directement des prêts en devises à la clientèle nationale; troisièmement, une grande partie des créances libellées dans la monnaie de la banque cliente, 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. ⁴ Obligations internationales émises et souscrites par les banques déclarantes et déjà prises en compte, directement ou indirectement, dans leurs créances internationales.

l'activité s'est quelque peu accélérée, notamment pour les unités autres que le dollar, telles que le yen, l'écu et le franc suisse. En termes nets, le montant effectif d'argent frais collecté sur les marchés obligataires l'an dernier a chuté assez nettement par suite d'un fort accroissement additionnel des remboursements normaux et anticipés: leur ratio par rapport aux nouvelles émissions effectives a augmenté de 34% en 1989 à 45%.

Fléchissement
marqué
du financement
obligataire

Dans le compartiment à plus court terme, les tirages nets d'euro-effets ont considérablement progressé, passant de \$6,9 milliards en 1989 à \$32 milliards, soit de 4% à 20% du total des financements nets internationaux par titres.

Vive augmentation
des tirages
d'euro-effets

Divers facteurs ont contribué au ralentissement de l'activité en 1990. Au début de l'année, le «triple recul» des prix des actifs au Japon – à savoir la forte baisse de la Bourse de Tokyo, la diminution des cours des obligations libellées en yens déclenchée par un resserrement monétaire et enfin la dépréciation du yen – a pesé sur les prêts et emprunts des établissements de ce pays. Face à la faiblesse du compartiment lié aux actions, les entreprises non financières nippones se sont détournées des marchés des titres. La part des obligations internationales dans le financement total des entreprises est revenue de 13% en 1989 à 5,4% pour les neuf premiers mois de 1990. Parallèlement, devant la montée des taux d'intérêt internes et les amples fluctuations des taux de change, les investisseurs japonais ont restreint leurs positions sur les marchés internationaux. Enfin, les banques ont éprouvé quelques difficultés avec leurs ratios de fonds propres, le repli de la Bourse ayant amputé leurs réserves de réévaluation de plus de 50%. Dans le cadre de l'accord de Bâle, ces réserves peuvent être incluses à hauteur de 45% dans la catégorie 2 et, dans le cas des banques nationales, elles représentaient, à la fin du mois de mars 1990, quelque 90% de cette catégorie. Par suite de la baisse des cours des actions, les ratios de fonds propres des banques auraient diminué de 1½–2 points entre fin mars et fin septembre 1990, malgré la forte appréciation du yen qui a érodé la valeur en cette monnaie de leurs opérations comptabilisées en dollars. Pour essayer d'alléger ces tensions, les autorités ont permis l'émission d'emprunts subordonnés sur les marchés internationaux (auparavant interdits au Japon pour les banques commerciales). Au troisième trimestre, les banques ont réussi à obtenir de cette façon un total de \$6,7 milliards. Parallèlement, elles ont fortement réduit leur activité d'habillage de bilans à fin mars et fin septembre.

Diminution du
rôle des secteurs
bancaire et non
bancaire japonais

L'invasion du Koweït en août et le renchérissement marqué du pétrole qui s'en est suivi ont ébranlé les marchés des capitaux. De brusques variations des prix des actifs se sont produites et les cours des actions et obligations ont fortement baissé. L'activité bancaire internationale a également souffert, surtout avec les banques situées au Moyen-Orient. Les opérations impliquant le Koweït et l'Irak ont été interrompues. On a constaté aussi d'importants retraits des banques d'autres pays de cette région et une contraction de leurs lignes de crédit. Entre fin juin et fin septembre, les créances internationales des établissements bancaires extra-territoriaux à Bahreïn ont fléchi de 14%. Cependant, durant les mois suivants, l'augmentation des

Impact de la crise
du Golfe sur
l'activité bancaire
au Moyen-Orient

recettes pétrolières des pays de l'OPEP a entraîné des retours de fonds substantiels vers ces banques.

Tensions sur
l'interbancaire
en fin d'année

Au quatrième trimestre, du fait du large écho donné au déclassement de banques opérant sur le marché international, certains établissements auraient rencontré des difficultés pour se financer sur l'interbancaire. Plusieurs grandes banques semblent avoir été réticentes à satisfaire les besoins de liquidités de fin d'année de leurs contreparties et ont réduit leurs limites de crédit ou, dans des cas extrêmes, n'ont pas renouvelé des dépôts venant à échéance. De ce fait, au terme de 1990, l'obtention de fonds a été bien plus malaisée que les années précédentes. Sur le marché américain, le taux des fonds fédéraux est monté en flèche, pour atteindre 20-25% dans les derniers jours de novembre. Après une accalmie momentanée début décembre, la recherche effrénée de fonds s'est intensifiée et les taux de l'eurodollar pour des échéances dépassant la fin de l'année ont culminé, un moment donné, à 30%. Des préoccupations de qualité étaient également évidentes sur le marché obligataire en eurodollars, et les écarts de rendement entre obligations d'entreprises de premier rang et titres du Trésor américain se sont élargis de 40-60 points de base. Cependant, au début de 1991, ils avaient retrouvé des niveaux plus normaux.

Le secteur bancaire international

Evolution des agrégats globaux

Modification
de la nature
de l'activité
interbancaire

L'an passé, les créances transfrontières des banques déclarantes et leurs créances locales en devises sur les résidents ont augmenté de \$589 milliards, soit une baisse de \$218 milliards par rapport à l'année précédente. Au sein de la zone déclarante, l'activité de l'interbancaire s'est nettement ralentie et n'a représenté que 58% de l'expansion totale, et seulement 40% environ si l'on exclut les opérations entre établissements de même groupe, autrement dit beaucoup moins qu'auparavant. La détérioration de la cote de crédit de certaines banques, la nécessité de se conformer aux normes de fonds propres, l'utilisation croissante des instruments dérivés et la poursuite de la libéralisation des marchés monétaires dans plusieurs pays, tout particulièrement au Japon, ont été autant d'éléments qui ont contribué à ce recul. Parallèlement, l'interbancaire international est resté une source importante de capitaux pour les prêts internes: la part des emprunts nets des banques déclarantes dans l'activité interbancaire totale n'a cessé d'augmenter, de 12% en 1986 à 39% en 1990.

Prépondérance
accrue des prêts
à la clientèle
non bancaire
intra-zone

Les nouveaux crédits ont été essentiellement accordés à la zone déclarante: \$375 milliards après élimination des duplications d'écritures, dont \$240 milliards sous forme de concours directs à la clientèle non bancaire. En revanche, les créances identifiées sur les pays hors zone ont baissé de \$17 milliards. Cependant, du côté des origines, les pays situés en dehors de la zone déclarante ont été d'importants pourvoyeurs d'argent frais et ont gonflé leurs dépôts de près de \$70 milliards. De ce fait, leur position débi- trice nette vis-à-vis des banques déclarantes s'est contractée, à seulement

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale					
	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1990
	1987	1988	1989	1990	
	en milliards de dollars EU				
A = Créances sur les pays hors zone	11,6	13,5	- 1,7	-17,0	718,6
dont: sur le secteur non bancaire	2,7	-4,3	-11,5	-15,3	390,5
B = Créances internationales intra-zone	740,9	496,4	793,8	583,6	6.336,1
1) Créances sur le secteur non bancaire	187,2	159,9	229,5	241,0	1.684,4
2) Utilisation par les banques de fonds interbancaires internationaux pour des prêts internes	108,9	85,6	167,2	133,6	785,1
3) Duplications d'écritures sur l'interbancaire	444,8	250,9	397,1	209,0	3.866,6
C = Non attribué	12,4	1,1	15,0	22,4	161,9
D = A + B + C = Total brut des avoirs bancaires internationaux	764,8	510,9	807,1	589,0	7.216,6
E = D - B 3) = Crédit bancaire international net (estimations)	320,0	260,0	410,0	380,0	3.350,0
A = Engagements envers les pays hors zone	48,7	41,5	57,6	69,4	656,3
dont: envers le secteur non bancaire	12,0	21,1	27,8	20,2	252,5
B = Engagements internationaux intra-zone	725,6	460,8	720,1	525,9	6.177,6
1) Engagements envers le secteur non bancaire	71,0	66,3	159,7	111,3	1.044,7
2) Apport par les banques de fonds internes pour des prêts internationaux*	164,1	118,8	147,0	171,3	1.333,0
3) Duplications d'écritures sur l'interbancaire	490,5	275,7	413,4	243,3	3.799,9
C = Non attribué	36,2	33,3	45,7	28,0	316,0
D = A + B + C = Total brut des engagements bancaires internationaux	810,5	535,7	823,4	623,3	7.149,9
* Y compris les fonds fiduciaires acheminés par les banques situées en Suisse.					

\$62 milliards, soit 25% de son niveau d'il y a trois ans. Enfin, les avoirs «non attribués», qui regroupent certains portefeuilles de titres et les créances sur les institutions internationales, ont augmenté de \$22 milliards.

Structure par nationalité de l'activité bancaire internationale

L'entrée en vigueur progressive des nouvelles directives en matière de fonds propres, la plus grande réserve des marchés des actions et, dans certains pays, une détérioration de la cote de crédit des banques ont sensiblement influencé la répartition de l'activité bancaire internationale considérée selon le pays d'origine des banques déclarantes. Les banques japonaises, qui avaient été jusqu'alors le principal moteur de l'expansion, ont concouru pour moins de 20% à l'augmentation des avoirs en dollars courants (on ne dispose pas de chiffres corrigés des effets de change) et leur part dans l'ensemble des positions est retombée d'un maximum de 38% en 1988 à 35,5% à la fin de l'an dernier. Les créances internationales des banques américaines ont régressé de \$15 milliards et leur importance dans l'encours total s'est de nouveau inscrite en recul, pour revenir à un minimum historique de 12%; après élimination des créances sur les établissements de même groupe, leur contribution ressort à moins de 8% et est maintenant

Nouvelle répartition des parts de marché

nettement inférieure à celle des banques allemandes et françaises (11,5% et 10,5% respectivement). De fait, les banques européennes, qui représentaient en moyenne 35% environ de la croissance les années passées, ont été, cette fois, à l'origine de plus des trois quarts.

Réduction du rôle
des banques ...

En dollars courants, l'expansion des avoirs internationaux des banques nippones s'est ralentie, revenant de \$202 milliards en 1989 à \$153 milliards. Cependant, hors incidence des fluctuations de change, elle n'atteint que le tiers de celle de 1989. Après plusieurs années de rythme soutenu, les banques japonaises ont réduit de \$24 milliards les créances transfrontières

... japonaises ...

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

	Variation en dollars courants en 1989				Variation en dollars courants en 1990				Montant	
	Total	dont, vis-à-vis			Total	dont, vis-à-vis			fin 1985	fin 1990
		Etablis- sements de même groupe	Autres banques	Secteur non bancaire		Etablis- sements de même groupe	Autres banques	Secteur non bancaire		
	en milliards de dollars EU									
Banques japonaises										
Avoirs	202,0	87,0	79,6	35,3	153,0	71,6	49,9	31,6	707,0	2.120,4
Engagements	211,1	41,9	160,5	8,6	135,1	38,5	56,4	40,3	672,5	2.059,8
Banques américaines										
Avoirs	60,9	46,2	1,4	13,2	-15,3	10,1	-30,3	4,9	593,3	712,4
Engagements	68,3	45,3	-8,1	31,2	- 2,7	14,3	- 6,2	-10,9	555,2	741,6
Banques allemandes										
Avoirs	81,6	18,9	50,8	12,0	166,2	36,8	82,2	47,1	191,0	601,8
Engagements	54,2	14,9	6,7	32,7	130,2	34,5	41,8	53,8	157,4	459,3
Banques françaises										
Avoirs	45,5	4,3	25,0	16,4	122,3	39,3	49,8	33,1	245,2	555,2
Engagements	56,1	0,3	25,8	30,0	154,2	52,6	49,0	52,6	248,9	610,9
Banques italiennes										
Avoirs	52,6	3,3	25,6	23,7	73,5	8,4	27,7	37,4	113,5	328,0
Engagements	47,7	0,8	31,2	15,8	74,0	7,7	45,6	20,7	115,1	330,5
Banques britanniques										
Avoirs	7,9	7,5	-3,2	3,6	25,2	0,0	20,8	4,4	191,0	272,3
Engagements	39,8	6,2	-5,8	39,7	13,2	0,3	11,6	1,1	200,8	321,6
Divers										
Avoirs	102,9	27,2	11,8	64,0	262,2	68,6	89,6	104,1	672,7	1.379,2
Engagements	83,6	8,8	41,8	32,3	321,6	77,6	115,7	128,5	664,9	1.444,3
Total										
Avoirs	553,4	194,4	191,0	168,2	787,1	234,8	289,7	262,6	2.713,7	5.969,3
Engagements	560,8	118,2	252,1	190,3	825,6	225,5	313,9	286,1	2.614,8	5.968,0

* Positions externes en toutes monnaies et locales en devises 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. Les positions du secteur non bancaire comprennent les autorités monétaires et, du côté des engagements, les certificats de dépôt et autres titres émis par les banques.

de leurs établissements aux Etats-Unis et ont restreint leurs crédits internationaux octroyés par Tokyo (de plus de 50% si l'on tient compte des effets de change) et Londres. En revanche, elles ont continué de renforcer leur présence en Europe continentale, surtout en France et en Belgique. Du côté des origines, le ralentissement de la croissance est imputable, pour l'essentiel, à la diminution du recours à l'interbancaire international, qui, dans le passé, constituait leur principale source de capitaux. Même en dollars courants, leurs emprunts aux autres banques ont régressé de près des deux tiers.

Le recul, en valeur absolue, des avoirs des banques américaines a été réparti sur presque tous les centres déclarants, sauf Londres; il provient surtout (\$20 milliards) des Etats-Unis mêmes, bien que, en variation, il ait été encore plus marqué pour les établissements en Europe continentale. Par catégorie de contreparties, on constate des différences sensibles entre les opérations avec des établissements de même groupe et avec d'autres banques. L'encours des créances sur ces dernières a chuté de \$30 milliards, tandis que les créances intra-groupe augmentaient de \$10 milliards, les établissements à Londres comprenant notamment \$11 milliards de retraits de dépôts non bancaires enregistrés ailleurs.

... et américaines

Les banques européennes, continentales en particulier, ont fortement accru leurs opérations internationales l'an passé. En dollars courants, leurs créances internationales ont fait un bond de \$595 milliards, soit de 28%. D'une façon générale, cette expansion a été assez également répartie. Bien qu'en chiffres absolus les banques allemandes et françaises aient connu la progression la plus marquée, les taux de croissance ont été plus élevés (40% ou davantage) pour les banques suédoises, espagnoles et finlandaises. Les concours aux résidents non bancaires des pays qui ont récemment aboli les dernières restrictions de change ont considérablement augmenté. Dans une large mesure, ces crédits en devises ont été octroyés par les systèmes bancaires nationaux, qui se sont refinancés sur l'interbancaire international. Cela a notamment été le cas en Finlande, en France, en Italie et en Suède. En outre, le développement rapide dans les divers centres de la CE, lié aux opérations de fusions et d'acquisitions, a inévitablement entraîné une augmentation substantielle des transactions entre banques de différentes nationalités. Les banques d'Europe continentale sont aussi responsables de l'essentiel de l'activité (prêts et dépôts) avec la clientèle non bancaire l'an passé.

Forte expansion des positions des banques d'Europe continentale

Evolution dans les divers centres

L'expansion a été largement concentrée sur les centres européens, qui ont représenté plus de 70% du total des nouveaux crédits. Ce sont les banques du Royaume-Uni qui ont enregistré la plus vive augmentation des avoirs transfrontières (\$85 milliards). Ces mêmes banques ont été de très gros emprunteurs nets en livres à l'étranger (\$19 milliards). En France, les banques ont continué de voir leurs avoirs extérieurs progresser vigoureusement (18%) mais, en termes nets, elles ont emprunté fortement en rapatriant les francs placés à l'étranger par le secteur non bancaire national (voir page 146).

Dynamisme des centres européens

En Allemagne, le gonflement des positions externes des banques résulte, pour quelque \$20 milliards, de l'inclusion des établissements est-allemands dans les institutions déclarantes; les banques sont restées d'importants exportateurs nets de fonds, fournissant \$14,5 milliards de ressources en deutsche marks, dont une très large part sous forme de crédits à plus long terme. La progression des avoirs externes a également été particulièrement marquée pour les banques en Espagne (33%) et au Danemark (20%).

Ralentissement
des opérations
transfrontières
des banques
au Japon ...

La croissance des avoirs transfrontières des banques au Japon s'est ralentie, ressortant à \$73 milliards contre \$153 milliards en 1989, principalement, une fois de plus, sur le marché extra-territorial japonais (JOM), par l'intermédiaire duquel les banques de l'archipel ont acheminé \$15 milliards nets, en particulier aux centres extra-territoriaux d'Asie. Les transactions externes des banques à Hong Kong et à Singapour ont connu une expansion très rapide (20%); plus de 75% de la progression de leurs créances transfrontières sont intervenus vis-à-vis du Japon.

La régression des avoirs externes des banques aux Etats-Unis (\$28 milliards) est, pour une grande partie, imputable aux annulations de créances sur les pays moins avancés, créances qui figuraient, en bonne part, dans les

Evolution dans les divers centres déclarants: avoirs

Centre/position	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1990		
	1989			1990			Position externe en		Position locale en devises
	Position externe en		Position locale en devises	Position externe en		Position locale en devises	monnaie nationale	devises	
	monnaie nationale	devises		monnaie nationale	devises				
en milliards de dollars EU									
Royaume-Uni	5,1	50,0	10,6	8,3	76,8	27,2	97,6	971,4	315,0
France	4,3	50,3	4,3	8,9	55,8	-2,3	66,6	358,1	77,8
Allemagne	34,3	20,0	0,2	29,6	38,8	3,0	244,6	124,4	7,8
Luxembourg	0,2	36,3	4,4	0,9	40,5	6,1	4,9	291,1	50,3
Belgique	0,5	19,3	1,8	1,9	20,9	4,9	13,8	183,2	57,0
Pays-Bas	5,8	16,4	5,1	0,6	21,8	3,1	33,1	141,3	27,2
Suisse	-5,7	-0,3	3,6	- 3,6	6,9	0,3	66,0	76,6	20,5
Suède	1,6	4,4	16,6	- 1,9	4,7	21,7	1,7	24,4	73,4
Autres pays européens	12,0	18,5	18,4	- 7,3	26,8	25,0	34,4	225,8	151,9
Total des pays européens	58,1	214,9	65,0	37,4	293,0	89,0	562,7	2.396,3	780,9
Japon: JOM	69,0	46,0	26,0	18,6	34,0	25,0	215,0	280,0	92,0
Autres	4,0	33,5	29,3	1,3	18,7	-9,5	202,8	252,8	406,3
Etats-Unis:									
IBF	29,2	-0,7	0,0	-38,5	- 6,2	0,0	251,3	51,5	0,0
Autres	15,4	2,6	0,0	15,3	1,4	0,0	261,1	14,5	0,0
Asie	-1,1 ¹	117,6 ²	..	2,2 ¹	115,3 ²	..	6,8 ¹	827,9 ²	..
Autres centres ³	0,5 ⁴	95,9	1,9 ⁴	0,1 ⁴	-12,7	4,5 ⁴	4,4 ⁴	580,0	30,2 ⁴
Total	175,1	509,8	122,2	36,4	443,5	109,0	1.504,1	4.403,0	1.309,4

¹ Hong Kong uniquement. ² Y compris Bahreïn. ³ Y compris le Canada. ⁴ Canada uniquement.

¹ Hong Kong uniquement. ² Y compris Bahreïn. ³ Y compris le Canada. ⁴ Canada uniquement.

Evolution dans les divers centres déclarants: engagements

Centre/position	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1990		
	1989			1990			Position externe en		Position locale en devises
	Position externe en		Position locale en devises	Position externe en		Position locale en devises	monnaie nationale	devises	
	monnaie nationale	devises		monnaie nationale	devises				
	en milliards de dollars EU								
Royaume-Uni	17,7	62,7	-8,3	27,3	75,0	35,9	175,8	1.025,5	282,1
France	15,9	50,1	12,5	40,9	47,2	-12,3	96,9	385,1	62,4
Allemagne	12,1	13,1	1,3	15,1	31,8	3,7	126,1	98,8	10,8
Luxembourg	0,7	34,2	6,5	0,8	35,4	7,8	5,2	266,0	62,6
Belgique	1,8	15,8	5,8	2,3	13,1	8,2	22,7	194,6	47,9
Pays-Bas	1,1	8,1	7,7	2,6	18,1	5,9	24,6	123,6	34,9
Suisse	3,8	6,1	2,1	7,4	4,2	2,3	37,9	73,5	23,3
Suède	0,2	18,4	0,7	- 0,4	21,8	4,0	3,9	86,7	12,4
Autres pays européens	10,3	36,0	4,6	1,5	39,2	15,5	43,9	355,7	57,2
Total des pays européens	63,6	244,5	32,9	97,5	285,8	71,0	537,0	2.609,5	593,6
Japon: JOM	19,7	38,0	35,0	9,5	28,0	30,0	136,0	282,0	90,0
Autres	36,5	46,6	13,9	- 6,1	15,6	- 2,5	177,2	363,3	325,6
Etats-Unis: IBF	48,6	-1,9	0,0	-16,7	-4,4	0,0	317,5	55,9	0,0
Autres	15,2	-0,6	0,0	19,8	1,0	0,0	269,3	13,2	0,0
Asie	4,0 ¹	109,2 ²	..	2,0 ¹	99,1 ²	..	12,7 ¹	761,2 ²	..
Autres centres ³	2,0 ⁴	114,9	1,3 ⁴	0,6 ⁴	-7,7	0,8 ⁴	9,9 ⁴	584,6	11,5 ⁴
Total	189,6	550,7	83,1	106,6	417,4	99,3	1.459,5	4.669,7	1.020,7

¹ Hong Kong uniquement. ² Y compris Bahreïn. ³ Y compris le Canada. ⁴ Canada uniquement.

¹ Hong Kong uniquement. ² Y compris Bahreïn. ³ Y compris le Canada. ⁴ Canada uniquement.

comptes des Facilités bancaires internationales (IBF). La diminution des avoirs des IBF a été également liée, dans une certaine mesure, à l'abaissement des réserves obligatoires à la fin de 1990. On note un retournement marqué des créances des banques implantées dans les centres extra-territoriaux des Caraïbes (à l'exclusion des banques non américaines des îles Caïmans): une augmentation de \$94 milliards en 1989 a fait place à une contraction de \$15 milliards, ce qui traduit partiellement le recul de l'activité bancaire aux Etats-Unis.

... et régression aux Etats-Unis

Activité bancaire directe avec le secteur non bancaire intra-zone

L'accélération persistante des opérations directes avec le secteur non bancaire intra-zone a été générale. En Europe, le récent démantèlement du contrôle des changes dans de nombreuses économies a conduit à un renforcement très sensible de l'intégration des marchés nationaux et internationaux. En fait, une part sans précédent du crédit bancaire a été acheminée par l'intermédiaire du marché international. Dans les pays à taux d'intérêt élevés surtout, où l'on pouvait s'attendre à une stabilité à court terme des

Accélération des crédits au secteur non bancaire

Créances des banques déclarantes sur le secteur non bancaire dans les pays du Groupe des Dix

Pays de l'emprunteur non bancaire	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1990		
	Position externe		Position locale en devises		Pour mémoire: crédit bancaire interne ¹		Position externe	Position locale en devises	Pour mémoire: crédit bancaire interne ¹
	1989	1990	1989	1990	1989	1990			
	en milliards de dollars EU								
Etats-Unis	35,5	11,7	0,0	0,0	89,5	-9,3	231,5	0,0	4.344,1
Japon	47,5	63,5	11,4	8,4	398,4	381,6	196,7	226,8	4.528,1
Allemagne	1,7	2,5	-0,2	1,5	80,0	117,9 ²	82,7	4,5	1.779,7 ²
France	1,8	5,8	0,2	0,8	90,3	115,8	28,9	21,3	1.363,4
Italie	10,9	22,9	7,0	5,0	57,1	69,6	73,3	51,8	771,3
Royaume-Uni	8,3	10,1	29,7	9,6	146,2	138,4	53,4	132,7	1.147,7
Canada	5,2	5,1	1,8	4,3	28,1	22,2	30,3	27,8	280,7
Pays-Bas	7,8	15,5	3,9	3,3	13,2	15,8	54,3	18,9	332,5
Suisse	4,0	4,2	2,3	1,4	34,7	28,6	25,4	12,7	343,0
Suède	2,8	4,9	15,8	17,8	5,4	1,7	19,2	65,3	126,6
Belgique-Luxembourg	3,3	2,6	2,9	0,4	29,5	14,6	27,2	36,8	335,1

¹ Hors crédits en devises. ² République fédérale seulement.

¹ Hors crédits en devises. ² République fédérale seulement.

taux de change, les emprunts en devises ou à l'étranger se sont avérés très attrayants. Les résidents italiens se sont procuré un montant record de \$23 milliards directement auprès de banques à l'étranger et \$5 milliards en devises en Italie, ce qui a représenté 40% de l'expansion totale du crédit bancaire intérieur. De même, les crédits internationaux aux agents non bancaires suédois, consentis largement en devises par des banques du pays, ont été treize fois plus élevés que les crédits internes en couronnes suédoises. Dans une mesure un peu moindre en termes absolus, la Finlande a emprunté localement \$6 milliards en devises. Le montant record de \$18,8 milliards des nouveaux crédits aux résidents des Pays-Bas ne peut pas être comparé directement à l'accroissement des concours dans ce pays, étant donné qu'une grande partie des fonds a été réacheminée à l'étranger par les établissements financiers spécialisés de groupes étrangers.

Nouvel accroissement des prêts aux agents non bancaires japonais

Les prêts externes octroyés à la clientèle non bancaire japonaise se sont accélérés, de \$48 milliards en 1989 à \$64 milliards. Les crédits consentis à partir des centres extra-territoriaux d'Asie expliquent largement cette progression. L'instauration de directives informelles sur l'expansion du crédit bancaire interne constitue peut-être l'une des raisons de l'ampleur de ces prêts aux résidents nippons. Les concours aux secteurs non bancaires britannique et américain se sont légèrement contractés, sous l'effet du recul des opérations liées aux fusions et acquisitions et de l'attention grandissante portée au risque de crédit.

Rapide augmentation des dépôts non bancaires ...

En ce qui concerne l'origine des fonds, les dépôts reçus de la clientèle non bancaire intra-zone ont augmenté de \$111 milliards, soit de 12%. Dans de nombreux pays d'Europe continentale, les dépôts internes et externes semblent être de plus en plus interchangeables. Le niveau historiquement

Dépôts du secteur non bancaire des pays du Groupe des Dix sur le marché bancaire international

Pays du déposant non bancaire	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1990		
	Position externe		Position locale en devises		Pour mémoire: agrégat monétaire large ¹		Position externe	Position locale en devises	Pour mémoire: agrégat monétaire large ¹
	1989	1990	1989	1990	1989	1990			
	en milliards de dollars EU								
Etats-Unis	18,7	0,5	0,0	0,0	159,7	63,6	257,9	0,0	4.035,4
Japon	13,5	-3,6	..	..	350,5	260,0	21,0	..	3.757,2
Allemagne	23,0	25,5	1,1	2,1	38,8	49,2 ²	112,8	7,4	889,6 ²
France	5,1	10,1	8,0	-6,5	68,0	73,4	30,6	12,3	970,7
Italie	1,6	5,4	1,1	0,9	96,3	100,0	14,4	4,7	1.032,3
Royaume-Uni	7,0	8,8	12,8	18,6	109,7	98,6	50,5	94,6	919,2
Canada	0,1	0,4	1,5	0,5	28,3	20,3	12,6	9,1	270,5
Pays-Bas	10,4	1,1	6,9	5,6	14,8	10,7	49,9	26,1	144,9
Suisse	13,4	9,4	2,1	1,3	13,8	8,6	66,8	12,9	288,3
Suède	1,1	0,0	-0,3	0,6	8,8	10,0	4,1	5,0	116,9
Belgique-Luxembourg	5,2	6,1	8,8	5,4	17,5	6,6	33,1	40,0	194,0

¹ Belgique-Luxembourg et Pays-Bas: M₂; Japon: M₂+CD; Royaume-Uni: M₄; Etats-Unis: M₃—eurodollars à vingt-quatre heures et à terme; autres pays: M₃. ² République fédérale seulement.

¹ Belgique-Luxembourg et Pays-Bas: M₂; Japon: M₂+CD; Royaume-Uni: M₄; Etats-Unis: M₃ – eurodollars à vingt-quatre heures et à terme; autres pays: M₃. ² République fédérale seulement.

élevé des taux d'intérêt à court terme a renchéri le coût implicite des réserves obligatoires en Allemagne et a élargi l'écart entre la rémunération des dépôts à l'intérieur du pays et sur l'euromarché. De ce fait, les avoirs des résidents non bancaires auprès des établissements à l'étranger ont de nouveau progressé, de \$26 milliards, soit de 50% environ de l'accroissement de l'agrégat monétaire interne large M₃. En France, à la suite de l'abolition du contrôle des changes l'an dernier, les réserves obligatoires ont également joué un rôle très important dans la délocalisation des dépôts des résidents, notamment des SICAV à court terme, du marché interne vers l'euromarché. Au cours des neuf premiers mois de 1990, cette délocalisation a représenté \$15 milliards, soit 18% de la croissance de M₃. Cependant, après l'abaissement des réserves obligatoires en octobre, les résidents ont réduit de \$4,5 milliards leurs dépôts à l'étranger. L'encours des dépôts transfrontières italiens a fait un bond de 60%, pour s'établir à \$14,4 milliards, alors que, pour les résidents suisses, la progression rapide a dépassé, en termes absolus, la croissance de M₃.

Les entités britanniques, essentiellement les institutions financières non bancaires, ont nettement accru leurs dépôts transfrontières (\$8,8 milliards). En revanche, il semble que les apports des résidents américains à l'euromarché ne se soient établis qu'à \$0,5 milliard; cependant, on ne dispose pas encore de chiffres pour les banques non américaines situées aux îles Caïmans, qui avaient enregistré une très forte expansion dans ce domaine l'année précédente. Enfin, on estime à \$45 milliards les ressources non bancaires acheminées vers les marchés internationaux par l'intermédiaire des comptes fiduciaires des banques suisses.

... même par rapport aux agrégats monétaires internes

Evolution de l'activité avec les pays hors zone

Net recul des créances sur les pays hors zone	L'encours des créances bancaires sur les pays hors zone, qui s'était déjà contracté de \$2 milliards en 1989, a encore diminué (\$17 milliards). En ce qui concerne les pays en développement hors OPEP, la réduction des engagements des banques déclarantes vis-à-vis de l'Amérique latine s'est accélérée, de \$17 milliards en 1989 à \$27 milliards, surtout à l'égard du Mexique (recul de \$15 milliards, soit de 22%). Cette contraction reflète l'application de l'accord conclu en mars 1990 marquant, dans une large mesure, la préférence des banques pour l'option d'échanges de créances contre des obligations assorties d'une décote, bien que les rachats de dettes, conversions en participations et ventes pures et simples aient également contribué à ce résultat. Parallèlement, le Mexique a ajouté \$3,4 milliards à ses dépôts auprès des banques et, en fin d'année, les créances nettes sur le Mexique s'élevaient à \$29 milliards, soit seulement la moitié environ du montant de 1985. Les créances identifiées ont aussi sensiblement baissé dans le cas du Brésil (\$7,1 milliards) et de l'Argentine (\$3,5 milliards), essentiellement sous l'effet des programmes de conversion de dettes pour l'Argentine et d'une combinaison d'annulations et de rachats officiels de dettes pour le Brésil, dont les arriérés à l'égard de ses banques créancières dépassaient \$8 milliards à fin décembre 1990.
Incidence du rééchelonnement de la dette du Mexique	
Forte accumulation de dépôts de la Chine et de Taïwan	Les créances sur l'Asie ont augmenté de \$17,8 milliards, soit de 15%. Les nouveaux prêts à la Chine se sont élevés, à eux seuls, à \$7,5 milliards, chiffre cependant bien faible en comparaison de la poussée des dépôts (\$16 milliards), de sorte que la position créancière nette de ce pays s'accroît à \$9 milliards. Les crédits aux autres pays ont été essentiellement concentrés sur la Thaïlande (\$4,6 milliards), la Corée du Sud (\$4,1 milliards) et l'Inde (\$1,2 milliard). Par ailleurs, Taïwan et la Malaisie ont notablement renforcé leurs avoirs bancaires (\$7,5 milliards et \$2,8 milliards).
Le Venezuela devient créateur net	La vive progression des recettes pétrolières a gonflé les dépôts des pays de l'OPEP. Cet accroissement (\$18 milliards) est intervenu, pour plus de la totalité, au second semestre et a concerné principalement le Venezuela. Par suite surtout de l'accord d'allégement signé avec ses banques créancières au mois d'août, la dette de ce pays a chuté de \$7,1 milliards (près de 30%), tandis que ses dépôts ont augmenté de \$4,4 milliards (27%), grâce à l'essor des recettes d'exportations. A la fin de l'année, le Venezuela faisait ressortir une position créditrice nette vis-à-vis des banques (\$3,2 milliards) pour la première fois depuis mars 1978. Du côté de l'actif des bilans des banques, l'Indonésie et l'Iran ont été les seuls pays à bénéficier de nouveaux crédits pour des montants importants (\$5,4 milliards et \$1,2 milliard).
Diminution de l'activité bancaire avec l'Europe de l'Est	Un changement marqué est apparu l'an dernier dans l'attitude des banques à l'égard de l'Europe de l'Est. Après une expansion de 43% au cours des cinq années précédentes, le total des créances identifiées sur ce groupe de pays a baissé de \$9,9 milliards (11%). Les créances sur l'Union soviétique se sont contractées, à elles seules, de \$6,2 milliards, malgré un crédit de \$3 milliards octroyé par les banques allemandes au troisième trimestre et assorti d'une garantie officielle. Parallèlement, les avoirs de ce pays auprès des banques déclarantes ont fléchi d'un montant presque équivalent.

Activité des banques déclarantes avec les pays hors zone

	Variation, hors effets de change							Montant	
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	fin 1983	fin 1990
	en milliards de dollars EU								
Emprunts auprès des banques déclarantes									
Pays développés non déclarants	5,2	7,2	7,2	4,8	2,1	2,9	7,1	85,9	145,8
Europe de l'Est	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	52,0	78,5
dont: Union soviétique	1,6	3,7	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	16,2	42,1
OPEP	-2,1	0,2	0,4	2,2	5,4	5,7	- 4,7	111,1	134,5
Moyen-Orient	0,3	-1,4	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,8	44,0	60,6
Venezuela	-2,8	0,4	- 1,1	-0,5	0,8	- 1,6	- 7,1	28,3	17,6
Autres	0,4	1,2	2,4	0,5	0,1	- 0,3	3,2	38,8	56,3
PED hors OPEP	9,8	11,0	3,1	2,3	-2,3	-19,6	- 9,5	326,3	359,9
Mexique	0,8	0,8	- 1,2	-0,5	-3,6	- 1,2	-15,4	72,1	55,0
Autres pays d'Amérique latine ¹	4,5	0,9	2,7	-3,3	-1,3	-15,5	-11,1	137,0	126,8
Chine	1,4	4,9	0,7	4,9	7,1	- 0,5	7,5	3,0	30,9
Taiwan	-0,8	-0,6	4,0	8,3	-1,7	- 0,5	0,6	6,9	16,4
Autres pays d'Asie	4,2	3,8	- 2,1	-5,4	-1,5	1,3	9,7	71,1	93,0
Afrique	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	-0,6	- 1,8	- 0,1	19,8	23,4
Moyen-Orient	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	-0,7	- 1,4	- 0,8	16,4	14,3
Total des emprunts	12,8	24,1	14,4	11,6	13,5	- 1,7	-17,0	575,3	718,6
Pour mémoire:									
pays lourdement endettés ²	2,3	0,7	2,0	-5,7	-8,1	-23,1	-37,2	264,8	217,4
Dépôts auprès des banques déclarantes									
Pays développés non déclarants	2,7	3,5	7,4	6,1	13,4	17,3	6,2	27,6	98,9
Europe de l'Est	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,1	0,2	- 5,7	19,7	21,0
dont: Union soviétique	1,7	0,9	0,8	-1,9	1,8	- 0,7	- 6,5	10,9	8,7
OPEP	4,1	6,6	-22,1	19,2	11,6	14,4	18,0	147,9	215,2
Moyen-Orient	1,0	0,8	-13,5	17,5	12,0	9,5	12,4	118,9	171,1
Venezuela	2,0	3,1	- 5,6	-0,6	-0,3	0,5	4,4	17,1	20,8
Autres	1,1	2,7	- 3,0	2,3	-0,1	4,4	1,2	11,9	23,3
PED hors OPEP	19,4	5,7	12,9	24,1	12,4	25,7	50,9	152,5	321,1
Mexique	3,8	-0,3	0,7	6,5	-5,3	- 1,6	3,4	18,0	26,3
Autres pays d'Amérique latine ¹	6,4	0,7	0,0	0,2	8,7	6,2	6,1	40,3	70,4
Chine	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,2	1,6	16,1	16,0	40,1
Taiwan	5,4	6,7	14,4	6,5	-7,9	6,5	7,5	11,9	53,1
Autres pays d'Asie	3,1	1,1	- 0,4	2,2	10,4	8,4	8,0	34,6	72,8
Afrique	1,0	1,4	0,0	1,5	1,5	1,7	3,3	9,3	23,1
Moyen-Orient	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	-0,2	2,9	6,5	22,4	35,3
Total des dépôts	30,5	18,6	- 1,6	48,7	41,5	57,6	69,4	347,8	656,3
Pour mémoire:									
pays lourdement endettés ²	13,5	2,6	- 4,6	7,1	2,4	7,3	11,4	74,5	118,4

¹ Inclut les pays de la zone des Caraïbes qui ne sont pas classés comme centres bancaires extra-territoriaux. ² Les quinze pays du plan Baker, sauf la Yougoslavie.

La Hongrie a remboursé \$1,9 milliard et accru ses dépôts de quelque \$0,5 milliard. La Roumanie, dont le passif bancaire avait pratiquement disparu à la fin de 1989, a retiré \$1,3 milliard de ses dépôts. Par contre, grâce à un excédent des paiements courants substantiel, les avoirs de la Pologne ont fait un bond de \$3,5 milliards (80%). A la fin de l'année, la position débitrice nette de ce pays vis-à-vis des banques déclarantes ne s'élevait plus qu'à \$3,5 milliards.

Les prêts aux pays développés hors zone ont marqué une certaine reprise. Deux pays seulement, l'Australie et la Turquie, ont représenté 90% de l'accroissement total (\$3,2 milliards dans chaque cas).

Le marché des prêts consortiaux

Recul
des nouveaux
financements
liés aux fusions
et acquisitions ...

Les prêts consortiaux annoncés, \$157 milliards, ont été en légère hausse, mais la distribution par catégorie d'emprunts et la répartition géographique se sont nettement modifiées. Par suite des préoccupations suscitées par les opérations à effet de levier, les financements liés aux fusions et acquisitions se sont contractés, revenant de \$57 milliards en 1989 à \$29 milliards, en particulier ceux des sociétés américaines. En revanche, le volume des crédits annoncés pour des emprunteurs européens a fortement augmenté. Un certain nombre de facilités importantes, en rapport avec des projets déterminés, ont été mises sur pied pour la clientèle britannique et un volume considérable de concours, souvent libellés en écus, a été annoncé au profit d'institutions financières italiennes, qui ont reprêté une grande partie de ces fonds sur le marché hypothécaire national. Les emprunteurs des pays scandinaves et du Canada ont eu de plus en plus recours à ce marché.

... et élargisse-
ment des marges
appliquées
aux meilleures
signatures

En moyenne, les marges sur les nouveaux crédits consortiaux ont été un peu plus faibles qu'en 1989 mais sont cependant restées bien supérieures à celles de 1987-88. Toutefois, alors qu'en 1989 l'augmentation était imputable à la moins bonne qualité de nombreuses signatures, l'élargissement a traduit la tarification plus réaliste de concours octroyés à des emprunteurs de première catégorie. Il convient de noter, en outre, une tendance à des opérations consortiales de moindre envergure, qui marque un certain retour vers la «banque de relations».

Les marchés internationaux des titres

Le marché des euro-effets

Reprise marquée
du marché
des euro-effets ...

Par suite du resserrement des conditions du crédit bancaire et du déclassement de certaines banques, les marchés des euro-effets à court et à moyen terme ont bénéficié d'une forte reprise en 1990. Le volume des facilités annoncées, d'un montant de \$72,8 milliards, n'a été que légèrement supérieur à celui de l'année dernière mais les tirages sur les facilités existantes se sont très nettement accrus, si bien que l'encours total a fait un bond de \$32 milliards, soit presque cinq fois plus qu'en 1989. On a noté, en particulier, une très forte expansion dans le compartiment à moyen terme qui, avec une progression de l'encours de près de 130%, atteint \$22 milliards. Le marché de l'europapier commercial, qui avait subi un revers important en 1989 après les défaillances de deux gros emprunteurs et la détérioration de la cote de crédit de plusieurs autres, a bénéficié du recul des taux d'intérêt

Principales caractéristiques du marché des euro-effets								
	Année			1990				Montant à fin 1990
	1988	1989	1990	TI	TII	TIII	TIV	
	en milliards de dollars EU							
Facilités annoncées								
Europapier commercial	55,6	49,3	44,4	10,5	12,4	9,2	12,3	
Autres effets								
à court terme	10,6	10,3	3,0	0,3	0,6	1,4	0,7	
Effets à moyen terme*	17,0	12,9	25,4	10,7	4,0	2,1	8,6	
Total	83,2	72,5	72,8	21,6	17,0	12,6	21,6	
Emissions nettes								
Europapier commercial	19,9	5,3	11,8	6,9	3,7	7,6	-6,4	70,3
Autres effets								
à court terme	-3,4	-2,4	8,0	0,9	0,3	3,0	3,8	19,1
Effets à moyen terme	3,0	4,0	12,3	1,6	3,5	3,6	3,5	21,9
Total	19,5	6,9	32,0	9,4	7,5	14,2	0,9	111,2

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

Sources: Banque d'Angleterre et Euroclear.

à court terme, du redressement des courbes de rendement et de la volonté des investisseurs de limiter leurs engagements à plus long terme.

La répartition par monnaie s'est sensiblement modifiée et la part des titres libellés en dollars est revenue de près de 85% de l'encours à la fin de 1989 à un peu plus de 75%. Les émissions en écus, liras italiennes, yens japonais et livres sterling ont enregistré une croissance marquée. En ce qui concerne la nationalité des émetteurs, les plus gros montants ont été le fait des résidents du Royaume-Uni (\$8,7 milliards), des pays du Benelux (\$6,8 milliards), d'Australie (\$4,1 milliards) et de Suède (\$2,7 milliards). Les entreprises américaines, qui avaient été les principaux emprunteurs ces dernières années, ont légèrement réduit leur recours aux euro-effets.

Le processus de consolidation des opérateurs sur le marché de l'euro-papier commercial s'est poursuivi. L'activité des intermédiaires est restée soumise à une vive concurrence et la faiblesse persistante de la rentabilité a entraîné de nouveaux retraits de grands noms. Afin d'améliorer la rentabilité, on s'est orienté vers un barème de facturation dépendant de la taille et de la cote de crédit de l'emprunteur. Ce changement s'est accompagné d'une augmentation des commissions de montage. La concentration croissante des intermédiaires et une meilleure tarification ont eu tendance à rapprocher ce marché de celui du papier commercial américain, sur lequel une poignée d'intermédiaires se taillent la part du lion et où les commissions sont habituellement fixes.

A l'instar des autres compartiments, l'évolution a été grandement affectée par l'attention portée au risque de crédit. Dans les premiers mois de 1990, la défaillance de Drexel Burnham Lambert a été suivie d'un élargissement temporaire de l'écart de taux d'intérêt avec le papier commercial américain en dollars. Néanmoins, le marché a fait preuve d'une grande résistance et s'est redressé plus rapidement que le marché américain dans les années soixante-dix, au lendemain de la faillite de Penn Central. L'utilisation

... et modification
de la répartition
par monnaie

Evolution
des structures
et techniques
du marché

croissante des notations a constitué un facteur de soutien non négligeable: en 1990, 90% des nouvelles facilités en étaient pourvues.

Poursuite de
l'expansion rapide
des euro-effets
à moyen terme

Comme on l'a déjà indiqué, le marché des euro-effets à moyen terme a enregistré une vive progression. Les émissions ont concerné un plus grand nombre de monnaies: à la fin de l'année, un tiers de l'encours des effets à moyen terme était libellé dans des devises autres que le dollar EU (part bien supérieure à celle des autres compartiments des euro-effets). La création de programmes planétaires et une certaine désaffection des emprunteurs à l'égard des obligations internationales ont favorisé l'expansion. Ces instruments répondent aussi aux exigences du marché des placements privés, en plein essor, concernant des titres très structurés, taillés sur mesure pour les besoins bien précis des émetteurs et investisseurs. De ce fait, de nombreuses émissions ont été liées à une gamme d'indices ou comportent des possibilités d'options spéciales.

Vigoureuse
progression des
marchés natio-
naux du papier
commercial

La croissance des euro-effets est allée de pair avec la progression toujours vigoureuse (plus de 15%) des marchés nationaux du papier commercial, dont l'encours atteignait \$900 milliards en fin d'année, et a suivi le rythme de l'internationalisation de ces marchés. Aux Etats-Unis, les émissions de papier commercial par des agents étrangers ont représenté 35% des tirages nets et leur encours a dépassé celui de l'europapier commercial. En France, le secteur non bancaire étranger a été autorisé à émettre des billets de trésorerie au début de 1991. Des mesures de libéralisation des procédures d'émissions internes ont été également annoncées en Allemagne, au Royaume-Uni, au Japon et en Finlande.

Le marché obligataire international

Après deux ans de croissance soutenue, le volume des émissions annoncées sur le marché obligataire international est revenu à \$242 milliards, soit

Principales caractéristiques du marché obligataire international								
	Année			1990				Montant à fin 1990
	1988	1989	1990	TI	TII	TIII	TIV	
	en milliards de dollars EU							
Emissions brutes annoncées ¹	226,3	261,8	241,7	63,3	55,7	62,4	60,3	
Emissions classiques à taux fixe	160,8	149,5	166,5	42,3	42,5	35,3	46,4	
Notes à taux variable	23,5	27,1	42,1	9,7	10,9	14,2	7,3	
Emissions liées aux actions ²	42,0	85,2	33,2	11,3	2,4	13,0	6,5	
Emissions brutes effectives	220,7	263,6	239,4	57,3	50,0	63,4	68,7	
moins: amortissements normaux	42,7	57,4	87,3	17,4	23,1	21,4	25,3	
moins: amortissements anticipés	39,9	32,0	21,1	5,3	6,0	4,3	5,4	
= Emissions nettes	138,1	174,3	131,0	34,5	20,8	37,6	38,1	1.472,5
Emissions classiques à taux fixe	99,0	89,0	80,7	20,1	17,7	18,3	24,6	1.008,1
Notes à taux variable	5,1	10,5	27,1	7,1	2,7	11,0	6,4	205,7
Emissions liées aux actions ²	34,1	74,8	23,2	7,2	0,4	8,4	7,1	258,7

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 à bons de souscription d'actions.

Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.



\$20 milliards de moins qu'en 1989, essentiellement sous l'effet d'une activité très réduite dans le compartiment lié aux actions, sérieusement touché par le recul prononcé des Bourses japonaises. Les obligations classiques à taux fixe ont augmenté, en dépit du renchérissement des taux d'intérêt à long terme sur la plupart des devises autres que le dollar et de la perte d'importance des opérations sur contrats d'échange. Les perspectives incertaines des taux d'intérêt ont probablement contribué à la popularité des notes à taux variable (NTV), qui n'ont été que légèrement inférieures au record enregistré en 1985, avant la crise du compartiment sans échéance. En ce qui concerne la répartition par monnaie, les émissions libellées en dollars ont chuté de près d'un tiers l'an dernier. L'activité dans la majeure partie des devises européennes a été fort soutenue.

Le volume des amortissements normaux a continué d'augmenter, ce qui traduit le vieillissement moyen des obligations existantes. Cependant, étant donné les niveaux élevés des taux d'intérêt, la plupart des emprunteurs n'ont pas souhaité exercer les options de remboursement anticipé, dont le volume a baissé. Hors amortissements, l'encours total s'est renforcé de \$131 milliards, soit de 10% environ. L'activité secondaire est restée pratiquement inchangée en dollars, mais s'est inscrite en forte hausse dans les autres compartiments.

La popularité des obligations garanties par des actifs a continué de s'accroître bien que, jusqu'ici, les emprunteurs américains et britanniques

Repli des émissions liées aux actions mais dynamisme des autres compartiments

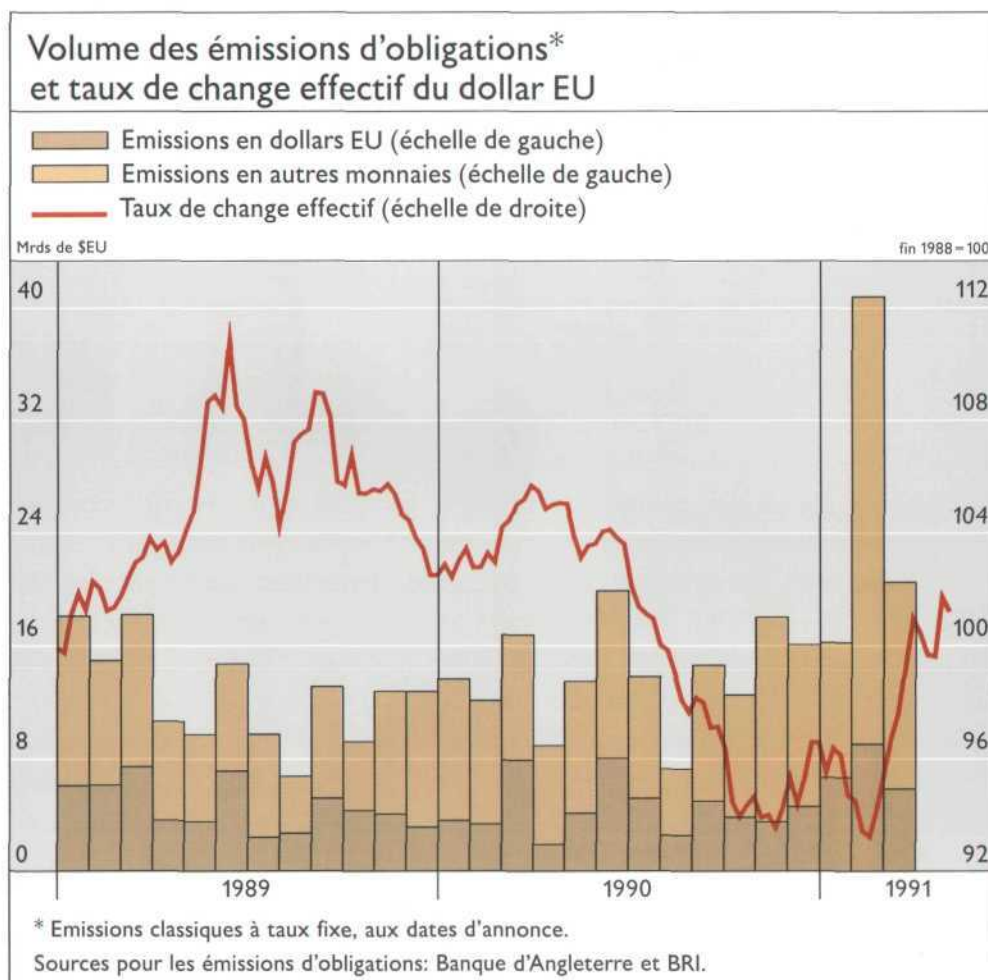
Augmentation des amortissements

Popularité accrue
des obligations
garanties
par des actifs

aient été pratiquement les seuls à y avoir eu recours. Avec l'aggravation des préoccupations des investisseurs concernant la qualité des actifs, ces émissions offrent aux institutions financières un moyen attrayant d'apurer leurs bilans, ce qui leur permet d'améliorer leur niveau de fonds propres. En règle générale, de telles obligations sont garanties par un fonds commun d'actifs non négociables: crédits hypothécaires, créances résultant de l'utilisation de cartes de crédit ou effets représentatifs de prêts automobiles. Ces fonds communs sont conçus de manière à donner à l'investisseur final une marge de sécurité substantielle contre les défaillances, de sorte que ces obligations ont bénéficié d'une notation très favorable. Cette technique est beaucoup plus complexe qu'une émission ordinaire et, dans certains pays, comme le Japon jusqu'à une date récente, des obstacles juridiques en ont empêché l'adoption.

Conséquences
des modifications
réglementaires
aux Etats-Unis

En 1990, la Commission américaine des opérations de Bourse (SEC) a adopté deux modifications réglementaires qui pourraient avoir des conséquences durables sur les marchés internationaux des titres. La nouvelle Réglementation S clarifie les conditions dans lesquelles la cession ou l'offre d'un titre hors des Etats-Unis n'est pas soumise aux exigences d'enregistrement de la SEC. La Règle 144a exempte les «acheteurs institutionnels» de l'obligation de conserver deux ans ou plus les titres acquis dans le cadre de placements privés. Bien que ce marché n'ait pas encore atteint sa pleine



Structure par catégorie et par monnaie des obligations internationales

	Emissions brutes annoncées				Emissions nettes				Montant à fin 1990
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990	
	en milliards de dollars EU								
Emissions classiques									
à taux fixe	120,4	160,8	149,5	166,5	68,0	99,0	89,0	80,7	1.008,1
Dollar EU	29,4	47,3	54,6	52,9	10,2	26,7	26,1	16,1	322,7
Yen japonais	21,7	18,9	23,1	30,0	18,3	11,8	15,3	24,7	159,4
Franc suisse	16,7	18,2	5,7	15,5	2,0	0,9	-3,9	3,5	119,8
Deutsche mark	12,9	21,2	9,4	7,3	1,5	14,0	6,2	1,3	110,7
Ecu	7,2	10,7	11,7	15,1	7,2	9,4	7,4	9,6	68,7
Livre sterling	9,2	11,7	11,3	9,5	8,2	10,4	10,2	7,6	62,8
Divers	23,3	32,8	33,7	36,2	20,7	25,8	27,7	17,8	164,0
Notes à taux variable	12,1	23,5	27,1	42,1	1,0	5,1	10,5	27,1	205,7
Dollar EU	3,9	7,0	10,2	15,0	-6,7	-9,2	-0,5	7,3	115,6
Livre sterling	2,2	10,5	8,9	10,5	2,2	9,0	7,0	6,4	42,7
Divers	6,0	5,9	8,0	16,6	5,4	5,3	4,0	13,4	47,4
Emissions liées aux actions	43,4	42,0	85,2	33,2	38,0	34,1	74,8	23,2	258,7
Dollar EU	29,2	29,0	65,1	19,6	25,8	26,2	60,4	16,0	169,2
Franc suisse	7,1	8,3	13,6	8,2	5,4	4,3	8,8	4,0	54,3
Divers	7,0	4,7	6,5	5,4	6,8	3,6	5,5	3,1	35,2

Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.

Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.

maturité, on s'attend à une forte expansion de tels placements. Ces deux dispositions devraient faciliter la vente d'euro-émissions aux Etats-Unis. En outre, une interconnexion plus étroite des systèmes de compensation américains et européens, par exemple la possibilité pour Euroclear d'effectuer le règlement et la compensation de placements privés émis aux Etats-Unis par des emprunteurs étrangers en vertu de la Règle 144a, devrait réduire les écarts de cotations entre pays.

L'importance de la technique de redistribution à prix fixe s'est accrue pendant l'année. Dans cette procédure d'émission, introduite en 1989, les membres du consortium sont obligés de négocier et de vendre les titres à un prix fixe. Cette méthode a eu tendance à favoriser les intermédiaires capables de placer un volume important et pourrait entraîner une concentration de l'activité de courtage entre un nombre restreint de firmes.

Obligations classiques à taux fixe. Les émissions sont passées de \$150 milliards en 1989 à \$167 milliards. L'activité a été particulièrement soutenue au quatrième trimestre, avec la baisse des taux d'intérêt à long terme sur toutes les grandes devises. Les institutions internationales et les agents privés non financiers ont substantiellement accru leur recours à ce marché. En revanche, les banques ont utilisé les NTV au détriment des obligations à taux fixe. Desancements de montants considérables ont été effectués en dollars et en écus, comme l'émission planétaire de \$2 milliards de la Banque mondiale au troisième trimestre.

Les émissions effectives nettes se sont élevées à \$81 milliards, dont \$16 milliards seulement en dollars. Des montants notables ont été

Accélération
des émissions
d'obligations
classiques
à taux fixe

lancés en yens, écus et livres sterling, pour \$25 milliards, \$10 milliards et \$8 milliards respectivement. Par ailleurs, certains compartiments plus modestes, dont ceux du franc français et de la lire italienne, ont connu une rapide expansion en cours d'année. Cette évolution s'explique essentiellement par l'abolition du contrôle des changes.

Repli des
émissions liées
aux actions

Emissions liées aux actions. Dans ce secteur dominé par les emprunteurs japonais, l'activité a été très réduite avec un volume de \$33 milliards, contre \$85 milliards en 1989. Les émissions ont été faibles au premier trimestre, subissant le contrecoup des fortes baisses des cours des actions au Japon et des exigences accrues en matière d'information sur le marché primaire. Fin mars, les principales maisons de titres nippones sont convenues d'un moratoire sur les nouvelles opérations, tant pour les obligations convertibles que pour les obligations à bons de souscription, qui est resté en place jusqu'au début du mois de juillet. Au lendemain du déclenchement de la crise du Golfe, les cours des actions ont connu un nouvel accès de faiblesse et, bien que ce moratoire n'ait pas été remis en vigueur, le volume d'émissions a été moindre par la suite.

Poursuite
de la reprise du
marché des NTV

Notes à taux variable. Les émissions de NTV ont fortement progressé, passant de \$27 milliards en 1989 à \$42 milliards. Jusqu'à une époque récente, ce secteur était limité surtout au dollar et à la livre sterling, mais d'autres devises sont maintenant largement utilisées. Par suite notamment des incertitudes concernant les taux d'intérêt et de change, les émissions en deutsche marks ont été substantielles (\$8,2 milliards). Les NTV en dollars ont été principalement émises au troisième trimestre par des banques japonaises, au lendemain d'une décision du ministère des Finances autorisant l'inclusion des emprunts subordonnés dans les fonds propres de la catégorie 2.

Vive contraction
des emprunts
japonais

Répartition des emprunteurs par pays et par secteur. Malgré le marasme du compartiment lié aux actions, les ressortissants japonais sont restés les principaux emprunteurs, avec cependant une baisse des ressources obtenues à \$39 milliards, soit moins de la moitié du chiffre de 1989. Les emprunteurs américains sont demeurés peu actifs, tandis que les européens ont sensiblement intensifié leurs opérations. Sur une base nette, les Britanniques se sont procuré \$17 milliards d'argent frais et conservent largement la première place, suivis par les résidents français et italiens, qui ont emprunté \$11 milliards et \$9 milliards respectivement et gagnent rapidement en importance. Les institutions internationales ont également accentué leur recours aux marchés obligataires internationaux et collecté \$21 milliards en termes nets.

Nette accélération
de l'activité
au premier
trimestre de 1991

Au premier trimestre de 1991, le volume des émissions a atteint le chiffre record de \$91 milliards, sous l'effet de plusieurs évolutions contrastées. Dans un premier temps, de nombreuses opérations ont été temporairement ajournées devant les incertitudes nées de la guerre du Golfe; cependant, les anticipations de baisse des taux d'intérêt, nourries par l'environnement de récession, ont renforcé l'attrait des obligations d'un point de vue conjoncturel. Après la dissipation des craintes d'une extension du conflit, le marché primaire s'est fortement développé. Il convient de souligner l'activité très soutenue dans le compartiment de l'écu, qui a bénéficié

Pays d'origine des émetteurs d'obligations internationales									
Emetteur		Nouvelles émissions				Montant			
		1987	1988	1989	1990	1985	1988	1989	1990
en milliards de dollars EU									
Japon	A	42,4	50,8	96,7	57,9				
	B	36,5	40,3	83,8	38,5	64,1	183,6	265,3	317,7
Etats-Unis	A	22,5	17,2	16,9	21,9				
	B	11,4	6,1	-0,3	1,5	102,7	165,5	162,5	170,3
Royaume-Uni	A	11,1	26,4	24,8	23,2				
	B	9,4	20,1	21,6	16,8	29,8	82,8	98,4	127,8
Canada	A	9,0	12,9	13,3	13,0				
	B	2,1	5,8	4,1	4,2	68,6	97,1	100,6	107,9
France	A	8,4	16,4	13,4	18,1				
	B	3,2	10,0	9,2	10,8	39,0	65,3	74,0	90,8
Autres pays développés ¹	A	60,4	77,1	69,1	68,3				
	B	36,6	48,1	42,0	34,4	149,9	328,6	365,5	429,7
Pays en développement ²	A	2,0	3,8	2,5	7,0				
	B	-1,1	-1,0	-0,9	2,7	27,9	31,7	29,4	33,3
Europe de l'Est	A	0,6	1,2	1,9	1,7				
	B	0,5	1,2	1,8	1,6	0,7	3,2	5,1	7,3
Institutions internationales	A	19,5	20,5	23,1	30,6				
	B	8,4	7,6	12,9	20,5	89,9	140,4	151,5	187,7
Total	A	175,9	226,3	261,8	241,7				
	B	107,0	138,1	174,3	131,0	572,5	1.098,2	1.252,3	1.472,5

A = émissions brutes annoncées; B = émissions effectives, déduction faite des amortissements.
¹ Autres pays déclarants BRI plus pays développés non déclarants. ² Pays en développement OPEP et hors OPEP.
Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.

d'importantes émissions de la part des gouvernements belge, italien et britannique (voir pages 164–165).

Les marchés des instruments financiers dérivés

Instruments financiers à terme et options négociées sur les marchés organisés

Le nombre de contrats à terme et d'options, sur taux d'intérêt et sur devises, négociés sur les marchés organisés, est passé de 290 millions en 1989 à 320 millions. L'expansion la plus marquée a concerné les contrats à terme et options sur taux d'intérêt: 30% en nombre et plus de 50% en encours.

La croissance des opérations à terme et des options négociées sur les marchés organisés s'est accompagnée d'un nouveau déplacement de la répartition géographique des transactions. La part des marchés américains s'est encore repliée, de 69% en 1989 à 65%. Les incertitudes entourant les conditions de l'union monétaire en Allemagne et le coût définitif de l'unification

Expansion marquée des marchés à terme d'instruments financiers et d'options en Europe par suite ...

... de l'évolution
des taux
d'intérêt...

ont favorisé les contrats emprunt d'Etat fédéral et eurodeutsche mark à trois mois, traités sur le London International Financial Futures Exchange (LIFFE). Malgré la poursuite de la politique de rachat de fonds d'Etat par le gouvernement britannique, le contrat sur titres d'Etat à long terme a enregistré une reprise après deux ans de baisse en volume. Ce redressement est principalement imputable aux prévisions selon lesquelles l'entrée de la livre dans le mécanisme de change du SME entraînerait une réduction des taux d'intérêt britanniques et aux anticipations de regain des émissions d'obligations d'Etat par le gouvernement britannique. Le contrat sur les taux d'intérêt à court terme en sterling a également fait l'objet d'une forte progression. La montée des taux d'intérêt et l'accentuation de leur instabilité ont joué un rôle essentiel dans les hausses respectives de 220% et 120% du volume des transactions et des positions ouvertes sur le contrat euro-yen à trois mois négocié sur le Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE). Cette expansion a aussi contribué à stimuler l'activité sur le contrat analogue au Singapore Mercantile Exchange (SIMEX). En revanche, le léger tassement du volume des transactions sur l'eurodollar à trois mois sur le Chicago Mercantile Exchange (CME) peut être dû aux attentes d'un affaiblissement de l'économie aux Etats-Unis et d'une baisse des taux d'intérêt.

L'ouverture de nouveaux marchés, la déréglementation et l'innovation en matière de contrats ont aussi été à l'origine du recours accru aux

Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés dans le monde						
	Volume annuel des contrats					Position ouverte nette à fin 1990
	1986	1987	1988	1989	1990	
	en millions					en milliards de dollars EU
Contrats à terme de taux d'intérêt à court terme	16,4	29,3	33,7	70,2	75,7	1.226,5
dont: eurodollar à trois mois ¹	12,4	23,7	25,2	46,8	39,4	662,6
Contrats à terme de taux d'intérêt à long terme	74,6	116,3	122,6	130,6	142,6	183,7
dont: obligation du Trésor américain ²	54,6	69,4	73,8	72,6	78,1	23,0
emprunt à dix ans de l'Etat japonais ³	9,4	18,4	18,8	19,1	16,4	112,7
Contrats à terme en devises	19,9	21,2	22,5	28,2	29,7	14,4
Options de taux d'intérêt et options de contrats à terme de taux d'intérêt	22,2	29,3	30,5	39,5	51,3	569,4
Options en devises et options de contrats à terme en devises	13,0	18,3	18,2	20,7	18,9	53,1
Total	146,1	214,4	227,6	289,2	318,2	2.047,1
dont: aux Etats-Unis	123,0	161,8	165,7	198,8	206,4	1.166,2
en Europe	9,8	27,2	32,6	49,0	60,8	309,0
au Japon	9,4	18,3	18,8	23,6	32,7	374,0

¹ Sur les marchés suivants: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) et Sydney Futures Exchange (SFE). ² Chicago Board of Trade (CBOT), LIFFE, Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), New York Futures Exchange (NYFE) et Tokyo Stock Exchange (TSE). ³ TSE, LIFFE et CBOT.

Sources: Futures Industry Association; divers marchés de contrats à terme et d'options; calculs BRI.

instruments financiers à terme et autres produits dérivés en Europe. Fin 1990, le marché à terme allemand d'instruments financiers (Deutsche Terminbörse) a commencé à négocier deux contrats à terme, l'un sur l'indice boursier des trente valeurs vedettes de la cote, l'autre sur l'emprunt notional de l'Etat fédéral allemand, qui n'est cependant pas encore parvenu à faire revenir une partie des transactions conclues pour le même contrat du LIFFE. Au Royaume-Uni, la clarification apportée par le Budget de 1991 au sujet du régime fiscal des fonds communs de placement basés sur des contrats financiers à terme est susceptible de donner un nouveau coup de fouet au marché. Enfin, les opérateurs non américains ont pris davantage conscience de la possibilité de gérer leurs risques de taux d'intérêt et de change grâce à ces instruments.

... de la déréglementation et de l'innovation

La concurrence entre marchés, notamment Londres et Paris et entre les Etats-Unis et les autres places, ne s'est pas démentie. Au Royaume-Uni, il a été proposé de fusionner le LIFFE et le London Traded Options Market (LTOM). Certains contrats ont été lancés pour gagner des parts de marché et, dans le cas des contrats emprunt obligataire en écus négociés à Londres et à Paris, les gouvernements français et britannique ont émis début 1991 des titres livrables sur ces marchés dans l'intention de promouvoir leur place respective.

Concurrence entre places financières ...

L'un des traits majeurs de 1990 est l'accord conclu entre deux des principaux marchés à terme d'instruments financiers, le CME et le Chicago Board of Trade (CBOT), pour mettre au point conjointement un système informatisé d'enregistrement des ordres et de compensation des opérations, GLOBEX, qui devrait fonctionner en continu. Ce projet est essentiellement considéré comme une tentative de réorientation de l'activité vers les marchés américains. Néanmoins, il semble que, à plus ou moins long terme, toutes les transactions seront acheminées par un système informatisé, ce qui aura des implications considérables pour ce secteur. En particulier, l'activité pourrait ne plus être effectuée au parquet boursier. En dehors d'un coût d'équipement moindre, les transactions automatisées fourniraient une meilleure transparence, facteur dont l'importance a été récemment soulignée par la découverte d'irrégularités sur certains marchés.

... et développement des marchés informatisés

Contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises

Le marché des contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises et de produits dérivés négociés de gré à gré a connu une forte croissance en 1989 et au premier semestre de 1990 (dernière période pour laquelle on dispose de données), bien que le rythme d'expansion se soit légèrement ralenti par rapport aux années antérieures. A la fin de 1989, l'encours du principal notional des contrats d'échange de taux d'intérêt s'élevait à \$1.500 milliards, soit 50% de plus qu'à la fin de l'année précédente, et \$560 milliards ont été conclus au premier semestre de 1990. Les contrats d'échange de taux d'intérêt sur devises autres que le dollar ont continué à gagner en importance et représentaient 48% des contrats conclus au premier semestre de 1990, contre 24% seulement au cours de la période correspondante de 1987, début de la collecte de statistiques sur ce marché. En termes

Expansion des contrats d'échange de taux d'intérêt sur devises autres que le dollar

absolus, les contrats d'échange de taux d'intérêt sur deutsche mark, yen, livre sterling et franc suisse ont enregistré une expansion particulièrement forte. Cette évolution s'explique principalement par l'accueil de plus en plus favorable rencontré par les contrats d'échange auprès de plus larges groupes d'utilisateurs finals en dehors des Etats-Unis, par la hausse des taux d'intérêt sur ces monnaies et par l'accentuation de leur instabilité. Dans le compartiment du dollar, les craintes d'une récession aux Etats-Unis et le renforcement des anticipations de baisse des taux d'intérêt ont dissuadé certaines contreparties de s'engager dans des contrats d'échange en tant que débiteurs de taux fixes.

Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt						
	Dollar EU	Yen japonais	Livre sterling	Deutsche mark	Divers	Total
	en milliards de dollars EU					
Valeur du principal notionnel ¹ à fin 1989	993,7	128,0	100,4	84,6	195,9	1.502,6
par contrepartie:						
utilisateur final	622,6	66,9	60,4	52,0	153,6	955,5
interbancaire (membre ISDA) ²	371,1	61,1	40,0	32,6	42,3	547,1
Valeur du principal notionnel ¹ des nouveaux contrats, 1er semestre 1990	294,6	67,5	59,6	48,4	91,4	561,5
par contrepartie:						
utilisateur final	179,9	33,8	33,8	29,7	61,1	338,3
interbancaire (membre ISDA) ²	114,7	33,7	25,8	18,7	30,3	223,2

¹ Montant sous-jacent hypothétique sur la base duquel sont établis les paiements des contrats d'échange. ² Après ajustement pour tenir compte des duplications d'écritures de positions transmises par les membres ISDA.

Source: International Swap Dealers Association (ISDA), Inc.

Développement
moins rapide
des contrats
d'échange
de devises

Le marché des contrats d'échange de devises a été légèrement moins soutenu que celui des contrats de taux d'intérêt. A la fin de 1989, l'encours du principal notionnel atteignait \$450 milliards, soit 40% de plus qu'à la fin de l'année précédente. Toutefois, le volume conclu au premier semestre de 1990 (\$95 milliards) était similaire, sans plus, à celui du second semestre de 1989, mais une proportion supérieure se rapportait à des devises autres que le dollar. Les marchés des autres instruments dérivés liés aux contrats d'échange de taux d'intérêt, à savoir les taux plafonds et planchers et les swaps optionnels («swaptions»), ont enregistré une croissance marquée à la fin des années quatre-vingt et, au terme de 1989, le montant total du principal notionnel s'élevait à \$450 milliards. Au premier semestre de 1990, \$145 milliards de contrats ont été négociés.

Modification
structurelle
des opérations
d'échange

L'an passé, le marché des contrats d'échange a aussi évolué à d'autres égards. Premièrement, par suite surtout du recours croissant à ces instruments, l'intégration des différents marchés des capitaux s'est renforcée, si bien que les occasions importantes de réaliser des arbitrages sont plus rares

Composition des contrats d'échange de devises conclus au 1er semestre de 1990

Devise	Montant total notionnel ^{1,2}	dont		dont	
		contre dollar EU ²	contre autres devises ²	utili- sateur final	fixe/ variable ²
en milliards de dollars EU					
Yen japonais	42,3	20,9	21,4	28,1	18,0
Dollar australien	16,4	5,0	11,4	10,5	2,7
Franc suisse	15,4	7,4	8,0	12,4	7,5
Deutsche mark	12,2	6,1	6,1	9,1	4,2
Ecu	8,4	4,3	4,1	6,3	5,3
Livre sterling	8,1	3,0	5,1	5,3	3,5
Dollar canadien	7,2	6,1	1,1	6,2	2,7
Sous-total	110,0	52,8	57,2	77,9	43,9
Divers	16,9	9,5	7,4	13,0	8,3
<i>moins: duplications des contrats entre devises autres que le dollar</i>	-32,3	—	-32,3	-22,8	-7,4
Total	94,6	62,3	32,3	68,1	44,8

¹ Montant sous-jacent hypothétique sur la base duquel sont établis les paiements des contrats d'échange. ² Après ajustement pour tenir compte des duplications d'écritures de positions transmises par les membres ISDA.

Source: ISDA.

que dans le passé et plus éphémères. A l'exception notable du compartiment obligataire en écus, qui a profité de la persistance de possibilités spécifiques d'arbitrage, l'utilisation des contrats d'échange concurremment avec de nouvelles émissions semble avoir été moins fréquente. Deuxièmement, les années précédentes, le financement des opérations à effet de levier avait été monté à taux variables, et les contrats d'échange ainsi que les contrats de couverture contre une hausse des taux d'intérêt avaient donné aux emprunteurs les moyens de se protéger contre les risques de taux d'intérêt. La diminution en 1990 des rachats d'entreprises par endettement et autres transactions liées aux fusions a réduit la demande de contrats d'échange des utilisateurs finals et modifié la composition des participants du marché.

Les opérateurs ont été de plus en plus sensibles au risque de crédit. Le déclassement de nombreuses banques et les défaillances de DFC, Drexel Burnham Lambert et de la British and Commonwealth Merchant Bank ont été indirectement à l'origine de l'élargissement des marges à l'égard de plusieurs participants et ont réduit la capacité concurrentielle de certaines institutions. Le montage de contrats d'échange à assez long terme pour des entités n'ayant pas la meilleure cote de crédit est également devenu plus difficile. En outre, l'introduction imminente de normes de fonds propres concernant le risque de crédit afférent aux contrats d'échange, en vertu de l'accord de Bâle, a probablement affecté le volume et les caractéristiques des nouvelles opérations, notamment dans le cas des contrats sur devises.

Sensibilité accrue
au risque de crédit

Aspect juridique L'importance de cette sensibilité au risque de crédit a été soulignée par la décision de janvier 1991 de la Chambre des Lords, juridiction suprême du Royaume-Uni, selon laquelle les collectivités locales n'étaient pas habilitées à conclure des contrats d'échange et autres opérations connexes. Elle impliquait que toutes les obligations existantes à la charge des collectivités locales en vertu de ces contrats étaient nulles et non avenues et que les banques étaient menacées de subir de très lourdes pertes. Même si nombre d'entre elles avaient déjà constitué des provisions après les décisions des juridictions inférieures, cet arrêt a entraîné une forte baisse des cours des actions de certaines. Parallèlement, il a remis en cause la validité des autres contrats d'échange conclus avec des contreparties qui ne sont pas constituées sous forme de sociétés, telles que les établissements de crédit hypothécaire et les caisses de retraite.

Compensation
des contrats
d'échange

Les opérateurs du marché se sont efforcés de réduire le risque de contrepartie en élucidant la question de la validité juridique de la compensation des contrats d'échange bilatéraux, selon les procédures définies dans l'accord-cadre de l'ISDA (International Swap Dealers Association). Cet accord prévoit une forme spécifique, à savoir la compensation par liquidation, par laquelle les obligations réciproques de paiement concernant les différents produits se compensent mutuellement en cas de défaillance de l'une des contreparties. La législation sur l'applicabilité de cette compensation des contrats d'échange aux cas de faillite a été votée en 1990 aux Etats-Unis et fournit un cadre clair aux procédures de liquidation judiciaire pour les contreparties américaines dans des contrats d'échange et autres instruments connexes. A l'heure actuelle, pour la mesure des risques de crédit, l'accord de Bâle sur les fonds propres ne reconnaît que la compensation par novation, définie comme le remplacement en droit d'une série de contrats synallagmatiques par un nouveau contrat pour chaque devise et chaque date de valeur séparément. Cependant, des travaux sont en cours afin de revoir cette question à la lumière du rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires (voir Chapitre IX).

Contrats d'échange sur matières premières et autres instruments dérivés liés aux matières premières

Progression
constante
des contrats
d'échange
sur matières
premières

La capacité du marché des contrats d'échange à créer de nouveaux produits parfaitement adaptés aux besoins des utilisateurs finals constitue un facteur clé de son expansion. La forte hausse des prix du pétrole et l'accentuation de leur instabilité l'an dernier ont contribué à stimuler les contrats d'échange sur matières premières ainsi que les contrats liés à leurs cours et négociés sur des marchés organisés. Ces instruments reposent sur l'échange de paiements fixes contre des paiements variables rattachés au cours d'une matière première, à l'instar des contrats d'échange de taux d'intérêt fixe/variable, dont ils peuvent donc être considérés comme une extension. Bien que le troc, le commerce compensé et les contrats à terme sur matières premières partagent nombre des caractéristiques de ces contrats d'échange, on note d'importantes différences au profit de ces derniers: la nature de

l'application (couverture ou autre), l'horizon temporel plus long, la gamme des produits disponibles (couvertures, taux plancher et taux plafond, etc.), l'éventail d'indices employés et l'engagement de banques en qualité de contreparties. De fait, l'expansion des opérations de contrats d'échange sur produits pétroliers s'est accompagnée d'une sensible augmentation des contrats financiers à terme à plus longue échéance. Cependant, même les contrats de cette nature n'offrent qu'une couverture momentanée, tandis que de nombreux utilisateurs finals souhaitent garantir un cours moyen qui puisse protéger un flux de trésorerie intégré dans un budget. Seul un instrument de gré à gré peut s'adapter précisément à un tel besoin.

Trois facteurs ont contribué à la très vive croissance des deux dernières années. Premièrement, en juillet 1989, la Commission fédérale de surveillance des marchés à terme de matières premières (Commodity Futures Trading Commission) a approuvé une disposition concernant les opérateurs situés aux Etats-Unis. Aux termes de celle-ci, les contrats d'échange sur matières premières ne sont pas considérés comme contrats à terme d'instruments financiers, c'est-à-dire qu'il n'est pas obligatoire qu'ils soient normalisés ou négociés sur des marchés organisés. Deuxièmement, ils ont bénéficié des infrastructures bien développées des marchés de contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises. Enfin, comme déjà indiqué, leur utilisation a été stimulée par la forte augmentation de l'instabilité des Bourses de matières premières, en particulier depuis août 1990. Jusqu'à l'été dernier, le montant total notionnel du marché des échanges et des options sur indices de matières premières était estimé à \$7-10 milliards. Après l'invasion du Koweït, on pense qu'il a atteint \$40-50 milliards.

Par catégorie de matières premières, les contrats liés aux produits énergétiques représenteraient, selon les estimations, plus de 80% du marché. Par type de contrats, le marché comporte environ 75% de contrats d'échange, le reste étant des options. L'échéance initiale de la plupart des contrats est inférieure à deux ans; on estime à 10% seulement la part des échéances supérieures à quatre ans. La gamme des utilisateurs finals semble être très vaste et comprend les participants aux marchés du pétrole et autres matières premières, des sociétés de transport ainsi que des spéculateurs. Certains gros producteurs interviennent en qualité de teneurs de marché, en plus des banques commerciales et d'affaires et des compagnies d'assurances.

Facteurs de
l'expansion rapide

Evolution récente du marché de l'écu privé

L'utilisation croissante de l'écu a constitué l'un des traits dominants des marchés internationaux des capitaux l'an dernier. Les émissions effectives d'obligations se sont élevées à \$18 milliards, contre \$12 milliards en 1989 et l'encours des euro-effets est passé de \$3,5 milliards à \$8,4 milliards. Parallèlement, les émissions obligataires des gouvernements européens destinées aux marchés nationaux ont fait un bond de \$10 milliards à \$15 milliards. Les Trésors italien et britannique ont de nouveau procédé à d'importantes émissions de titres nationaux à court terme libellés en écus. Enfin, sur les marchés dérivés, les contrats d'échange de taux d'intérêt sur

Utilisation croissante de l'écu dans tous les compartiments des marchés internationaux

Profonde
modification de
la position nette
des banques
en écus

écus ont vigoureusement augmenté et les contrats à terme et d'options se sont multipliés.

En termes bruts, l'expansion de cette activité bancaire internationale s'est poursuivie à un rythme rapide. L'augmentation du total des avoirs des banques déclarantes BRI (\$24 milliards, soit 14%) a été du même ordre de grandeur qu'au cours des deux années antérieures, mais les engagements ont enregistré une croissance sans précédent de \$36 milliards, soit de 23%. De ce fait, à la fin de l'année, les avoirs et engagements des banques déclarantes étaient pratiquement équilibrés pour la première fois dans l'histoire du marché. Alors qu'auparavant l'excès de demande de crédits signifiait que, dans une large mesure, les banques devaient créer les écus elles-mêmes, l'abondance des dépôts l'an dernier a offert des occasions d'arbitrage permettant de démembrer cette unité composite. De fait, certaines banques sont passées d'une position créditrice nette à une position débitrice nette. Après élimination des duplications d'écritures résultant des opérations interbancaires, on peut estimer que l'encours des crédits bancaires en écus s'est accru de \$18 milliards, soit de 38%, pour s'établir à \$65 milliards en fin d'année. Si, du côté des emplois, l'élément essentiel a été la désagrégation d'écus par les banques dans les différentes monnaies composantes, du côté des origines, on a constaté un élargissement sensible de la nature et de la nationalité des déposants, par l'intermédiaire notamment des fonds fiduciaires des banques suisses et des dépôts officiels.

Marché de l'écu privé							
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Montant à fin 1990
	en milliards de dollars EU						
Total des prêts bancaires ¹							
Brut	17,2	6,2	11,1	23,4	24,6	23,7	194,6
Net ²	9,0	5,0	8,0	12,0	10,0	18,0	65,0
Emissions obligataires internationales							
Brutes effectives	7,3	6,3	8,4	10,9	12,0	17,6	
Nettes	7,2	5,9	7,5	9,8	6,7	11,2	74,6
Tirages d'euro-effets						4,9	8,4
Emissions obligataires nationales							
Brutes effectives	2,0	1,7	2,0	8,4	10,3	15,0	
Nettes	2,0	1,7	2,0	8,4	8,7	13,9	47,8
Bons du Trésor							
Bruts	0,0	0,0	2,0	8,3	19,5	20,2	
Nets	0,0	0,0	2,0	6,5	3,7	-2,4	11,4
Pour mémoire: avoirs officiels de réserve en écus privés ¹	0,8	1,1	1,4	8,1	7,3	13,7	36,9
¹ A taux de change constants de fin de période. ² Moins duplications d'écritures sur l'interbancaire. Sources: autorités nationales; AIBD; Euroclear.							

Du fait de l'absence de risques de taux de change perçus et du démantèlement des mesures de contrôle des changes encore en vigueur en Europe, les divers marchés de l'écu ont suscité un grand attrait pour les emprunteurs des pays à taux d'intérêt élevés et les investisseurs des pays à taux d'intérêt faibles. Cependant, le soutien officiel accordé au sein de la Communauté européenne a joué un rôle décisif dans l'expansion des marchés. Premièrement, ces derniers ont été de plus en plus utilisés pour le placement des réserves officielles. C'est ainsi que les avoirs en dépôts et en titres libellés en écus des autorités monétaires officielles se sont accrus de 60%, à taux de change constants, et s'établissaient à \$37 milliards à la fin de 1990. Deuxièmement, le développement des techniques de couverture et d'arbitrage a été stimulé par le soutien officiel donné à l'introduction des instruments dérivés en écus sur les marchés organisés. L'incitation la plus importante a cependant été le volume sans précédent d'obligations, de bons et d'effets émis par les gouvernements de la CE eux-mêmes et par les instances supranationales de l'Europe.

Soutien officiel
à l'expansion
du marché

Les emprunteurs officiels nationaux et supranationaux ont compté pour moitié environ dans le total de \$18 milliards d'euro-émissions en écus en 1990. A la fin de l'année, ils représentaient près de 40% des \$75 milliards d'encours. A cela s'ajoutaient \$48 milliards d'obligations et d'effets placés par les gouvernements français, italien, grec et espagnol sur leur marché national, ainsi que \$11 milliards de bons du Trésor émis par l'Italie et le Royaume-Uni. Ces émissions des instances officielles ont été décisives pour le résultat d'ensemble du marché de l'écu privé, pour trois raisons essentielles. D'abord, leur ampleur (écus 1 milliard au minimum) a nettement amélioré la liquidité du marché. Ensuite, la diversité de leurs échéances – allant de un mois (dans le cas des bons du Trésor britannique) à quinze ans et, plus récemment, à vingt ans (pour la dernière émission italienne) – signifie qu'une gamme complète de taux de référence a été créée. Enfin, ces émissions, combinées à l'introduction d'instruments dérivés tels que le contrat à terme normalisé sur emprunt d'Etat notionnel à long terme lancé sur le marché à terme de Paris (MATIF), ont multiplié les occasions d'utiliser l'écu à des fins de couverture ou de spéculation, ce qui a conduit à une structure de prix plus concurrentielle et à une augmentation de l'activité sur les marchés primaires et secondaires.

De ce fait, la demande d'actifs libellés en écus a largement dépassé la petite clientèle traditionnelle, pour englober une vaste gamme d'investisseurs institutionnels, appartenant ou non à la Communauté. Ce renforcement de la demande d'actifs en écus a entraîné à son tour une baisse des rendements réels au-dessous des rendements synthétiques théoriques. Parallèlement, le volume de l'activité sur le marché secondaire a doublé par rapport à ses niveaux de 1989.

Modifications
de la structure
des rendements
sur les actifs
en écus

L'activité s'est encore accélérée au premier trimestre de 1991, avec l'annonce de nouvelles émissions obligataires pour un volume sans précédent (\$17 milliards). Les émetteurs souverains et supranationaux ont renforcé leur rôle prépondérant sur ce compartiment et ont représenté près des quatre cinquièmes du total. On a relevé, en particulier, une méga-émission d'écus 1,25 milliard, mise sur le marché par la Belgique et

Volume record
des émissions
en écus au premier
trimestre
de 1991

utilisée pour refinancer des obligations en deutsche marks et en francs suisses venant à échéance, et une autre opération d'écus 2,5 milliards du Royaume-Uni explicitement destinée à développer encore le marché londonien de l'écu. En février, l'Italie a collecté écus 2,5 milliards à vingt ans. Le lancement du contrat emprunt obligataire en écus sur le LIFFE début mars et l'introduction de nouveaux contrats à terme et d'options de gré à gré ont également renforcé la profondeur et la liquidité du marché.

La situation de l'endettement international

Légère
amélioration
de la situation
des pays en
développement
lourdement
endettés

La situation de l'endettement international s'est de nouveau légèrement améliorée l'an dernier. Malgré les résultats très différents enregistrés par les pays en développement en matière de croissance et d'exportations, analysés par ailleurs dans le présent Rapport, les pays débiteurs en difficulté, notamment les quatorze pays lourdement endettés du plan Baker, sont parvenus à faire baisser quelque peu leurs ratios endettement/exportations et service de la dette. La première expérience de réduction dans le cadre de programmes bénéficiant d'une garantie officielle a été positive. De gros débiteurs continuent cependant de rencontrer de sérieux problèmes pour réformer leur économie et rétablir des relations normales avec leurs créanciers. En outre, après des années de paiements irréprochables, certains pays d'Europe de l'Est ont eu du mal à respecter les échéances.

L'endettement extérieur total des soixante-seize pays qui ont connu des problèmes de service de la dette durant les quatre ans écoulés a augmenté de \$32 milliards, soit de 4% en dollars courants. Cet accroissement résulte principalement des variations de taux de change. Comme les deux années précédentes, les banques commerciales ont réduit leurs créances sur ces pays et, en fin d'année, elles ne détenaient plus que 40% de l'ensemble des créances extérieures envers eux, contre 55% en 1983. Bien que de nombreuses banques aient continué à profiter de toutes les occasions de réduire leurs risques, on a constaté par la suite une révision de la stratégie de certains prêteurs. Les cours sur le marché secondaire se sont inscrits en hausse sensible dans quelques cas et les banques se sont montrées un peu moins réticentes à apporter de l'argent frais dans des programmes d'allègement de dette assortis d'un soutien officiel.

Nouvelle
accumulation
d'arriérés
d'intérêts

L'an dernier, les pays éprouvant des difficultés pour assurer le service de leur dette ont de nouveau accumulé des arriérés d'intérêts, qui représentaient quelque 5% de l'encours à la fin de 1990, soit le ratio le plus élevé jusqu'à présent. L'aggravation de ce problème est en grande partie imputable à l'augmentation substantielle des arriérés dans quelques pays, essentiellement au Brésil et en Argentine. Cependant, comme une douzaine de pays environ ont réussi à s'acquitter de leurs obligations en retard, souvent dans le contexte de plans de restructuration plus généraux, l'accroissement net (\$8 milliards) ne ressort qu'à la moitié de celui de 1989.

Restructuration
de la dette
en application
du plan Brady

Un certain nombre de pays débiteurs, notamment le Mexique, les Philippines, le Costa Rica, le Venezuela et l'Uruguay, sont parvenus à des accords de restructuration avec les banques créancières dans le cadre du

plan Brady. Ces accords prévoyaient en principe concurremment une réduction pure et simple de la dette, un allègement du service financier ainsi qu'un apport d'argent frais par les banques créancières. L'importance de la décote dans chaque plan reflétait généralement les cours sur le marché secondaire et les banques étaient incitées à participer du fait que le principal et les taux révisables étaient garantis. Les institutions multilatérales telles que le FMI et la Banque mondiale, les gouvernements des principaux pays industrialisés et les réserves des pays débiteurs eux-mêmes ont assuré le financement des sûretés supplémentaires. Plusieurs accords contenaient notamment une disposition prévoyant l'augmentation des versements au titre du service de la dette dans le cas d'une amélioration substantielle de la situation économique du débiteur, en particulier de ses termes de l'échange. En revanche, les créanciers ne se sont pas engagés à consentir des réductions ou des fonds supplémentaires en cas de détérioration inattendue.

Dans ce cadre général, les divers accords de restructuration de la dette conclus au titre du plan Brady ont varié en fonction de la situation des débiteurs et des stratégies des banques. Dans les programmes de la fin de 1989 et du début de 1990 avec le Mexique, le Costa Rica et les Philippines, les banques ont montré une nette préférence pour la réduction de l'encours et du service de la dette. Pour le Costa Rica, la fourniture de nouvelles ressources n'a même pas figuré dans l'éventail des options. En revanche, dans les accords passés avec le Venezuela et l'Uruguay plus tard dans l'année, les banques ont accepté d'apporter de l'argent frais. Le plan concernant le Venezuela comportait aussi une gamme d'options plus vaste, afin de susciter un degré élevé de participation parmi des banques partagées sur la nécessité d'alléger la dette et ayant des stratégies commerciales différentes vis-à-vis des pays en développement.

Au printemps 1991, les restructurations sous l'égide du plan Brady touchaient près de \$80 milliards de passif à moyen et long terme à l'égard de banques commerciales et ont abouti à effacer un volume de créances de \$12 milliards environ, à diminuer la charge des intérêts pour un montant équivalant à \$11 milliards et à apporter de nouvelles ressources à concurrence de \$3 milliards. Pour bénéficier de ces avantages, les pays concernés ont dû utiliser leurs propres réserves à hauteur de \$3,5 milliards et emprunter \$7,6 milliards additionnels au titre de garanties supplémentaires.

L'importance de l'allègement de la dette procuré par ces opérations est très modeste, en termes de flux de trésorerie ou par rapport au montant total de l'encours. Néanmoins, grâce au succès des programmes d'ajustement structurel, plusieurs pays débiteurs paraissent désormais en mesure d'attirer des capitaux privés. Ces entrées n'ont pas encore pris la forme de financement des balances des paiements par les banques commerciales, mais résultent principalement de l'accroissement des placements en actions et du retour de capitaux évadés.

Face à la nécessité de renforcer leurs fonds propres et, dans certains cas, d'accepter des pertes sur leurs exigibilités internes, les banques ont généralement été très réticentes à augmenter leurs créances sur les pays en développement. Les nouveaux concours ont été essentiellement limités à

Grande souplesse d'application au cas par cas

Aspects quantitatifs

Prêts spontanés limités...

Evolution de la dette extérieure de certains pays							
	Montant					Variation, hors effets de change	
	1983	1987	1988	1989	1990	1989	1990
	en milliards de dollars EU						
Brésil							
Endettement total	98,1	123,6	115,6	111,3	113,8		
dont: à l'égard des banques	71,3	81,0	76,0	70,8	65,2	-5,5	- 7,1
Dépôts bancaires	11,4	13,5	16,3	16,1	17,5	-0,2	1,2
Mexique							
Endettement total	93,0	109,4	100,8	95,6	96,0		
dont: à l'égard des banques	72,1	75,8	71,5	70,1	55,0	-1,2	-15,4
Dépôts bancaires	18,0	30,1	24,4	22,7	26,3	-1,6	3,4
Argentine							
Endettement total	45,9	58,4	58,7	64,7	60,5		
dont: à l'égard des banques	27,4	35,3	37,6	32,3	29,8	-5,4	- 3,5
Dépôts bancaires	8,7	10,2	12,3	14,1	14,9	1,8	0,6
Union soviétique							
Endettement total	26,9	39,2	43,0	54,0	60,0		
dont: à l'égard des banques	16,2	33,3	36,9	44,8	42,1	7,5	- 6,2
Dépôts bancaires	10,9	14,1	15,3	14,7	8,7	-0,7	- 6,5
Pologne							
Endettement total	26,3	42,6	42,1	43,3	46,5		
dont: à l'égard des banques	11,3	12,3	10,6	10,3	11,3	-0,6	0,0
Dépôts bancaires	1,2	3,0	3,6	3,9	7,8	0,2	3,5
Venezuela							
Endettement total	38,3	35,3	35,5	33,1	36,2		
dont: à l'égard des banques	28,3	25,0	25,6	24,1	17,6	-1,6	- 7,1
Dépôts bancaires	17,1	16,2	15,8	16,3	20,8	0,5	4,4
Remarque: le terme «banques» désigne uniquement les banques déclarantes BRI. Les données concernant l'endettement total pour 1990 sont provisoires. Pour l'Union soviétique et la Pologne, endettement en monnaies convertibles seulement.							
Sources: BRI; FMI; Banque mondiale.							

des entreprises au Chili, au Mexique, en Uruguay et au Venezuela, bien que le Chili ait également obtenu \$320 millions par le biais d'un crédit consor-
tial sous forme d'euro-obligations. Dans une large mesure, les financements
ont été liés à des projets et garantis souvent par les créances à recouvrer
ou les dépôts à l'étranger des entreprises emprunteuses. De tels accords,
destinés à réduire au minimum les risques de contrepartie et de transfert,
soulignent la prudence des banques dans l'octroi de crédits commerciaux à
des emprunteurs situés dans les pays ayant connu récemment des pro-
blèmes d'endettement.

... mais retours
notables de
capitaux évadés
et entrées sous
forme de prises
de participations...

Comparativement aux montants limités obtenus par financements ban-
caires ou obligataires, les retours de capitaux évadés et les entrées de fonds
investis en actions ont été notables dans certains pays d'Amérique latine.
Les participations ont été effectuées indirectement par le placement des
actions sur des marchés boursiers étrangers ou dans le cadre de fonds de
placement nationaux, ces deux formules donnant aux investisseurs un degré
de liquidité qu'ils ne trouveraient pas par acquisitions directes sur les marchés

internes. C'est surtout par le biais de conversions de dettes en participations, cependant, que les étrangers ont investi sous cette forme.

En 1990, les pays d'Amérique latine ont recouru à de telles conversions pour un montant de \$12 milliards environ, dont \$3,5 milliards pour le Mexique, \$1 milliard pour le Chili et \$0,7 milliard pour le Venezuela. C'est l'Argentine, pays que ses tentatives infructueuses de réforme et la médiocrité de ses résultats macro-économiques avaient jusqu'ici empêché de conclure un accord dans le cadre du plan Brady, qui a réalisé la plus importante réduction de dette en échange d'actions. L'allègement de son endettement (\$7 milliards) a été lié à la privatisation d'entreprises publiques et n'a exercé, de ce fait, qu'un effet modeste sur l'expansion de la masse monétaire interne. Dans certains autres pays, la possibilité de conversions de dettes en participations a été limitée par les préoccupations concernant leurs conséquences monétaires.

... combinées
à des conver-
sions de dettes

L'opération de conversion en Argentine est importante non seulement parce qu'elle a sensiblement réduit l'endettement bancaire du pays mais aussi parce que les renonciations des banques, exigées à cet effet, dénotent une amélioration des relations, auparavant tendues, de l'Argentine avec ses créanciers. Cette atmosphère plus constructive a été favorisée par la reprise de versements d'intérêts, modestes mais réguliers, aux banques après plus de deux ans de suspension complète. Cependant, les arriérés d'intérêts de l'Argentine ont continué de s'accumuler et atteignaient \$7,5 milliards environ à la fin de 1990.

Prolongement
des négociations
entre les banques
et l'Argentine ...

Le traitement des arriérés d'intérêts a constitué l'un des principaux thèmes des négociations entre le Brésil et ses créanciers sur la restructuration de quelque \$50 milliards de passif à l'égard des banques. Ce printemps, le Brésil et son comité consultatif bancaire sont cependant parvenus à un accord provisoire sur plus de \$8 milliards d'arriérés accumulés depuis la suspension de ses paiements en juillet 1989. Ce projet d'accord prévoit la conversion en obligations des trois quarts environ des intérêts en retard, le reste devant être payé par le Brésil au cours de l'année.

... et le Brésil

Depuis 1988, le nombre et les catégories de pays bénéficiaires de programmes d'allègement de la dette assortis d'une garantie officielle augmentent progressivement. Les pays les plus pauvres de l'Afrique subsaharienne ont été les premiers à profiter d'initiatives officielles conduisant à une réduction de la dette. Puis, en 1989, il a été décidé que les ressources ainsi mises à disposition pourraient être utilisées au cas par cas pour soutenir des opérations diminuant le fardeau du passif bancaire de pays lourdement endettés à revenu intermédiaire qui mettent en œuvre des programmes globaux de réforme.

Importance
accrue des
allègements de
la dette officielle

Lors du sommet de Houston en juillet 1990, les dirigeants des principaux pays industrialisés ont encouragé le Club de Paris à étudier de nouvelles possibilités pour résoudre le problème de l'endettement des pays à revenu intermédiaire plus faible. La Pologne est l'un des premiers candidats à avoir bénéficié de cette initiative. Contrairement aux pays lourdement endettés à revenu intermédiaire couverts par les plans Baker et Brady, la dette extérieure (\$46,5 milliards au total) de la Pologne porte pour plus des

deux tiers sur des créanciers officiels. En mars 1991, le Club de Paris a accepté le principe que cette dette bilatérale devrait être réduite de 50% en valeur nette actuelle, en deux étapes, 30% étant annulés en 1991-94 et 20% ultérieurement, à condition que la Pologne atteigne les objectifs économiques prévus dans le programme d'ajustement structurel et de stabilisation sous l'égide du FMI. Les versements d'intérêts seront également abaissés de 80% pendant trois ans.

Problèmes
croissants pour le
service de la dette
en Europe de l'Est

Bien que la Pologne soit le seul pays d'Europe de l'Est à éprouver des problèmes chroniques d'endettement, certains autres pays de cette région ont commencé à rencontrer des difficultés. La Bulgarie a annoncé un moratoire sur le service de sa dette bancaire en mars 1990, ce qui a amené les banques à reconsidérer leur position vis-à-vis d'autres pays de la région, même de ceux qui se sont acquittés normalement du service de leur endettement. En avril 1991, le Club de Paris a accepté de rééchelonner \$1,8 milliard de dettes de la Bulgarie envers les créanciers officiels étrangers. En outre, l'Union soviétique, longtemps considérée comme l'un des débiteurs souverains les plus fiables, a différé pendant la majeure partie de l'année plus de \$5 milliards de remboursements de crédits commerciaux occidentaux.

L'Égypte a également bénéficié de plans de réduction de sa dette au cours de la période sous revue. Les États-Unis ont consenti à effacer \$7 milliards de créances en reconnaissance de la contribution égyptienne à la guerre du Golfe.

Difficultés persis-
tantes en Afrique
subsaharienne

Les pays de l'Afrique subsaharienne ont continué de se débattre avec le lourd fardeau de leur endettement extérieur, contracté largement à l'égard de créanciers officiels. Entravés par la rapidité de la croissance de la population, la faiblesse des taux d'investissement et l'étroitesse de la base de production et d'exportation, ces pays n'ont pas été en mesure de faire face à plus de 40% de leurs obligations prévues au titre du service de la dette. Plusieurs accords de rééchelonnement ont été conclus, certains à des conditions très privilégiées, et les gouvernements des pays industrialisés ont fait grâce de près de \$5 milliards de concours officiels d'aide au développement. La valeur nette actuelle des réductions accordées en vertu de l'accord de Toronto sur les crédits officiels bilatéraux ne s'est élevée qu'à \$0,8 milliard durant les neuf premiers mois de l'année. Malgré l'aide importante qu'ils ont reçue jusqu'à présent, ces pays restent en proie à de redoutables problèmes de service de la dette et, lors de la conférence du Commonwealth à Trinidad en septembre 1990, un nouvel allègement de leur dette officielle a été proposé.

Évaluation
des programmes
de réduction
de la dette

Après trois ans d'expérience d'allègement de la dette dans le cadre d'une action assortie d'une garantie officielle en faveur d'un groupe très varié de pays, on est en droit de penser que cette formule peut jouer un rôle utile pour aider à réorganiser les économies par le biais de programmes globaux de réformes structurelles et de stabilisation macro-économique. Par ailleurs, certaines des préoccupations antérieures concernant les dangers de l'allègement de la dette se sont estompées. Le lien entre réduction de l'encours et du service de la dette et application de

politiques économiques saines a apaisé les craintes de voir accorder des allègements à un nombre toujours plus grand de pays, sans influence durable sur leur économie. Face au problème du traitement équitable des créanciers, la solution a consisté à fournir une vaste gamme d'options, en les faisant concorder avec les décotes du marché secondaire et en incorporant des clauses permettant aux créanciers de partager tout gain substantiel inattendu.

Enfin, la crainte que l'existence de programmes de réduction de la dette n'amène d'autres pays à assurer moins scrupuleusement le service de leur dette ne semble pas s'être matérialisée. Les débiteurs ont remarqué que les banques faisaient preuve d'une extrême prudence dans l'octroi de crédits à des pays ayant eu des difficultés à s'acquitter du service de leur dette, même à ceux dont l'endettement a été diminué de façon importante dans le cadre de programmes bénéficiant d'un soutien officiel. En fait, la condition sine qua non pour la reprise des entrées spontanées de capitaux privés n'est pas l'allègement de la dette sous la forme d'une action officielle mais la mise en œuvre et la réussite d'un programme d'ajustement fondamental qui améliore durablement les perspectives économiques du pays.

VII. Evolutions et politiques monétaires

Faits saillants

L'an dernier, la politique monétaire a encore visé à s'opposer à une accen-tuation des tensions inflationnistes, au Japon et en Allemagne, tandis qu'elle était assouplie aux Etats-Unis en réaction aux premiers signes de récession. Les taux d'intérêt à court terme ont pu baisser fortement dans d'autres pays où une politique assez restrictive avait été mise en place auparavant pour lutter contre la hausse des prix.

Dans les principales économies, une nette réorientation vers des objectifs internes s'est reflétée dans l'importance accordée aux agrégats de monnaie et de crédit, particulièrement aux Etats-Unis, qui ont vivement réagi aux signes d'une raréfaction brutale du crédit («credit crunch») mena-çant d'aggraver la récession. Dans les autres pays où l'on a observé un dur-cissement des conditions de l'offre de crédit et une diminution des prix des actifs, ces évolutions ont été attribuées à la spéculation excessive anté-rieure et aux politiques monétaires anti-inflationnistes appliquées auparavant.

En dépit de la convergence des taux d'inflation et d'intérêt parmi les pays de la Communauté européenne ces dernières années, des perspectives économiques divergentes ont soulevé de nouvelles questions au sujet du fonctionnement de la quasi-union monétaire déjà réalisée au sein du méca-nisme de change du SME (MCE). Dans certains pays, il reste beaucoup à faire en matière de convergence. Néanmoins, les négociations relatives aux mesures supplémentaires à prendre pour progresser vers l'union monétaire en Europe sont entrées dans une nouvelle phase avec la convocation de deux conférences intergouvernementales en décembre 1990. Il est large-ment admis que tout nouveau dispositif doit institutionnaliser le rôle priori-taire de la stabilité des prix et garantir un degré élevé d'indépendance du processus d'élaboration de la politique monétaire. D'amples différences de point de vue subsistent toutefois quant aux modalités et au rythme de la marche vers l'union économique et monétaire. On ne saurait préjuger de la nature du consensus politique qui peut être atteint pour la mise en œuvre de changements concrets.

Conduite des politiques monétaires durant l'année écoulée

Politiques de taux d'intérêt contrastées dans les plus grands pays

Les différences apparues depuis le printemps de 1989 dans les politiques monétaires en raison du déphasage conjoncturel entre les principaux pays industriels se sont accentuées l'an dernier. Durant les premiers mois de 1990, la Réserve fédérale et la Bundesbank ont maintenu leur orientation

inchangée, cependant que la Banque du Japon continuait à favoriser une élévation progressive du loyer de l'argent au jour le jour. Les réactions des banques centrales aux perturbations internationales ont été fortement guidées, elles aussi, par des jugements divergents quant à leurs conséquences probables, au plan interne, sur l'économie et les objectifs monétaires. En particulier, s'il était généralement admis qu'il faudrait tolérer les effets primaires de l'augmentation des prix pétroliers sur l'économie et le niveau des prix, la principale préoccupation paraît avoir été, aux Etats-Unis, l'impact possible sur la production et, au Japon et en Allemagne, l'incidence sur les anticipations inflationnistes. Les responsables semblent avoir eu des conceptions très différentes au sujet des conséquences potentielles du conflit du Golfe sur la confiance des industriels et des consommateurs. Si, au Japon et en Allemagne, on a laissé monter davantage les taux d'intérêt à court terme, un net assouplissement de la politique monétaire s'est produit aux Etats-Unis.

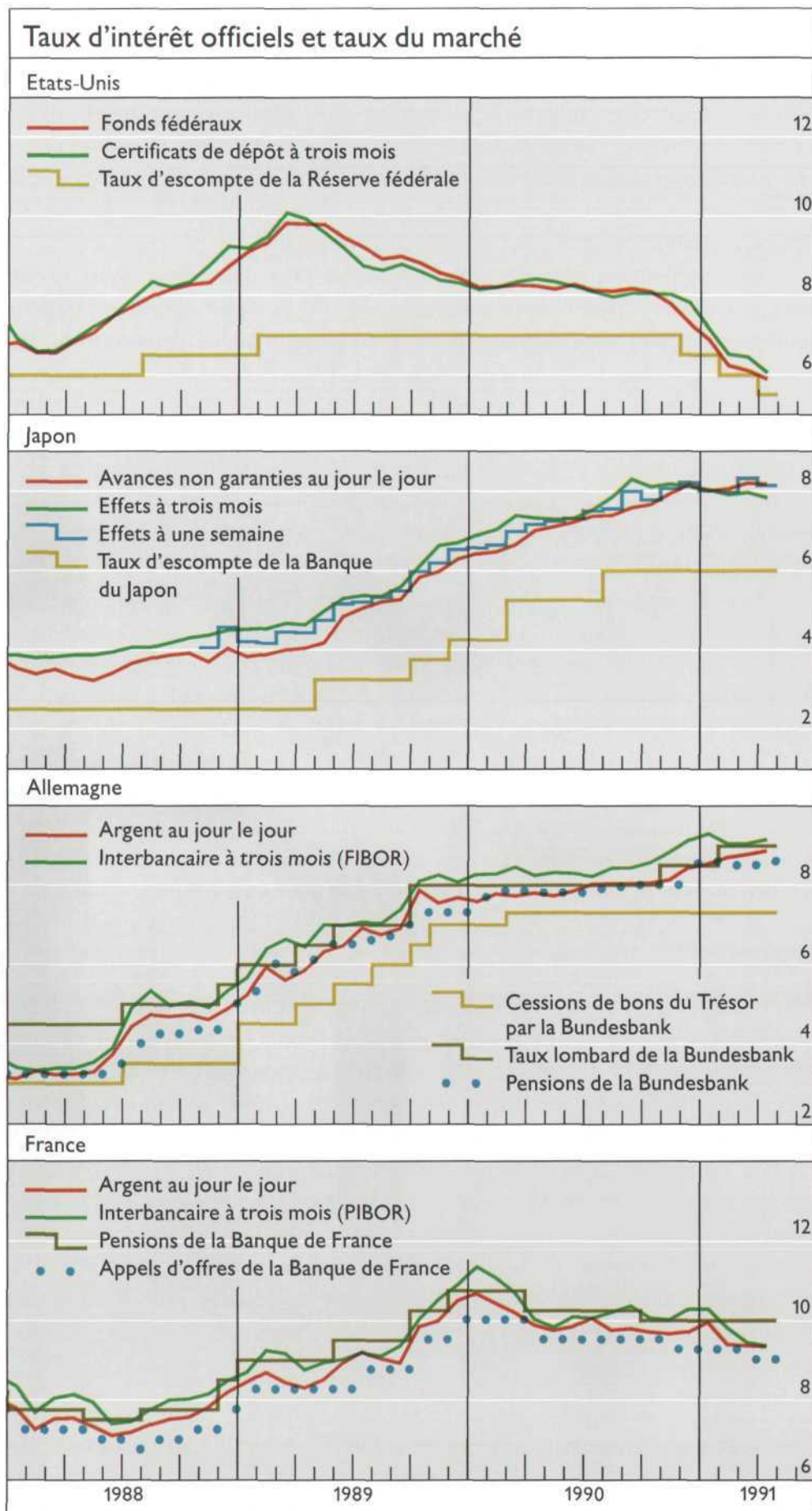
Politiques monétaires divergentes face aux perturbations internationales

Dans ces trois pays, les instituts d'émission ont suivi de près les marchés obligataires pour connaître leurs anticipations quant à l'impact probable de la politique suivie sur l'inflation. Une diminution des rendements des titres du Trésor, fin 1990 aux Etats-Unis et début 1991 en Allemagne, a été interprétée en partie comme un signe de confiance dans la maîtrise des prix. Au Japon, la baisse des rendements obligataires, fin 1990, due essentiellement à un retour des investisseurs institutionnels vers le marché national, aurait pu atteindre une telle ampleur que l'efficacité de la politique de taux d'intérêt dans la lutte contre l'inflation aurait été réduite.

Aucun effort n'a été entrepris pour modifier la politique monétaire afin d'enrayer la dépréciation du dollar EU face au yen et au deutsche mark l'an dernier, car elle était jugée compatible avec, d'une part, la poursuite du processus d'ajustement international et, d'autre part, l'existence d'objectifs monétaires divergents en matière de demande effective. En revanche, la remontée de la monnaie américaine après la fin de la guerre du Golfe a été contrée par des interventions sur les marchés des changes et par un léger relèvement des taux d'intérêt à court terme en Allemagne, en avril 1991.

Amérique du Nord

Bien que, depuis quelque temps, on ait constaté des signes de faiblesse économique et de fragilité financière, la politique monétaire des Etats-Unis a été maintenue, jusqu'à la fin de l'automne 1990, sur une orientation destinée à soutenir une légère croissance économique compatible avec une modération progressive des tensions inflationnistes sous-jacentes. Contrairement à son attitude lors des cycles précédents, la Réserve fédérale avait favorisé en 1989 une baisse du taux des fonds fédéraux (transactions interbancaires au jour le jour) bien avant que la longue phase ascendante du cycle conjoncturel n'ait atteint son apogée. Toutefois, ce taux est demeuré quasiment inchangé au début de 1990 quand, malgré des difficultés régionales et sectorielles, l'activité économique faisait preuve d'une assez grande résistance. En juillet, la Réserve fédérale a opéré une légère détente sur le marché



monétaire, réagissant à des préoccupations grandissantes face à un durcissement des conditions de l'offre sur les marchés du crédit. Sous l'effet de la hausse des prix pétroliers, en août, la confiance des industriels et des consommateurs s'est effritée et les perspectives économiques se sont détériorées. Un nouvel assouplissement des conditions du marché monétaire a été permis en octobre, après l'adoption par le Congrès d'un programme pluriannuel de réduction du déficit, que la Réserve fédérale a estimé de nature à discipliner fortement la politique budgétaire.

Desserrement
de la politique
monétaire
aux Etats-Unis ...

Une diminution bien plus importante des taux d'intérêt à court terme s'est produite à partir de novembre. Les fonds fédéraux, qui s'étaient seulement repliés de 8¼% environ à 7¾% depuis janvier, ont ensuite été abaissés à quelque 5¾% au début de mai 1991. Le taux d'escompte de la Réserve fédérale a été ramené de 7% à 5½% en trois étapes, entre décembre 1990 et avril 1991. Quoique clairement motivé par un ralentissement économique d'une ampleur inattendue et par un durcissement plus sévère que prévu des conditions du crédit sur les marchés bancaires et financiers, l'assouplissement était également compatible avec la lenteur de l'expansion monétaire.

Les réactions sur le marché des changes du Canada face à une modeste détente de la politique au début de 1990, avant que les signes d'un ralentissement économique ne deviennent patents, ont rendu nécessaire une forte hausse des taux du marché monétaire pour protéger le dollar canadien. Le pays est entré en récession au cours de l'été, mais la Banque du Canada s'est efforcée d'empêcher une diminution trop rapide des taux d'intérêt à court terme qui risquait d'exercer des pressions à la baisse sur le taux de change. Néanmoins, entre mi-1990 et début 1991, avec une vive augmentation du chômage, les taux d'intérêt du marché monétaire se sont détendus beaucoup plus au Canada qu'aux Etats-Unis, à échéance égale.

... et au Canada

Japon

Etant donné les hausses antérieures, de nature en partie spéculative, des prix des terrains et autres actifs et le durcissement progressif, l'an dernier, des conditions sur les marchés des biens, des services et du travail, la Banque du Japon a favorisé un raffermissement graduel du loyer de l'argent au jour le jour en 1990 et relevé son taux d'escompte en mars et août. Le rythme de croissance de l'activité économique a été jugé trop rapide, car susceptible d'engendrer une spirale des salaires et des prix. Les terrains ont cessé de s'apprécier en cours d'année, tandis que le niveau des taux d'intérêt et le resserrement du crédit semblaient faire revenir peu à peu la croissance à un rythme soutenable. L'argent au jour le jour n'a pas été majoré après janvier 1991.

Durcissement
au Japon

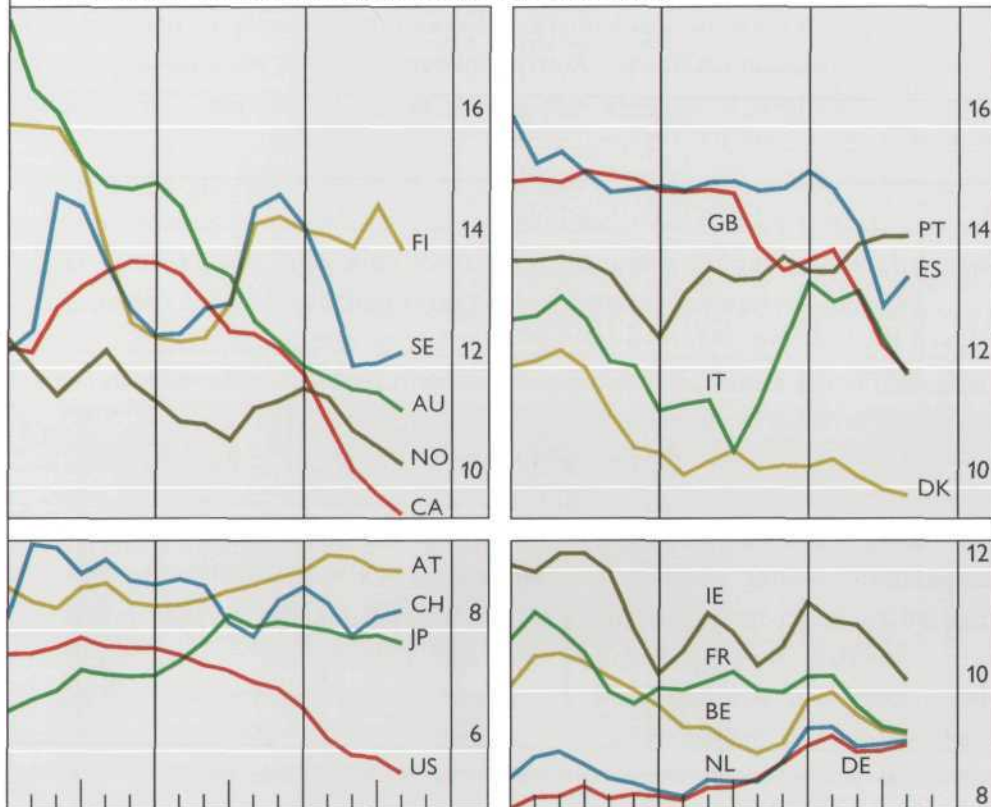
Europe occidentale

Après être devenue plus restrictive en 1989, la politique monétaire de l'Allemagne est demeurée pratiquement inchangée en 1990. L'ajustement dans la partie orientale du pays, après la mise en circulation du deutsche

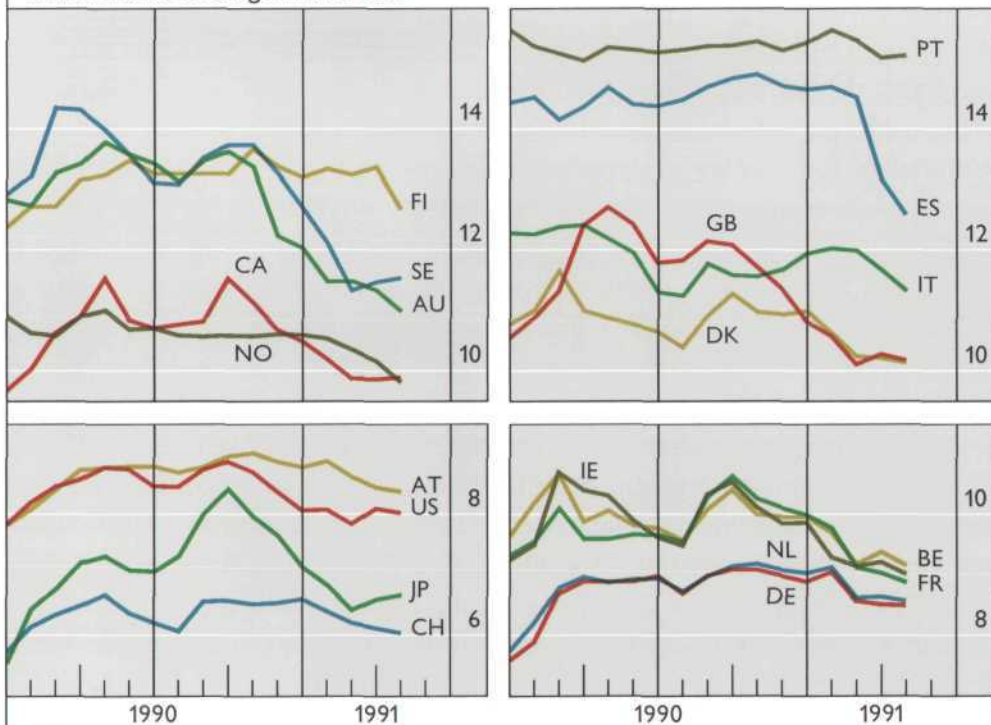
Hausse du taux
lombard
de la Bundesbank

Taux d'intérêt et rendement des obligations

Taux d'intérêt des instruments interbancaires à trois mois¹



Rendement des obligations d'Etat²



AT = Autriche; AU = Australie; BE = Belgique; CA = Canada; CH = Suisse; DE = Allemagne; DK = Danemark; ES = Espagne; FI = Finlande; FR = France; GB = Royaume-Uni; IE = Irlande; IT = Italie; JP = Japon; NL = Pays-Bas; NO = Norvège; PT = Portugal; SE = Suède; US = Etats-Unis.

¹ Pour les Etats-Unis, le Canada et la Suède, titres du Trésor. ² Pour l'Espagne, obligations du secteur public; pour le Danemark, ensemble des obligations cotées.

mark en juillet, a été freiné par une augmentation rapide des salaires, alors que la productivité restait à de bas niveaux. Dans la partie occidentale, de fortes pressions de la demande ont semblé compatibles avec la hausse des prix à la consommation, dont le rythme très modéré était en partie dû à la vigueur du deutsche mark et à une vive progression des importations. En fin d'année, toutefois, la stabilité des prix a été menacée par d'importantes revendications salariales, la perspective d'énormes déficits des administrations publiques et une accélération de la croissance des agrégats monétaires. Les taux du marché monétaire se sont peu à peu approchés du taux lombard, que la Bundesbank a relevé en novembre 1990 et en février 1991.

Une plus grande confiance dans l'engagement des autorités françaises à l'égard du taux de change a permis un certain assouplissement de la politique monétaire devant le ralentissement économique. La Banque de France a abaissé le taux de ses appels d'offres à trois reprises: en avril 1990, en novembre (la veille du relèvement du taux lombard par la Bundesbank), puis en mars 1991.

Baisse du taux
des appels
d'offres
de la Banque
de France

En Autriche et aux Pays-Bas, les taux à court terme ont été maintenus étroitement alignés sur ceux de l'Allemagne. Dans les autres pays participant au MCE, et dont la monnaie évolue à l'intérieur des bandes de fluctuation normales (ou plus étroites), les taux d'intérêt du marché monétaire ont encore été abaissés par rapport aux taux allemands correspondants entre janvier et novembre 1990, malgré l'apparition de tensions temporaires sur les écarts, dues au renchérissement du pétrole pendant l'été. Fin 1990 et début 1991, toutefois, les taux courts se sont tendus davantage qu'en Allemagne dans la plupart de ces pays, surtout en Italie où l'évolution des salaires suscitait des préoccupations. Cependant, au printemps de 1991, les taux du marché monétaire ont pu être diminués en Belgique, au Danemark, en Irlande et en Italie. La confiance inspirée par les politiques monétaires fondées sur la défense du taux de change s'est traduite par une nouvelle contraction des taux à long terme en France, en Belgique, au Danemark et en Irlande entre le printemps de 1990 et celui de l'année suivante. En Italie, les rendements obligataires ont en partie reflété une inflation relativement rapide mais, dans un contexte marqué par d'importantes entrées de capitaux, ils sont demeurés plus bas qu'en Allemagne en termes réels.

Evolution dans
les autres pays
de la CE...

La politique monétaire restrictive est restée en place en 1990, au Royaume-Uni, même lorsque l'économie est entrée en récession, afin de contrecarrer les tensions inflationnistes tenaces et de permettre une amélioration des comptes courants extérieurs. L'entrée de la livre sterling dans le MCE, en octobre, s'est accompagnée d'un abaissement des taux d'intérêt à court terme. Une nouvelle réduction a été encouragée en février et au début de mars 1991 dans une situation contraignante du fait de la faiblesse de la livre dans sa bande de fluctuation face à la vigueur de la peseta espagnole. Les taux du marché monétaire ont encore baissé en avril après le redressement de la livre au sein du MCE. Les rendements des obligations se sont substantiellement contractés en prévision de l'adhésion au MCE et durant les mois qui l'ont suivie.

En Espagne et au Portugal, des politiques de taux d'intérêt élevés visant à contrecarrer les pressions de la demande ont été poursuivies en 1990. Lorsque la peseta est remontée vers le sommet de la bande large au début de 1991, le Banco de España a contribué à alléger les tensions au sein du MCE en diminuant légèrement le taux de ses pensions à dix jours, en deux étapes, en février et mars. En décembre, un arrangement spécial applicable aux placements en titres du secteur public a été mis en œuvre au Portugal afin d'absorber les liquidités bancaires devenues structurellement surabondantes. En Grèce, la politique monétaire a été durcie en avril et juillet 1990 et les taux d'intérêt ont été maintenus à un niveau élevé, en termes réels et nominaux, en vue de limiter la création de liquidités par les agents publics et privés.

... en Norvège,
en Suède ...

Le taux officiel des concours à vingt-quatre heures, en Norvège, a été réduit en août, mais les taux du marché monétaire se sont tendus immédiatement après le rattachement de la couronne à l'écu en octobre. En Suède, dans un environnement caractérisé par un chômage croissant et un déficit des comptes courants extérieurs, le marché anticipait une modification du régime de parités, de sorte que la couronne a été soumise à des pressions renouvelées à l'automne. Les taux d'intérêt courts ont été fortement relevés en octobre, mais, avec le rétablissement de la confiance des marchés des changes, ils avaient retrouvé, au début de 1991, quand la couronne suédoise a été liée à l'écu, leur niveau de fin 1989.

... et en Suisse

En Suisse, le redressement de la monnaie après une période de faiblesse en 1989 a permis aux taux du marché monétaire de redevenir, en automne, inférieurs à leurs homologues allemands. Même si le franc suisse flotte toujours librement, la Banque Nationale s'est rendu compte que sa marge de manœuvre pour abaisser davantage les taux, afin de lutter contre la récession, était limitée par le risque d'une perte de confiance sur les marchés des changes, car une forte dévalorisation de la monnaie aurait aggravé l'inflation.

Rôle de la masse monétaire, du crédit et des prix des actifs dans la politique monétaire

Masse monétaire et politique monétaire

Alors que, ces dernières années, la tendance générale était de porter une attention moindre au comportement à court terme des agrégats, la conduite et la présentation de la politique monétaire des Etats-Unis et de l'Allemagne ont réservé une place importante, l'an dernier, à l'évolution de la masse monétaire.

Bien que la Réserve fédérale n'ait jamais cessé de fixer un objectif pour M_2 , il était généralement présumé qu'elle n'accordait plus une grande valeur à cet agrégat comme objectif intermédiaire, en raison notamment des incertitudes entourant le comportement dynamique de la demande d'actifs inclus dans M_2 . La Réserve fédérale avait néanmoins estimé qu'il convenait d'interpréter le ralentissement de cet agrégat à partir de septembre 1990

comme le signe que l'activité économique se contractait davantage que prévu. A la fin de 1990, l'expansion de M_2 en glissement annuel n'était comparable qu'avec les rythmes enregistrés dans des conditions de restriction monétaire rigoureuse au cours des années soixante, et bien en deçà de ce qu'on aurait pu attendre en période de baisse des taux d'intérêt; la lenteur de son accroissement était également cohérente avec d'autres indices d'un resserrement supplémentaire du crédit bancaire, jugé susceptible de retarder la reprise économique. Par comparaison avec les taux du marché, les rendements offerts sur les dépôts inclus dans M_2 n'étaient plus attrayants, car les banques et établissements d'épargne étaient moins disposés et moins aptes à étoffer leur bilan. Parallèlement, les déposants ont eu tendance à se détourner des actifs de M_2 et à leur préférer les bons du Trésor et les instruments autres que les dépôts, ce qui traduisait une

Ralentissement de l'expansion monétaire: indicateur des conditions du crédit aux Etats-Unis

Agrégats de monnaie et de crédit: objectifs et taux d'expansion							
Pays et agrégat ¹		Objectif ² pour		Expansion de la monnaie ou du crédit			
				Période de référence ³	Variation sur quatre trimestres ⁴		
		1990 ⁵	1991 ⁵	1990 ⁵	1989 TI	1990 TI	1991 TI
en %							
Etats-Unis	M_2	3-7	2½-6½	3,9	4,2	5,7	3,2
	M_3	2½-6½	1-5	1,8	5,5	3,3	2,1
	EITANF	5-9	4½-8½	6,9	9,0	7,4	6,4
Japon	M_2 +CD	env. 11	env. 4	10,0	10,2	11,6	5,9
Allemagne	M_3 ⁶	4-6	4-6	5,5	6,9	4,3	-
France	M_2	3½-5½	-	-0,7	3,8	3,2	0,1 ⁷
	M_3 ⁷	-	5-7	7,8	7,9	9,5	7,5
Royaume-Uni	M0	1-5	0-4	2,7	6,8	5,7	2,9
	M_4	-	-	9,9	18,0	18,9	10,5
Italie	M_2	6-9	5-8	9,6	9,8	10,3	9,1
	CSP	12	10	15,4	17,5	17,2	12,8
Danemark	CMI	-	4-7	-	n.d.	n.d.	n.d.
Espagne	ALP	6½-9½	7-11	11,3	12,5	9,3	13,2
Portugal	L-	env. 12	env. 12	11,6	17,4	8,6	12,9
Grèce	M_3	19-21	14-16	14,6	23,1	22,0	n.d.
Suisse	MBC	2	1	-2,6	-8,8	-3,4	0,1
Canada	M_2	-	-	-	12,3	13,4	8,4

¹ EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers; M0 = base monétaire large; CSP = crédit au secteur autre que l'Etat; CMI = création de monnaie interne en couronnes par les banques; ALP = actifs liquides détenus par le public - y compris certificats représentatifs de cessions de créances privées; L- = total des liquidités détenues par le secteur non financier résident; MBC = monnaie de banque centrale. ² Pour EITANF, fourchette de surveillance seulement; pour M_2 +CD, projection uniquement; pour L-, orientation seulement. ³ Calculée comme l'objectif. ⁴ Sur la base de moyennes trimestrielles. ⁵ D'un quatrième trimestre à l'autre pour les Etats-Unis, le Japon (sauf 1991, d'un deuxième trimestre à l'autre), l'Allemagne, la France, le Danemark et (pour 1990) la Suisse. De décembre à décembre pour l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Pour le Royaume-Uni, périodes de douze mois se terminant en mars de l'année suivante. Le chiffre pour la Suisse en 1991 est une simple norme à long terme. ⁶ Pour 1989 et 1990, République fédérale; pour 1991, y compris l'ex-RDA. ⁷ Nouvel agrégat.

Sources: données nationales.

recherche de la qualité dans un contexte marqué par des liquidations retentissantes de caisses d'épargne, des pertes au titre de l'assurance des dépôts et des problèmes de crédit dans les banques commerciales. La dégradation des actifs des caisses d'épargne et le ralentissement de l'octroi de crédits bancaires ont exercé une incidence marquée sur la composante «ressources administrées» de M_3 . Une expansion des placements collectifs et une forte augmentation des billets et monnaies en circulation expliquent largement la progression de cet agrégat en 1990.

Objectif monétaire et unification allemande

Les autorités monétaires allemandes ont continué d'orienter leur action à moyen terme en se fondant sur un objectif de monnaie, l'an dernier, malgré les inconnues de l'unification. L'objectif de la Bundesbank a été défini, jusqu'à fin 1990, en termes de M_3 pour la partie occidentale, puisque les données pour l'ex-RDA étaient d'une interprétation difficile. L'expansion de la masse monétaire globale (15%) résultant de la mise en circulation du deutsche mark dans la partie orientale en juillet a semblé forte en comparaison de l'augmentation du PNB nominal dans la zone élargie de la monnaie allemande (10%). Toutefois, les avoirs monétaires de l'ex-RDA ont été ensuite réduits par un réaménagement de portefeuille en faveur des actifs financiers non monétaires disponibles en plus grand nombre. En dépit des incertitudes considérables liées à l'estimation du potentiel de croissance économique et de la vitesse de circulation dans la partie orientale, l'objectif pour 1991 a été fixé pour l'ensemble du territoire, sur la base d'une norme de hausse des prix inchangée (2%). L'évolution constatée est restée dans les limites prévues en 1990, mais une vive accélération en fin d'année a donné des arguments supplémentaires aux partisans d'un ajustement de la politique au début de 1991.

Evolution des agrégats monétaires au Japon ...

La Banque du Japon a souligné qu'elle avait relevé son taux d'escompte en 1990 en raison de la croissance rapide de M_2+CD , dont le ralentissement subséquent a partiellement reflété l'orientation restrictive adoptée. Cependant, l'évolution de l'agrégat a été influencée, ces dernières années, par des réaménagements de portefeuille favorisés par la libéralisation des taux d'intérêt sur les dépôts à terme. Un transfert non récurrent des avoirs des ménages en comptes d'épargne postaux (composante de M_3) vers les dépôts à taux déréglés (inclus dans M_2+CD) semble ainsi avoir contribué au gonflement temporaire de ce dernier agrégat aux deuxième et troisième trimestres, à environ 11-13% (sur quatre trimestres), ce qui s'est reflété dans les projections de la Banque du Japon.

... en France ...

En France, le ralentissement de M_2 , revenu en deçà de la borne inférieure de la fourchette-objectif en 1990, s'explique principalement par des facteurs particuliers: développement des SICAV monétaires, en même temps qu'un transfert de leurs actifs en portefeuille vers les billets de trésorerie et les titres du Trésor; émission à l'étranger de certificats de dépôt en francs français par les banques désireuses de contourner les réserves obligatoires; et redistribution de l'épargne des ménages en faveur des plans d'épargne-retraite institués en début d'année. La Banque de France a réagi par une diminution du coefficient de réserves sur les dépôts à terme et d'épargne et par une refonte des agrégats. L'objectif pour 1991 porte sur un

nouveau concept large, M_3 , qui englobe les exigibilités des OPCVM «court terme»; étant donné qu'il comporte des actifs rémunérés aux conditions du marché, il est moins sensible aux variations de taux que l'ancien M_2 et pourrait être plus représentatif de l'évolution du PIB nominal. La fourchette de M_3 pour 1991 est estimée en harmonie avec celle de M_2 pour 1990. En complément, un ensemble d'agrégats baptisés P_1 , P_2 et P_3 retrace l'épargne des ménages en placements non liquides et facilite la surveillance du rapport entre agrégats monétaires et endettement intérieur total.

La décélération de M_0 et M_4 au Royaume-Uni a reflété le tassement des dépenses de consommation et de la demande de crédit des agents privés. En Italie, la croissance de M_2 en 1990 s'est située légèrement au-dessus de la marge supérieure de l'objectif (défini en termes de moyennes). La fourchette plus basse de 1991 vise à faire converger l'inflation avec les taux des autres pays membres du MCE. En Espagne, l'expansion de l'agrégat ALP (actifs liquides détenus par le public) – hors incidence des dégagements sur bons des collectivités locales qui ne bénéficient plus de privilèges fiscaux – semble s'être conformée à sa fourchette-objectif, l'an dernier; cependant, le plafonnement des crédits bancaires a donné lieu à un vif développement du papier commercial (PC), si bien qu'une fourchette distincte a été fixée à ALP+PC pour 1991. Au Danemark, où un objectif a commencé à être assigné à la création nette de monnaie interne en couronnes par les banques, la Banque Nationale estime qu'elle dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour contrôler l'expansion du crédit en agissant sur les taux d'intérêt internes. Alors qu'aucun objectif monétaire n'a été mis en place l'an passé, la Banque des Pays-Bas a renégocié avec les établissements de crédit un accord prévoyant le recours à des contrôles quantitatifs, en cas de besoin, afin de réguler la création de monnaie interne par les banques.

Les objectifs d'expansion de la monnaie et du crédit ont joué un rôle dans la mise en œuvre de la coordination des politiques au sein de la Communauté européenne. Au moins pour l'instant, on ne pense généralement pas que l'innovation financière et la mobilité internationale des capitaux puissent nuire à l'utilisation des agrégats monétaires nationaux en tant que variables indicatives ou comme outils permettant d'évaluer la cohérence globale des politiques. Les niveaux élevés des taux prévus pour la croissance de la monnaie et du crédit et les difficultés pour respecter les objectifs fixés caractérisent, à l'évidence, les pays à forte inflation.

En Suisse, la masse monétaire a évolué en deçà de l'objectif en 1990; si la Banque Nationale a attribué ce comportement à l'orientation restrictive de sa politique plutôt qu'à l'innovation financière, elle s'est abstenue de publier une norme pour 1991. Elle a annoncé qu'une croissance de 1% de la monnaie de banque centrale était, selon elle, compatible avec la stabilité des prix à moyenne échéance et qu'elle s'efforcerait d'amener la trajectoire de l'agrégat (négative en 1990) plus en conformité avec son objectif à moyen terme. Néanmoins, pour maîtriser l'inflation sur une courte période, il faut que la politique de taux d'intérêt tâche d'éviter une dépréciation sensible du franc suisse. Compte tenu de cette contrainte de

... au
Royaume-Uni,
en Italie
et en Espagne

Agrégats
monétaires
et coordination
des politiques
au sein de la CE

Objectif à moyen
terme en Suisse

change, il paraissait peu probable que la norme d'expansion de la monnaie de banque centrale soit atteinte en un an seulement.

Publication
d'objectifs pour
la hausse des prix
au Canada

Le taux de croissance de M_2 et M_2^+ , au Canada, bien que toujours stimulé par des dégagements sur obligations d'épargne de l'Etat, s'est modéré l'an dernier devant le ralentissement des dépenses globales de l'économie. Clarifiant les objectifs ultimes de la politique monétaire dans une volonté d'agir sur les anticipations inflationnistes, la Banque du Canada et le ministre des Finances ont annoncé, en février 1991, un objectif explicite pour réduire l'inflation, assis sur l'indice des prix à la consommation (à l'exclusion des produits alimentaires et énergétiques, qui sont très variables) et défini par des fourchettes centrées sur 3%, 2½% et 2% de hausse en douze mois à fin 1992, mi-1994 et fin 1995 respectivement; ces chiffres sont à rapprocher des 6,8% enregistrés en janvier 1991, après l'instauration d'une taxe générale sur les ventes.

Marchés du crédit et politique monétaire

Conditions
du crédit aux
Etats-Unis

Le débat à propos de la raréfaction brutale du crédit aux Etats-Unis et les efforts de la Réserve fédérale pour en neutraliser les effets sur l'économie par une baisse des taux ont attiré l'attention sur l'interprétation de l'évolution du crédit et son interaction avec la politique monétaire.

Aux Etats-Unis, la croissance des créances des banques de dépôt sur le secteur privé s'est peu à peu ralentie en 1990, pour devenir négative en fin

Expansion du crédit bancaire au secteur privé ¹								
Pays	Maxi- mum 1972-73	Mini- mum 1974-75	Maxi- mum 1978-80	Mini- mum 1982-84	1987	1988	1989	1990
	glissement annuel en décembre, en %							
Etats-Unis	17,6	4,8	15,4	3,1	10,2	9,6	4,0	-0,6
Japon	25,7	12,0	10,1	8,7	11,2	10,9	11,6	9,2
Allemagne ²	16,0	5,2	12,1	5,4	3,4	5,4	7,3	7,6
France	24,6	11,0	14,5	7,4 ³	12,8	11,8	10,9	11,0
Royaume-Uni	30,8	5,3	19,2 ⁴	16,5	19,0	24,8	21,2	13,9
Italie	19,4	9,9	22,9	9,6	8,7	17,0	20,8	16,6
Canada	24,7	15,7	21,4	-4,7	13,0	13,0	13,3	8,2
Espagne	25,8	22,1	17,3	4,3	15,3	17,6	17,6	10,1
Pays-Bas	27,8	12,2	22,1	2,8	2,9	8,6	6,6	6,3
Belgique	15,5	13,0	15,4	2,8	8,6	13,3	16,6	8,7 ⁵
Suisse	11,1	4,3	12,2	3,7	10,2	12,8	15,2	8,8
Australie	35,1 ⁶	10,5 ⁶	17,0 ⁶	10,9 ⁶	20,0	24,0	15,6	7,2
Suède	11,7	11,0	11,7	7,8	9,6	18,6	9,4	3,6
Danemark ⁷	15,3	2,4	10,6	10,6	10,3	-3,2	10,0	11,5
Finlande	..	..	18,7	16,1	17,2	29,1	14,8	10,2
Norvège	..	..	..	13,3	16,8	7,6	5,5	3,0
Portugal	32,7	11,2	27,0	19,8	3,6	7,1	5,4	31,8

¹ Y compris les crédits des caisses d'épargne et de la banque centrale. ² Partie occidentale.
³ 1986. ⁴ 1982. ⁵ Glissement annuel en septembre. ⁶ Glissement annuel en juin. ⁷ Hors prêts hypothécaires.
Sources: données nationales et estimations BRI.

d'année et au début de 1991. Si, en matière de crédit, une contraction de la demande et un resserrement des conditions de l'offre sont caractéristiques des périodes de récession, les phases de raréfaction du crédit étaient principalement dues, dans le passé, à l'incapacité de ces établissements d'attirer des ressources quand une orientation monétaire restrictive poussait les taux d'intérêt du marché au-dessus des plafonds fixés par la Réglementation Q pour la rémunération des dépôts à terme et d'épargne. Or, les derniers plafonds ont été supprimés en 1986. Il est clair que, l'an dernier, les causes principales ont plutôt été les défaillances de caisses d'épargne et le fait que les banques étaient moins en mesure d'accroître leurs emplois à risque: une baisse de valeur de leurs actifs a érodé leurs fonds propres, déprimé le cours de leurs actions et alourdi les primes de risque à payer sur les dépôts reçus et les obligations émises (voir Chapitre V). Certes, une réaction était attendue depuis longtemps devant leurs prêts excessifs à certains secteurs, mais on en est venu à se demander si les emprunteurs de qualité n'étaient pas touchés, eux aussi. En mai 1990, le Président du Conseil de la Réserve fédérale, le Président de l'organisme fédéral de garantie des dépôts bancaires (FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation) et le responsable de la Commission de contrôle des banques (Comptroller of the Currency) ont pris l'initiative inhabituelle de rencontrer les représentants de la profession bancaire pour bien leur signifier que la politique de contrôle prudentiel n'était pas destinée à empêcher l'octroi de prêts. Parmi les principales raisons de l'assouplissement ultérieur de la politique de taux d'intérêt, il convient de noter des conditions de crédit exceptionnellement sévères, qui menaçaient d'aggraver et de prolonger la récession. En décembre, les coefficients de réserves ont été ramenés à zéro sur les dépôts à terme des agents autres que les particuliers afin d'alléger les contraintes sur les bénéfices et les positions concurrentielles des banques.

Les enquêtes périodiques menées par la Réserve fédérale auprès des responsables des crédits sur les pratiques courantes d'octroi des prêts bancaires font penser à un durcissement progressif des critères et conditions, tarifaires et autres (garanties et volumes, notamment), appliqués aux accords de prêts et aux lignes de crédit pour des opérations non liées à des fusions. Un surcroît de rigueur a également été signalé en octobre pour les prêts hypothécaires au logement et, en janvier 1991, pour les crédits à la consommation, deux domaines où le développement rapide des prêts bancaires avait compensé une contraction des activités des caisses d'épargne.

C'est la construction dans les secteurs de l'immobilier d'entreprise et du logement collectif, très dépendante pour ses ressources des banques et des caisses d'épargne, qui a clairement le plus souffert de la restriction du crédit. Les fonds prêtés par les banques à statut fédéral aux Etats-Unis pour la construction et la promotion immobilières se sont contractés de plus de 20% en rythme annuel au quatrième trimestre de 1990. Si les dépenses au titre des bureaux et autres bâtiments d'entreprise représentent seulement quelque 1% du PNB, le parc existant constitue une part importante des actifs financés par les banques, de sorte qu'une chute de leur valeur pourrait se traduire par de fortes pertes sur prêts.

Signes de
resserrement
du crédit bancaire

La croissance des émissions sur nantissement de créances hypothécaires et des prêts à la consommation titrisés a permis de faire face à la demande de crédit des ménages, mais seules les entreprises disposant d'une bonne cote de crédit ont pu se reporter sur le papier commercial ou d'autres formes de financement à court terme. Les marges au-dessus des rendements des titres du Trésor payées par les meilleurs émetteurs d'obligations et de papier commercial semblent avoir peu augmenté, comparativement aux périodes de récession antérieures, mais le nombre de sociétés non financières déclassées s'est considérablement accru, et les primes de haut risque sur les obligations émises par les entreprises se sont alourdies. L'expansion de la dette totale des agents privés non financiers, très forte depuis 1983 et beaucoup plus rapide que celle du PNB, s'est graduellement ralentie; le taux annuel en 1990 (5,3%) a été le plus faible depuis vingt-cinq ans pour toute période de douze mois.

Offre de crédit
dans les autres
pays

Dans aucun autre pays, la restriction générale du crédit par les prêteurs n'est devenue une préoccupation majeure de la politique monétaire. Les efforts des banques pour améliorer leurs fonds propres n'ont pas semblé avoir une grande incidence sur leurs prêts au secteur non bancaire national, même dans les pays où leur rentabilité a été soumise à des pressions. Un durcissement sélectif des conditions afférentes à certains prêts immobiliers bancaires au Canada, en Australie et au Royaume-Uni a essentiellement reflété une surabondance d'offre dans le bâtiment. Dans plusieurs pays, les problèmes des établissements financiers non bancaires ont pu empêcher l'octroi de prêts à des emprunteurs affectés d'une cote de crédit non optimale. La lenteur de la réaction des conditions débitrices face aux taux du marché, en revanche, apparaît largement comme un phénomène cyclique normal. Des pressions sur la rentabilité des banques et une diminution de leurs prêts ont été spécifiquement prises en compte dans l'abaissement progressif des coefficients de réserves obligatoires en Finlande. En Suède, ces coefficients ont été assouplis pour les banques et les sociétés financières en deux étapes (décembre 1990 et mars 1991). Des pertes sur prêts ont substantiellement contribué à ralentir l'expansion des crédits bancaires en Norvège en 1990. Les banques centrales de nombreux pays, y compris du Royaume-Uni, du Japon, d'Australie et de Norvège, ont laissé entendre que, au vu de leurs fonds propres, certains établissements pourraient devoir adopter à l'avenir une politique de crédit prudente.

Fléchissement
de la demande
de crédit

Un ralentissement marqué de l'expansion des créances des banques de dépôt sur le secteur privé a été observé dans de nombreux pays en 1990, surtout en fin d'année, puis au début de 1991, avec un fléchissement de la demande de crédit au moment de la guerre du Golfe sous l'effet d'une faiblesse prononcée et inattendue de l'économie. Ce ralentissement a été assez modeste au Japon, aux Pays-Bas et en Italie, particulièrement accentué au Royaume-Uni, en Suède, en Australie, en Finlande et – dans une moindre mesure – au Canada, pays dans lesquels le crédit a connu une véritable explosion ces dernières années en raison de la déréglementation et de l'innovation financière. Dans ces pays, l'on peut considérer que la diminution de la demande de prêts pour les fusions, le logement et la

Expansion de certaines catégories de crédit bancaire au secteur privé ¹									
Pays	Crédits aux entreprises ²			Prêts au logement ³			Prêts personnels ⁴		
	1983-88 moyenne	1989	1990	1983-88 moyenne	1989	1990	1983-88 moyenne	1989	1990
	glissement annuel en décembre, en %								
Etats-Unis	8,7	6,1	1,1	15,2	13,3	10,0	10,7	5,9	0,9
Japon	8,1	8,2	5,3	20,7	27,7	3,4	13,6	21,8	12,6
Allemagne	4,8	8,5	9,0	5,4	5,3	4,6	6,5	9,0	9,2
France	8,3	14,2	12,5 ⁵	9,2	8,2	9,8 ⁵	27,6	15,4	9,1 ⁵
Royaume-Uni	19,3	30,9	9,3	14,8	17,0	12,8	18,4	15,3	8,2
Italie	18,2	22,3	15,3	—	—	—	18,2	24,0	26,8
Canada	3,1	11,1	3,9	18,0	18,4	14,3	12,2	10,7	5,4
Suède	17,7	34,5	14,3	—	—	—	16,8	6,1	2,8

¹ Prêts du système de crédit pour la France, des banques seulement pour les autres pays. ² Pour les Etats-Unis, crédits au commerce et à l'industrie. ³ Pour les Etats-Unis et le Japon, prêts immobiliers; pour la France, y compris promotion immobilière. ⁴ Pour le Japon, l'Italie et la Suède, y compris prêts au logement. ⁵ Glissement annuel en septembre.

Sources: données nationales et estimations BRI.

consommation constitue une correction de tendances insoutenables, après une hausse notable, à la fin des années quatre-vingt, des ratios endettement des entreprises et service de la dette des ménages. Les crédits aux entreprises ont continué de croître à un rythme vif en Allemagne et en France.

La décélération du crédit a été interprétée, dans la plupart des cas, comme une réaction aux politiques de restriction monétaire destinées à contenir les pressions de la demande globale ou à enrayer un rythme durablement élevé d'inflation. Les taux d'intérêt à court terme nominaux et réels ont été très hauts, pendant une bonne partie de 1990, dans de nombreux pays où le crédit s'est substantiellement ralenti. Des restrictions quantitatives aux prêts bancaires en faveur des agents privés étaient encore en vigueur jusqu'à la fin de 1990 en Espagne et au Portugal, où une légère modération du crédit interne est apparue au second semestre. Au Japon, la politique d'incitation à la limitation du crédit (dite de «window guidance») a concouru à la faible expansion des prêts bancaires; une décélération notable des crédits immobiliers a reflété une requête des autorités qui souhaitent que les banques s'en tiennent pour ce secteur au rythme d'évolution de leur activité globale de prêt.

Dans la plupart des pays, la progression du crédit interne aux agents privés, malgré une atténuation en 1990, est demeurée importante par rapport à la croissance du PNB nominal; cela est également vrai par comparaison avec les autres périodes de récession, encore que, dans bien des cas, il convienne de tenir compte, à cet égard, de taux d'inflation relativement bas et d'une plus grande capacité d'autofinancement des entreprises depuis quelques années. De surcroît, là où les taux d'intérêt ont été relativement élevés, les emprunts à l'étranger se sont encore accrus, l'an dernier, de même que d'autres catégories de financements non saisies par les indicateurs figurant dans le tableau ci-avant: emprunts étrangers en devises pour

la Norvège et le Portugal, refinancement à l'étranger par des banques nationales de dettes en devises pour la Suède, papier commercial pour l'Espagne. Les emprunts à l'étranger ont été découragés au Portugal par la création, en 1990, d'un dépôt obligatoire non rémunéré, alors qu'un dispositif semblable a été maintenu en Espagne jusqu'en mars 1991.

Prix des actifs et politique monétaire

Répercussions
sur la politique
monétaire de la
variation des prix
des actifs

Dans certains pays, on s'est montré préoccupé par le resserrement du crédit et la fragilité financière associés à la chute de la valeur des actifs, après leur hausse considérable durant les années quatre-vingt; cela pose la question plus large de l'attitude des autorités: peuvent-elles ou doivent-elles intervenir dans ce domaine? Leur politique a parfois été soumise à des contraintes, ou a dû être modifiée, devant une évolution des prix des actifs qui semblait de nature à affecter l'activité économique; l'effondrement boursier de 1987 fournit à cet égard un exemple bien connu. Dans quelques pays, comme le Japon, le renchérissement de la valeur des actifs réels et financiers dans les années quatre-vingt semble, par son amplitude même, lui avoir conféré un plus grand rôle dans le mécanisme de transmission. Dans une certaine mesure, leur variation a été aussi considérée comme un indicateur avancé de l'inflation ou de l'activité économique.

Effet de richesse
et mécanisme
de transmission

Depuis longtemps, la politique monétaire de nombreux pays prend en compte divers effets des variations des prix des actifs sur l'épargne, l'investissement et l'affectation des ressources. On estime traditionnellement que l'effet de richesse sur la consommation, en particulier, joue un rôle important dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Son incidence pratique est fonction de la nature de la réaction des prix des actifs à l'action monétaire, de la sensibilité des dépenses des ménages à la valeur

Patrimoine des ménages en termes de PNB-PIB							
Rubrique et pays	1979	1984	1985	1987	1989	1979-84	1984-89
	ratio patrimoine/PNB-PIB					variation (en %) du ratio, en taux annuel	
Total des actifs nets*							
Etats-Unis	3,10	3,09	3,17	3,24	3,32	-0,1	1,4
Japon	3,38	3,85	3,87	5,11	5,75	2,6	8,3
Royaume-Uni	3,03	3,14	3,22	3,61	4,16	0,6	5,8
Actifs financiers nets							
Etats-Unis	1,70	1,80	1,88	1,87	1,96	1,1	1,7
Japon	0,88	1,08	1,12	1,35	1,67	4,4	9,1
Royaume-Uni	0,85	1,16	1,20	1,30	1,43	6,2	4,3
Allemagne	0,88	1,04	1,09	1,10	1,13	3,4	1,7
France	0,61	0,64	0,70	0,79	1,02	1,0	9,8
Italie	0,80	0,95	1,05	1,18	1,24	3,5	5,3
* Actifs réels et financiers, nets des exigibilités financières.							
Sources: données nationales.							

des actifs et du volume total de leurs avoirs. L'effet de richesse sera vraisemblablement plus marqué si la disponibilité de crédits garantis par la valeur du patrimoine permet aux ménages de réaliser des plus-values sans vendre leurs actifs, comme cela a été le cas des biens résidentiels aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon au cours des années récentes.

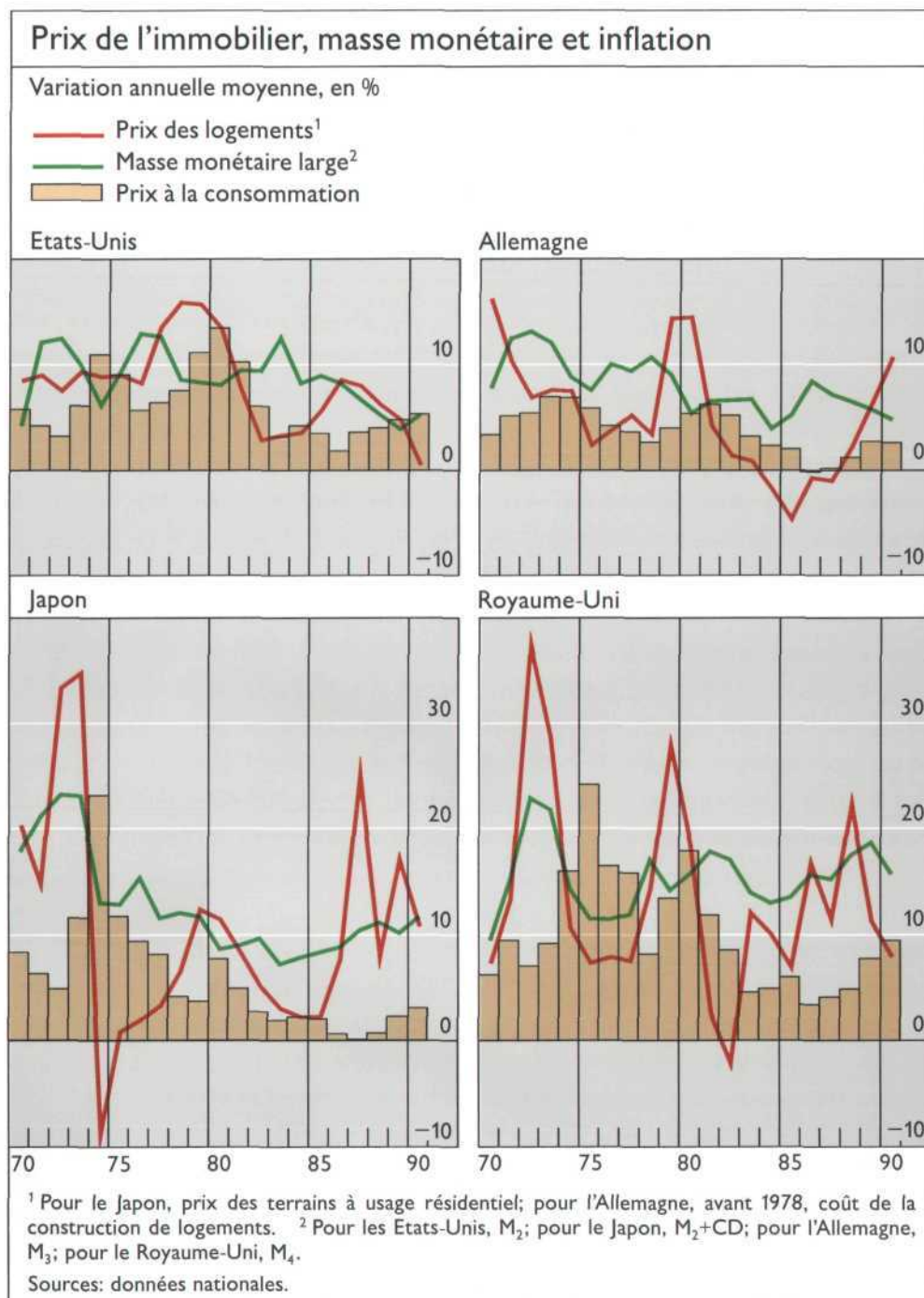
Le patrimoine net des ménages s'est très fortement accru, en pourcentage du PNB, durant la seconde moitié des années quatre-vingt dans certains pays, en conséquence notamment d'une appréciation de leurs avoirs – surtout dans le cas des immeubles résidentiels au Japon et au Royaume-Uni, ainsi que des portefeuilles d'actions en France. Aux Etats-Unis, le ratio patrimoine net des ménages/PNB s'est très peu élevé dans les années quatre-vingt, un gonflement des actifs ayant été en partie compensé par un alourdissement des engagements financiers. Au Japon, le même ratio est passé de 3,9 en 1985 à 5,8 en 1989, ce qui laisse entrevoir un gain moyen annuel en capital correspondant à 50% du PNB sur cette période. Bien qu'on puisse considérer que les plus-values sur les terrains exercent une fonction partiellement de nature redistributive, on comprend mieux la flambée de consommation au Japon dans la seconde moitié de la décennie et la politique monétaire restrictive de la Banque du Japon après 1989 dans le contexte de cet énorme enrichissement des ménages.

Les variations des cours des actions ont un double effet sur l'investissement: directement sur le coût des émissions en Bourse pour les sociétés non financières; indirectement parce que le relèvement du coût de la collecte de nouveaux capitaux a une incidence sur les ratios de fonds propres des banques, et donc sur leur disposition à prêter; récemment, l'attention s'est plutôt portée sur ce second aspect. La forte baisse des actions au Japon, l'an dernier, a réduit les plus-values accumulées – qui sont prises en compte comme éléments de fonds propres de la catégorie 2 en vertu de l'accord de Bâle – et affaibli les marchés des actions et des instruments dérivés. Il est vrai que le recul des cours des actions peut être perçu comme un facteur complémentaire de la politique suivie par la Banque du Japon pour parvenir à un resserrement du crédit.

Dans la mesure où les prix des actifs réagissent plus vite à la politique monétaire que ceux des biens et services, ils peuvent servir d'indicateur avancé des modifications du niveau général des prix. Ils subissent cependant d'autres influences et leurs variations à très court terme sont souvent difficiles à interpréter. Dans de nombreux pays, une hausse importante des prix de l'immobilier résidentiel dans les années soixante-dix avait été manifestement liée à un laxisme monétaire et suivie d'une flambée d'inflation. Le graphique ci-contre en fournit une bonne illustration dans le cas des Etats-Unis, du Japon et du Royaume-Uni. Toutefois, une telle relation n'est pas clairement décelable dans l'explosion immobilière des années quatre-vingt. Aux Etats-Unis et au Japon, l'appréciation récente des terrains a été concentrée géographiquement, ce qui donne à penser que des facteurs spécifiques ont peut-être été plus significatifs que les conditions monétaires générales. En Allemagne, le renchérissement global des terrains depuis 1982 environ a été très modéré. En revanche, dans certains autres pays (dont le

Influence des
cours des actions

Prix des actifs:
indicateur
de l'inflation



Royaume-Uni), la hausse des prix du logement semble bien avoir été liée à une situation d'aisance monétaire et à un accès facile au crédit; elle a signalé une accélération de l'inflation.

La chute des prix de l'immobilier et la détérioration connexe de la qualité du portefeuille de prêts de certaines banques expliquent pour une bonne part la raréfaction brutale du crédit aux Etats-Unis. Mais de telles dévalorisations d'actifs n'ont pas eu d'effet notable sur la politique monétaire dans les autres pays. Souvent, les banques sont entrées dans la récession avec des fonds propres assez solides, grâce, parfois, aux efforts déployés ces dernières années par les autorités pour favoriser une amélioration

Prix des actifs:
contrainte de
la politique
monétaire

dans ce domaine (voir Chapitre V). Même dans les pays où une telle action pourrait affecter le crédit à l'avenir (voir page 183), elle devrait avoir pour résultat à long terme d'atténuer une contrainte potentielle pour la politique monétaire.

Adaptation des instruments et des techniques opérationnelles face à un environnement variable

En poursuivant des politiques divergentes, les autorités monétaires des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne ont accordé une grande attention aux réactions des marchés. En particulier, elles n'ont modifié leurs taux officiels (crédit lombard et escompte) que lorsqu'elles ont estimé les participants préparés par l'évolution des taux du marché et par des annonces préalables de leurs intentions. Aux Etats-Unis et en Allemagne, les taux directeurs, relativement souples, se sont fortement rapprochés des taux officiels, compliquant ainsi l'application de la politique monétaire.

L'objectif fixé depuis 1982 aux Etats-Unis pour les réserves empruntées a progressivement fait place à une norme opérationnelle assise sur le taux des fonds fédéraux, traditionnellement modifié par quart de point. En 1990, le recours au guichet de l'escompte de la Réserve fédérale a été exceptionnellement faible: la réticence des banques de dépôt à faire appel à des crédits d'ajustement à courte échéance, par crainte de donner à croire à l'existence de problèmes fondamentaux, a rendu cette facilité moins efficace comme exutoire aux pressions à court terme sur la demande de ressources. Cela a été encore plus visible après l'abaissement du coefficient de réserves obligatoires en décembre: lorsque celles-ci se sont inscrites à un creux saisonnier en janvier et février 1991, les fonds fédéraux ont connu une rare instabilité. Les avoirs de réserve étaient si bas que, de toute évidence, de nombreux établissements ont éprouvé des difficultés à faire face à leurs obligations dans le cadre de la compensation journalière.

En Allemagne, la régulation des réserves fournies aux banques a été rendue plus complexe, l'an dernier, par la tendance répétée des anticipations à pousser les taux à court terme du marché monétaire jusqu'au niveau de la facilité lombard de la Bundesbank, voire au-delà. Les banques se sont adressées au guichet lombard pour des montants exceptionnellement élevés après la mise en circulation du deutsche mark dans l'ex-RDA. Dans le but de redonner à cette facilité son caractère de dernier recours, la banque centrale en a relevé le taux au mois de novembre. Néanmoins, après une augmentation saisonnière et alors qu'il était difficile de prévoir les besoins en réserves des banques, les soumissions pour les pensions sur appel d'offres ont dépassé le taux lombard en janvier 1991. Les pressions à la hausse s'expliquaient par la détention de réserves excédentaires par les banques de l'ex-RDA, une variabilité inhabituelle des dépôts des administrations publiques auprès de la Bundesbank et une expansion inattendue de la masse monétaire à la fin de 1990. Le marché est revenu à des comportements plus normaux après une nouvelle majoration du taux lombard en février 1991.

Difficultés
opérationnelles
pour la conduite
de la politique
monétaire ...

... aux
Etats-Unis ...

... et en
Allemagne

Nouveaux
instruments
au Japon

Par des interventions souples sur les marchés (procédure instaurée en novembre 1988), la Banque du Japon a laissé monter le taux de l'argent au jour le jour parallèlement au taux d'escompte, l'an dernier, devant les anticipations des opérateurs sur l'évolution de l'économie. Elle a continué de diversifier ses instruments de marché, reprenant des titres du Trésor dans le cadre de pensions par appels d'offres spéciaux à partir de janvier 1990. En décembre, elle a annoncé qu'elle accepterait une plus large gamme d'effets en garantie de ses interventions sur le marché, notamment valeurs à long terme et titres en devises.

Convergence
des techniques
dans la CE

Les banques centrales des pays européens ont apporté à leurs instruments des modifications structurelles importantes qui tendent à faire converger leurs techniques opérationnelles. En Italie, les réserves obligatoires sont calculées en partie sur une base moyenne depuis octobre, ce qui a nettement atténué la variabilité d'un jour sur l'autre des taux à très court terme du marché monétaire et permis de diminuer la fréquence des interventions. En France, où les réserves sont établies en moyenne depuis des années, les autorités ont clairement indiqué, lors de l'abaissement des coefficients, qu'elles n'entendaient pas se priver de cet instrument de politique monétaire.

En Belgique, les bons du Trésor ne sont plus émis «au robinet» depuis janvier 1991, mais par voie d'adjudications à intervalles réguliers; de ce fait, la politique monétaire n'est plus soumise à un instrument unique et très visible, à savoir la détermination par la banque centrale du taux des bons du Trésor à court terme. Celle-ci peut ainsi réguler les positions de réserve des banques par des pensions périodiques sur appels d'offres et des opérations au jour le jour comparables aux procédures utilisées en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. A l'avenir, les concours directs de la Banque Nationale à l'Etat seront plafonnés au faible montant nécessaire à sa gestion de trésorerie journalière. L'endettement du Trésor en devises ne sera augmenté qu'avec l'accord de l'institut d'émission et dans la mesure compatible avec les exigences de la politique monétaire. Les nouveaux statuts de la Banque du Portugal, approuvés en octobre, lui interdisent d'accorder des concours à l'Etat sous toute autre forme que par le compte courant traditionnel et par souscription de bons du Trésor à des conditions stipulées par elle-même.

Politiques de monnaie forte et intégration monétaire européenne

Tendance au durcissement des politiques de «monnaie forte»

Adoption d'ob-
jectifs de taux de
change plus rigou-
reux dans les pays
européens

Parmi les pays européens qui se sont assigné un objectif intermédiaire en termes de taux de change, plusieurs ont interprété la norme avec davantage de rigueur l'an passé. Le Royaume-Uni a adhéré au MCE avec une bande de fluctuation large (+/-6%), mesure attendue depuis longtemps et qui fait suite à une décision semblable de l'Espagne en 1989. En Belgique, les autorités ont annoncé que le franc belge serait désormais étroitement lié, en cas de réalignement, aux monnaies les plus fortes du MCE, notamment à la monnaie allemande. De surcroît, la politique de taux d'intérêt visera d'ordinaire

à maintenir la relation de sa monnaie avec le deutsche mark à l'intérieur d'une marge de fluctuation plus étroite que celle du MCE – comme la Banque des Pays-Bas le fait depuis quelques années avec le florin néerlandais – ce qui devrait, au fil du temps, amener un rétrécissement supplémentaire de l'écart moyen de taux d'intérêt entre la Belgique et l'Allemagne.

Hors du MCE, la Norvège et la Suède ont fixé pour leur monnaie un cours central en termes d'écu comme point d'ancrage de l'action monétaire. Le Portugal a poursuivi sa politique, qui consiste à ne pas compenser intégralement les écarts d'inflation en ajustant régulièrement le taux de change de l'escudo; celui-ci est en outre défini depuis octobre par référence à un panier de monnaies du MCE et non plus par un indice pondéré des échanges commerciaux globaux. Le taux de change peut évoluer dans les limites d'une fourchette prédéterminée autour de la trajectoire-objectif, en fonction de l'offre et de la demande. Soutenu par des entrées continues de capitaux, l'escudo s'est légèrement apprécié par la suite.

Le taux de change comme instrument d'ajustement

Tandis que les pays membres de la Communauté européenne resserraient leurs relations de change et se préparaient pour une union monétaire intégrale, de nouvelles tensions sont apparues. Les écarts d'inflation ont commencé à s'élargir dans certains cas, et une évolution divergente des économies a amené à repenser la question des avantages présentés par des parités rigides. L'incidence de l'unification allemande sur l'activité économique, en particulier, et l'ampleur connexe du déficit budgétaire en présence d'une restriction monétaire ont fait redouter des tensions à la hausse des taux d'intérêt dans les autres pays du MCE. Le risque implicite est que, à défaut d'ajustement du taux de change, le chômage tende à augmenter dans les autres pays si l'inflation par les salaires n'y était pas plus faible qu'en Allemagne. On a vu avec l'accroissement des besoins de financement des administrations publiques allemandes comment, faute d'un tel ajustement, les perturbations budgétaires dans un pays pouvaient affecter les autres, même quand la politique monétaire parvenait à y maintenir une hausse des prix modérée.

Risque de tensions au sein du MCE

La contraction de l'excédent courant de l'Allemagne, l'an dernier, a contribué à soutenir l'activité économique chez ses principaux partenaires européens, dont bon nombre étaient parvenus à un degré élevé de convergence en matière d'inflation avec ce pays en appliquant des politiques monétaires axées sur la stabilité de la relation de change à l'égard du deutsche mark. Les autorités de ces pays étaient fermement convaincues, en effet, qu'une dévaluation de leur monnaie vis-à-vis de la devise allemande aurait compromis la crédibilité de leur politique, acquise au prix de longs efforts. Dans les économies plus petites et plus ouvertes, en particulier, tout effet bénéfique sur la position concurrentielle aurait été nécessairement éphémère. Un autre argument a joué un rôle important: une perte de confiance consécutive à un réaligement pourrait se traduire par un élargissement notable de l'écart de taux d'intérêt avec l'Allemagne.

Arguments à l'encontre d'un réaligement

Problèmes
potentiels d'ajus-
tement dans
certains pays

Dans un autre groupe de pays qui ont moins progressé vers la convergence en matière d'inflation, une certaine diminution des pressions de la demande intérieure a été salubre, l'an dernier. Depuis un temps, les efforts de discipline monétaire dans ces économies avaient été contrecarrés par des entrées de capitaux attirés par des taux d'intérêt nominaux relativement élevés: la contrainte de change faisait obstacle à un relèvement des taux d'intérêt réels, pourtant souhaitable sur le plan interne. Dans la mesure où un assouplissement des conditions monétaires internes semblait justifié, le dilemme ne se posait plus en termes si pressants. Dans l'un ou l'autre cas, l'affaiblissement de l'économie est devenu source de préoccupations, mais priorité a toujours été donnée à la lutte contre l'inflation et à la défense de la norme de change qui lui servait de base. Dans quelques économies, néanmoins, l'accroissement du déficit extérieur témoigne manifestement d'une érosion de la position concurrentielle. Une éventuelle recrudescence du chômage soulignerait la difficulté de procéder aux ajustements économiques appropriés avec des taux de change rigides.

Vers l'union monétaire européenne: projets et progrès

Coordination
accrue
des politiques
monétaires

Comme convenu lors des séances du Conseil européen en 1989, la première étape d'un processus visant à instituer l'union économique et monétaire dans la Communauté est entrée en vigueur en juillet 1990, après la libéralisation totale des mouvements de capitaux dans huit des douze pays qui la composent. Simultanément, le Comité des gouverneurs des banques centrales des pays membres a renforcé les procédures destinées à promouvoir la coordination des politiques monétaires. A l'avenir, il procédera chaque année à un échange de vues ex ante sur l'orientation des objectifs monétaires nationaux et entreprendra ensuite une analyse ex post des évolutions par rapport aux objectifs assignés. En juin, le Conseil européen a convoqué deux conférences intergouvernementales qui prépareront la révision du Traité de Rome pour l'avancement de l'union économique et monétaire et de l'union politique.

Lors d'une séance ultérieure du Conseil, en octobre, tous les pays de la Communauté européenne, à l'exception du Royaume-Uni, ont affirmé que les travaux sur l'union monétaire devraient envisager une monnaie unique ainsi que la création d'une institution indépendante formée des banques centrales nationales et d'un organe central qui exercera la responsabilité entière de la politique monétaire. Ils sont convenus qu'une deuxième étape préparatoire pourrait commencer le 1er janvier 1994, sous réserve de quelques conditions: achèvement du marché unique, nouveaux progrès vers la convergence économique et monétaire et ratification des amendements au Traité de Rome. Ces amendements garantiraient l'indépendance des unités nationales membres de la nouvelle institution; ils interdiraient, en outre, le financement monétaire des déficits budgétaires et la prise en charge par la Communauté de toute responsabilité vis-à-vis des dettes des pays membres. La deuxième étape envisage la création d'une institution visant à renforcer la coordination des politiques monétaires, mettre

en place les instruments et procédures nécessaires à la future conduite d'une politique monétaire unique, superviser, enfin, le développement de l'écu. Si le gouvernement britannique est disposé à aller au-delà de la première étape par la création d'une nouvelle institution monétaire et d'une monnaie commune, il préconise cependant une approche différente, considérant que les décisions de fond devraient précéder les décisions relatives au calendrier.

Un degré élevé de consensus a été atteint entre les banques centrales – et apparemment aussi entre les gouvernements – de la Communauté sur la structure de la nouvelle institution supranationale qui pourrait en définitive exercer les pouvoirs de décision monétaire. Un projet de statuts pour un Système européen de banques centrales et une Banque centrale européenne a été approuvé par le Comité des gouverneurs et présenté à la Conférence intergouvernementale sur l'union économique et monétaire. Il inscrit dans les textes la conviction que la stabilité des prix devrait constituer l'objectif premier de la nouvelle institution, que celle-ci devrait être indépendante de toute instruction politique de la Commission de la Communauté et des gouvernements nationaux, que son organe central devrait exercer la responsabilité pleine et entière de la politique monétaire et que le financement des déficits budgétaires par la banque centrale devrait être interdit par la loi.

Les propositions du gouvernement britannique, formulées dans son propre projet de traité d'union monétaire, prévoient la création d'une institution sur les principes du Système européen de banques centrales, sous forme de fonds administrant de façon indépendante une monnaie parallèle nouvelle, l'écu «lourd», qui ne pourrait jamais être dévaluée en termes des monnaies des pays de la Communauté. Mais la portée d'une disposition stipulant que les écus ne seraient émis que contre monnaies nationales – et non parallèlement à elles – a donné lieu à des interrogations; un large débat a porté sur l'autorisation qui serait donnée au fonds de céder aux banques nationales émettrices leur monnaie qu'il aurait achetée en montants «excessifs», mesure susceptible de renforcer les contraintes pesant sur les politiques monétaires nationales. Problème plus fondamental, le fonds n'attachera-t-il pas plus d'importance en pratique à la stabilité du taux de change qu'à la stabilité des prix? D'autre part, pourra-t-il résister aux pressions politiques l'engageant à suivre une voie de compromis, notamment si, comme le conçoit une variante des propositions britanniques, une plus grande indépendance n'était pas exigée des banques centrales membres du fonds? Ces propositions n'ont pas apaisé les inquiétudes des banques centrales exprimées en ces termes dans le rapport du «Comité Delors»: une monnaie supplémentaire qui ne serait unité de compte dans aucun pays rendrait plus difficile encore d'appliquer des politiques nationales efficaces et de les coordonner. L'idée que, à eux seuls, les mécanismes de marché pourraient amener l'écu lourd à évincer les monnaies nationales tend à occulter le fait que, pour accomplir l'union monétaire, on ne pourra éviter ni des décisions politiques difficiles ni un abandon de souveraineté monétaire.

Accord
sur le mandat
et la structure
d'une nouvelle
institution
monétaire

Proposition
en faveur
d'un écu «lourd»

Principales questions à résoudre

Les documents soumis à la Conférence intergouvernementale révèlent des différences de vues notables entre pays. La première porte sur la nécessité d'inscrire, et en quelle mesure, dans les dispositions du Traité – indépendamment de la surveillance proprement dite – les limites fixées au déficit et à l'endettement du secteur public et les moyens à mettre en place pour imposer une discipline budgétaire aux divers pays. Deuxièmement, la politique de change envers les pays tiers sera-t-elle compatible avec une politique monétaire interne axée sur la stabilité si le Traité attribue à la Banque centrale européenne un rôle purement consultatif à cet égard? Enfin, certains pays plaident pour la fixation d'un calendrier strict et considèrent que la création de la nouvelle institution monétaire au début de la deuxième étape est indispensable pour promouvoir l'ajustement interne dans les pays membres et pour entretenir la dynamique de l'union monétaire; d'autres sont préoccupés par le risque d'une certaine confusion des responsabilités de politique monétaire lors de toute phase transitoire: ils ont proposé qu'un Comité des gouverneurs renforcé assume les fonctions institutionnelles prévues pour la deuxième étape et que la Banque centrale européenne soit instituée seulement lorsque pourra s'ouvrir la transition vers la troisième étape, une fois remplies les conditions requises pour assurer la stabilité des prix.

Nécessité de parfaire la convergence

Pour parvenir à un compromis satisfaisant sur les amendements au Traité de Rome relatifs à l'union économique et monétaire, il sera indispensable de clarifier le contenu de l'union économique et d'admettre la nécessité de l'adoption de conditions minimales strictes, afin de veiller à ce que soient réalisés les objectifs de l'union monétaire fixés en commun et à limiter les coûts d'ajustement dans les divers pays. Malgré de puissants arguments politiques contre un processus à deux ou plusieurs vitesses, force est de reconnaître qu'il existe des raisons économiques valables pour que les divers pays envisagent de se joindre à l'union uniquement lorsqu'ils auront atteint un degré suffisant de convergence économique avec les membres du noyau central et seront parvenus à un large consensus social sur le plan national.

VIII. Le système monétaire international

Faits saillants

Au cours de la période sous revue, les marchés des changes ont continué d'être caractérisés par de brusques changements d'opinion et de larges fluctuations des taux, qui ne correspondaient pas toujours à l'évolution des données fondamentales de l'économie. Malgré une instabilité marquée, les taux de change bilatéraux du dollar américain vis-à-vis du deutsche mark et du yen japonais n'ont que peu varié dans l'ensemble entre le début de 1990 et le printemps de 1991, en dépit d'une sensible détérioration de l'écart de taux d'intérêt avec le dollar.

Les interventions officielles ont visé à limiter l'amplitude des mouvements, tout en cherchant implicitement à faire baisser le dollar. Au printemps de 1990, lorsqu'il faisait montre d'une grande fermeté, les autorités ont procédé à plusieurs reprises à des ventes concertées de dollars et ont renouvelé ces opérations, initialement à un cours nettement plus bas, en mars et en avril 1991. En revanche, le dollar n'a bénéficié qu'une seule fois d'un soutien coordonné, après que son taux de change fut tombé à des planchers historiques dans les premiers jours de février 1991. Son fléchissement prolongé au cours de l'été et au début de l'automne 1990 n'a pas été contré par des interventions officielles directes.

En dépit de l'évolution très défavorable des écarts de taux d'intérêt, le dollar a continué de faire preuve par moments d'une fermeté inhabituelle, due manifestement à son faible niveau en termes de pouvoir d'achat. Néanmoins, étant donné que l'amélioration des paiements courants des Etats-Unis a profité d'influences conjoncturelles et qu'un changement notable de la configuration des mouvements de capitaux a pu se produire, son niveau récent ne peut guère être considéré comme irréaliste.

Malgré des tensions épisodiques, les relations de change entre les principales devises du SME représentaient toujours un îlot de stabilité relative. L'Italie et la Belgique ont même renforcé leurs engagements en matière de taux de change et, en octobre, la livre sterling a fait son entrée dans le mécanisme de change européen (MCE). L'affaiblissement du dollar n'a pas, dans l'ensemble, déclenché de tensions majeures au sein de ce dernier. Cependant, vers la fin de 1990, la cherté du loyer de l'argent allemand a commencé de susciter un certain conflit entre les engagements de taux de change et les exigences internes des pays dont l'activité se ralentissait. L'affaiblissement soudain du deutsche mark par rapport au dollar a ensuite allégé ces tensions.

Sur le marché de l'or, le dynamisme persistant de l'offre a pesé sur les cours tout au long de la période sous revue. L'instabilité quotidienne des cotations s'est quelque peu accrue, mais la médiocrité des résultats face à la

guerre et aux interrogations sur la santé du système bancaire mondial souligne sa perte d'importance en tant qu'instrument de placement.

L'an dernier, l'augmentation des liquidités internationales a légèrement excédé l'expansion du commerce mondial. Etant donné que les pays à monnaie clé se sont abstenus de soutenir le dollar pendant une grande partie de l'année, les réserves se sont essentiellement accumulées dans les pays participant au mécanisme de change, dans divers petits pays industrialisés et dans un certain nombre de pays en développement. En revanche, les pays d'Europe de l'Est ont fortement puisé dans leurs liquidités internationales.

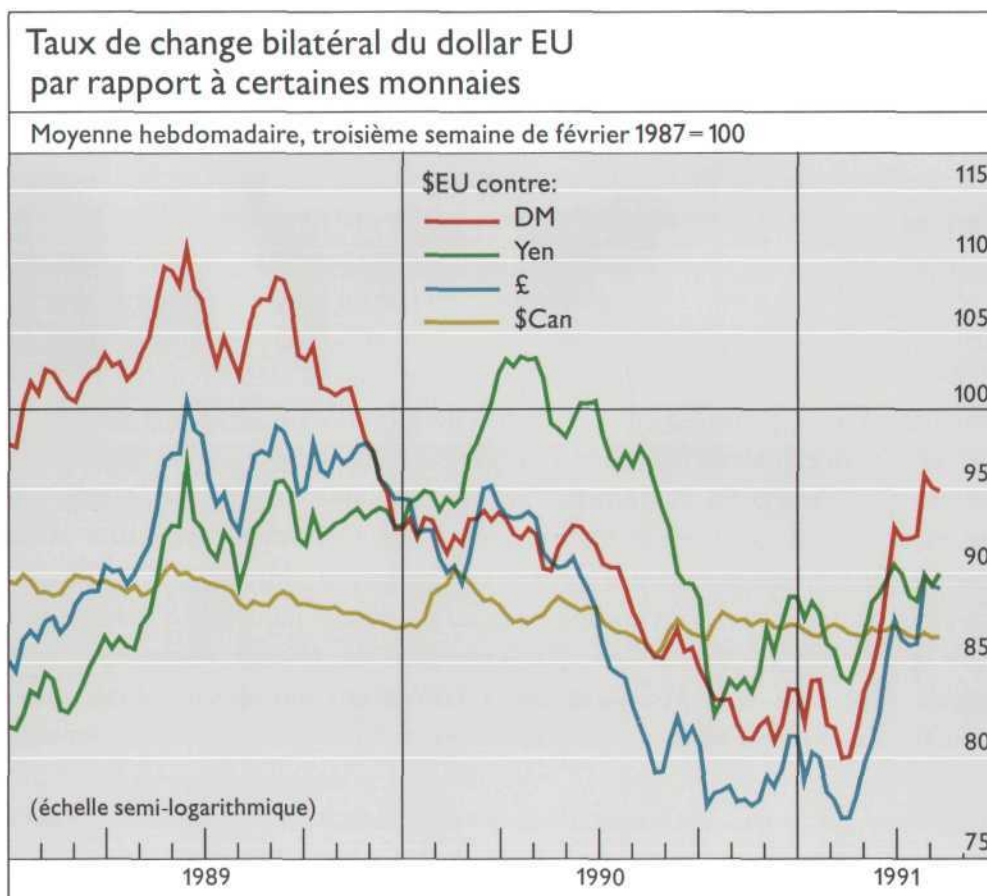
Marchés des changes

Evolution sur le marché du dollar EU

Au cours de la période sous revue, les marchés des changes ont connu un nouveau retournement puis un net affaiblissement du dollar à l'échelle internationale, et, à partir de la mi-février 1991, un redressement exceptionnellement marqué qui a effacé en grande partie le fléchissement antérieur.

Au début de 1990, le dollar fit preuve d'une grande fermeté, notamment par rapport au yen, atteignant un niveau record de ¥ 160 au commencement du mois d'avril, soit quelque 10% de plus qu'au début de l'année et son plus haut niveau depuis la fin de 1986. Cette envolée se produisit en dépit d'interventions massives à la baisse, notamment de la part des autorités

Fermeté initiale
du dollar,
notamment
vis-à-vis du yen ...



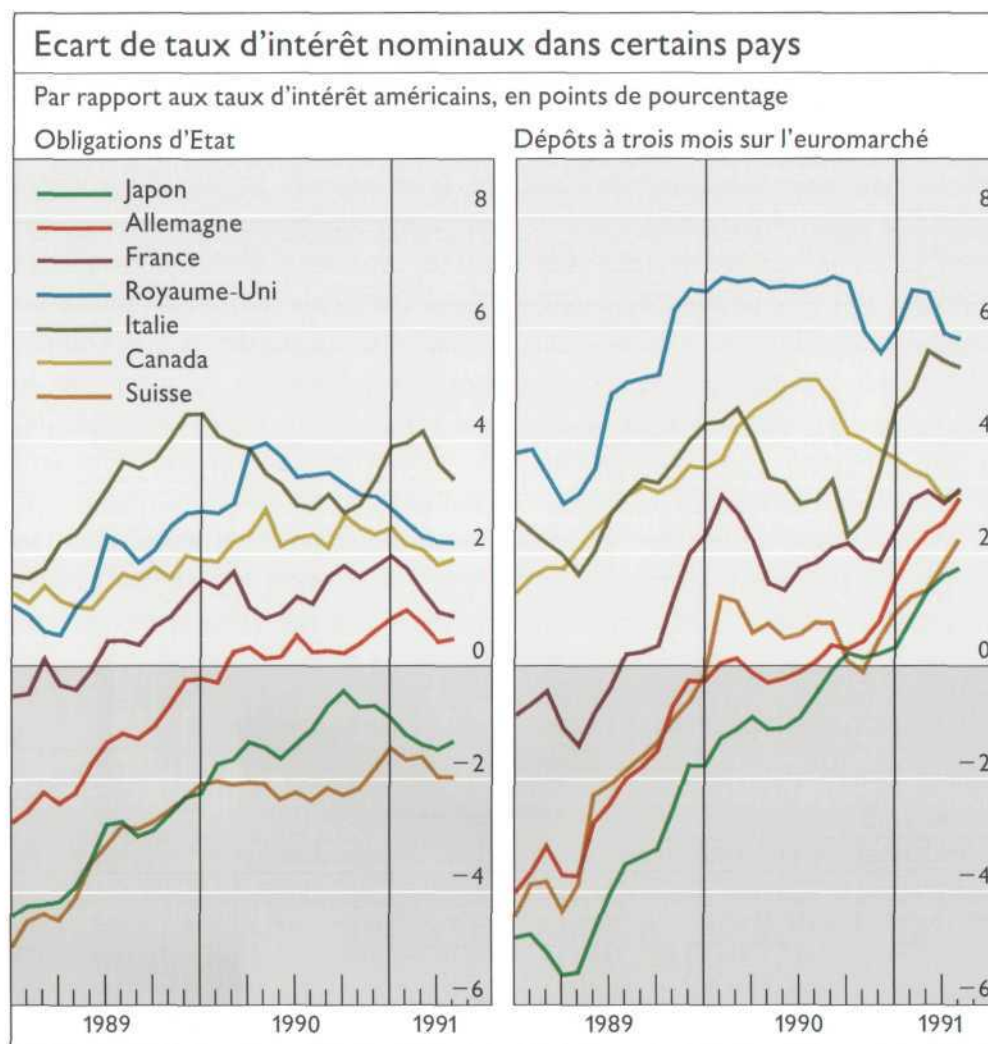
japonaises qui relevèrent également de nouveau le taux d'escompte officiel durant la seconde quinzaine de mars. Le 7 avril, les pays du Groupe des Sept soulignèrent les conséquences néfastes du recul du yen et confirmèrent leur volonté de coordonner les politiques économiques, et «notamment de coopérer sur les marchés des changes». A la suite de cette déclaration, les tensions politiques au sein du gouvernement japonais parurent s'affaiblir et les marchés des capitaux du Japon effacèrent une partie de leurs pertes antérieures. En outre, l'opinion du marché se modifia à l'égard de l'Allemagne et se rallia à l'idée que les autorités réussiraient à maîtriser les conséquences inflationnistes possibles de l'union économique et monétaire en voie de réalisation, ce qui eut une incidence bénéfique sur le deutsche mark. Tout cela ainsi que des interventions coordonnées d'ampleur limitée marquèrent effectivement la fin, pour cette période, de la tendance persistante à la hausse du dollar. Aussi, début mai, lorsque l'affaiblissement de l'économie américaine apparut clairement et que, de ce fait, les perspectives d'un nouveau mouvement des écarts de taux d'intérêt se furent accrues, le dollar commença à s'effriter revenant, à la fin du mois, au-dessous de ¥ 150.

Cependant, le dollar ne commença à baisser de façon persistante qu'à la fin de juin, au moment où les perspectives de l'économie américaine et de la politique monétaire firent l'objet d'une réévaluation plus fondamentale. Le Président ayant déclaré que des augmentations d'impôts pourraient être incluses dans un ensemble de mesures visant à réduire le déficit budgétaire, les perspectives d'un accord sur un tel dispositif s'améliorèrent. Alors que cette situation laissait entrevoir la possibilité d'une baisse des taux d'intérêt américains, la situation de haute conjoncture de l'Allemagne et du Japon semblait annoncer un renchérissement des taux dans ces pays.

L'invasion du Koweït par l'Irak, le 2 août, n'entraîna qu'une reprise extrêmement brève du dollar en tant que valeur-refuge. De fait, elle ne dura qu'une seule journée par rapport au deutsche mark, tandis que les craintes liées à la dépendance du Japon à l'égard des importations de pétrole prolongeaient sensiblement la faiblesse du yen. Néanmoins, avec la confirmation du ralentissement de l'économie américaine et la poursuite de l'évolution défavorable de l'écart des taux d'intérêt clés, le dollar reculait bientôt vis-à-vis d'un plus grand nombre de monnaies et continua de perdre du terrain, notamment contre le yen, pendant une grande partie du mois de septembre. Vers la fin de ce mois, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Sept firent de nouveau état de leurs préoccupations à propos de la faiblesse du yen, déjà exprimées lors du sommet de Houston, tout en notant que la monnaie japonaise s'était depuis lors appréciée, et conclurent que «les taux de change correspondaient mieux à présent à la poursuite de la correction des déséquilibres extérieurs». Cependant, tout de suite après cette déclaration, le dollar retomba de nouveau, et ce par rapport à l'ensemble des principales devises. Au début d'octobre, il franchit à plusieurs reprises des planchers historiques à l'égard du deutsche mark, après que le Président du Conseil de la Réserve fédérale eut publiquement lié la possibilité d'abaisser les taux d'intérêt à l'obtention

... faisant place à un recul devant des signes d'affaiblissement de l'économie américaine

Les perspectives d'une accentuation des écarts de taux d'intérêt contribuent à un nouveau fléchissement du dollar



d'un accord adéquat sur le budget. Cet accord fut réalisé vers la fin du mois d'octobre et les marchés en tirèrent la conclusion qui s'imposait, notamment lorsqu'il apparut que les autorités ne voyaient pas l'urgence d'intervenir pour s'opposer à un repli ordonné du dollar. L'annonce, le 19 novembre, d'une série de statistiques médiocres sur le commerce extérieur, auxquelles vinrent s'ajouter un certain ralentissement de l'inflation et la perception d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire, fit chuter le dollar à un nouveau plancher de DM 1,47, tandis que l'appréciation du yen contre dollar par rapport à son creux du début d'avril atteignait près de 26%.

Le glissement du dollar ne connaît qu'une pause temporaire

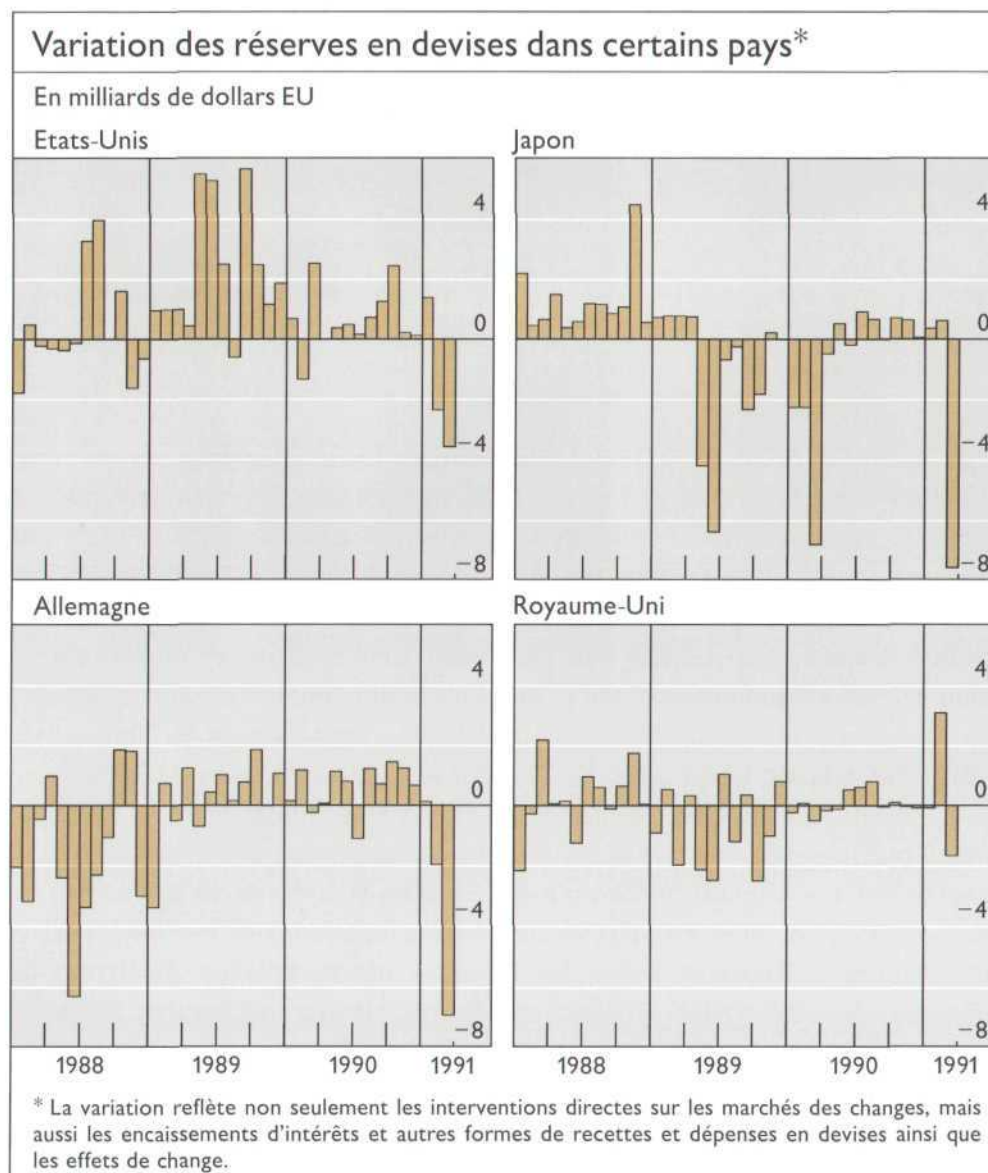
Ensuite, les taux de change se stabilisèrent: les perspectives d'un règlement pacifique de la crise du Golfe paraissaient plus incertaines; il était question d'une réunion du Groupe des Sept pour discuter de la faiblesse du dollar; enfin, l'opinion du marché concernant les monnaies européennes, et notamment le deutsche mark, fut ébranlée par la brusque démission du ministre soviétique des Affaires étrangères, le 20 décembre. Dans ce contexte, la Réserve fédérale put réagir à la morosité économique interne et abaissa le taux d'escompte de 7% à 6½%, le 19 décembre. A la mi-janvier, l'ouverture des hostilités dans le Golfe a déclenché un nouveau glissement du dollar qui l'a mené, début février, jusqu'à son plancher par rapport au

deutsche mark pour la totalité de la période sous revue, c'est-à-dire DM 1,45, soit une baisse de plus de 15% sur son niveau de mars 1990.

La déclaration du Groupe des Sept, le 21 janvier, ne visait pas, en définitive, la faiblesse du dollar en tant que telle. Dix jours plus tard, la Bundesbank relevait les taux directeurs allemands et, le lendemain, le taux d'escompte américain était abaissé une nouvelle fois, à 6%. Là encore, les préoccupations internes avaient semblé plus urgentes que les éventuels problèmes résultant des fluctuations de change. Cependant, cela n'a pas empêché les banques centrales, cette fois-ci sous la conduite des autorités américaines, d'intervenir sur les marchés. Cette opération concertée, la première du genre depuis presque un an, a été aussi remarquable en ce sens que les autorités nippones se sont abstenues de toute action, démontrant ainsi sans ambiguïté que la hausse du yen ne leur déplaisait pas.

Le soutien
coordonné
du dollar...

Ce soutien coordonné du dollar avait pour principal objectif de lui fixer un plancher et d'essayer de dissiper l'idée selon laquelle la «douce insouciance» était à l'ordre du jour, idée née d'une mauvaise interprétation



... est suivi peu de temps après par un redressement marqué ...

... et par des interventions concertées destinées à enrayer son regain de fermeté

Cependant, le dollar continue de monter

Fermeté du dollar canadien face aux incertitudes constitutionnelles

du communiqué du Groupe des Sept et des modifications subséquentes des taux directeurs. Bien que les interventions aient été d'une ampleur relativement modeste, les marchés ont semblé comprendre ce message. De fait, à partir de la seconde quinzaine de février, la monnaie américaine a recommencé à monter fortement et, à la fin de la première semaine de mars, elle avait regagné environ 7% par rapport au yen et au deutsche mark. Le 11 mars, l'appréciation du dollar menaçait de prendre un tour désordonné, amenant ainsi, moins d'un mois après des achats concertés de soutien, à une nouvelle action coordonnée, mais cette fois-ci sous l'égide de la Bundesbank, pour maîtriser l'accès de fermeté du dollar. La perspective d'une issue heureuse dans la guerre du Golfe, puis sa matérialisation ont joué sans aucun doute un rôle important dans ce soudain regain de vigueur. En outre, la conviction s'est peu à peu répandue que le pire de la récession était vraisemblablement passé. Les marchés, quant à eux, ont vu dans la conversion en dollars d'une partie de l'aide financière alliée un facteur d'appréciation de la monnaie américaine. Parallèlement, l'aggravation de la crise économique dans la partie orientale de l'Allemagne et l'éventualité de répercussions politiques, ainsi que les conséquences de la détérioration de la situation en Union soviétique, ont commencé à peser sur le deutsche mark. Les signes d'un ralentissement de la croissance économique japonaise laissaient également entrevoir la possibilité d'une modification des écarts de taux d'intérêt en faveur des Etats-Unis.

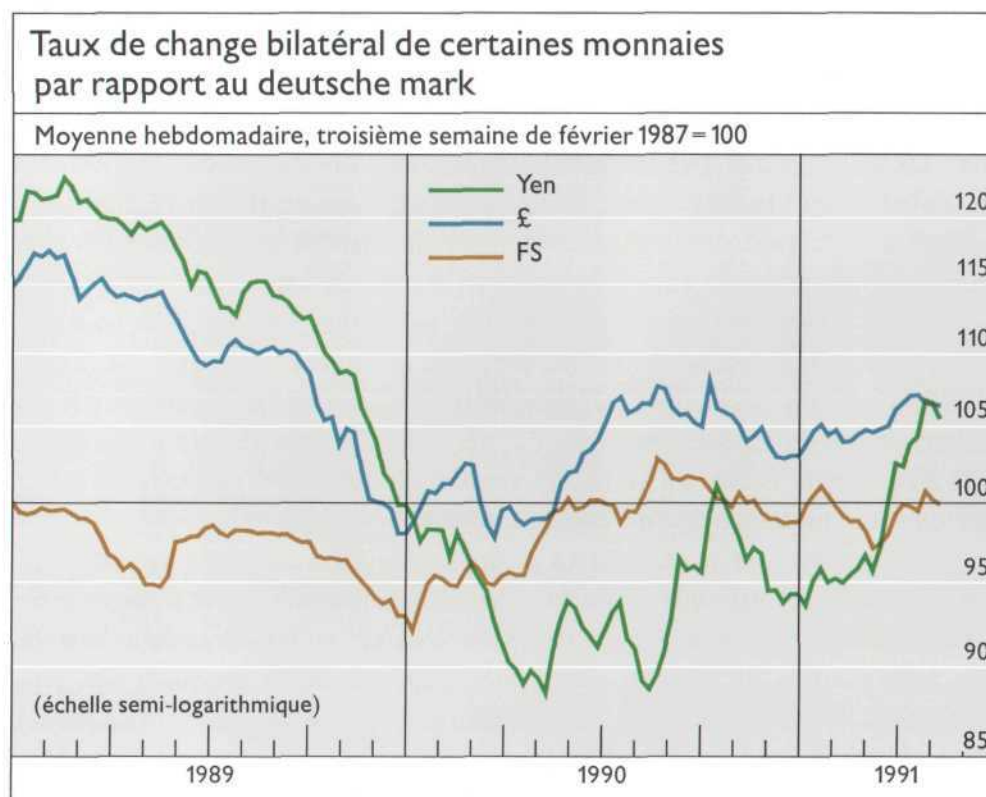
En dépit de ces diverses explications, l'ampleur du soudain revirement du dollar et son redressement, notamment vis-à-vis du deutsche mark, ont surpris à la fois de nombreux opérateurs du marché et les autorités. Les tentatives réitérées et coordonnées d'en freiner la hausse se sont avérées nettement moins efficaces que les efforts antérieurs destinés à le soutenir. Alors même que les autorités ne cessaient d'intervenir et que les écarts défavorables de taux d'intérêt s'accroissaient, le dollar a poursuivi son ascension vertigineuse, entrecoupée de quelques pauses, pour atteindre DM 1,77 vers la fin d'avril, soit une appréciation de 22% par rapport à son plancher qui ne datait que de onze semaines.

Comparativement aux autres grandes monnaies, le *dollar canadien* est resté en 1990 à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite par rapport à la monnaie américaine. Suite à une sévère baisse en janvier, due à l'instabilité momentanée du marché après une réduction assez modeste des taux directeurs, le dollar canadien se reprit au cours des mois suivants, lorsque les autorités laissèrent les écarts de taux d'intérêt vis-à-vis des Etats-Unis s'élargir sensiblement. En mai et juin, le dollar canadien subit de nouveau des pressions à la baisse devant la montée de l'incertitude entourant le résultat des débats constitutionnels de Meech Lake. Malgré l'absence d'accord, la monnaie canadienne se redressa vivement en août, pour atteindre son plus haut niveau depuis douze ans à l'égard de la monnaie américaine, au moment où les prix du pétrole progressaient fortement au début de la crise du Golfe. Ensuite, le dollar canadien se replia légèrement puis se stabilisa, en dépit d'un recul notable des taux d'intérêt à court terme par rapport à ceux des Etats-Unis et des variations brutales des prix du pétrole.

Evolution des taux bilatéraux

Dans les premiers mois de la période sous revue, le yen japonais poursuivait son fléchissement vis-à-vis du deutsche mark, amorcé depuis 1989. En février 1989, le taux bilatéral dépassait de plus de 20% le niveau qu'il occupait lors de la signature de l'accord du Louvre en 1987. Dès janvier 1990, la totalité de cette hausse extraordinaire avait été effacée et, début mai, le yen avait perdu 12%, malgré des interventions antérieures massives à la baisse du dollar. Son redressement ultérieur marqué à l'égard du dollar dépassa parfois sensiblement celui du deutsche mark, par suite du renchérissement progressif des taux d'intérêt japonais, même par rapport aux taux allemands, et des incertitudes internes pesant sur le deutsche mark. En fait, au début d'octobre, après une quasi-égalisation des taux d'intérêt japonais et américains à long terme et des rentrées massives de capitaux liées aux besoins de financement suscités par le recul des cours en Bourse, le yen avait largement compensé ses pertes par rapport au deutsche mark depuis janvier 1990 et dépassait de quelque 16% son plancher des premiers jours de mai vis-à-vis de cette devise.

Le yen fléchit encore avant d'amorcer une reprise irrégulière



Ultérieurement, avec le net assouplissement des taux d'intérêt japonais à long terme par rapport aux taux américains et allemands, le yen a perdu environ 9% vis-à-vis du deutsche mark puis a recommencé à monter dès le début de l'année. Il a encore gagné quelques points en février, lorsque les autorités japonaises ont laissé transparaître leur désir d'avoir une monnaie relativement ferme en s'abstenant d'intervenir massivement pour soutenir le dollar. En mars et avril, en revanche, elles ont totalement participé à

l'opération coordonnée visant à fixer un plafond au dollar et, malgré le succès initial modéré de cette action, le yen s'est apprécié de plus de 10% par rapport au deutsche mark.

Depuis le début de 1990, l'évolution de la *livre sterling* est la résultante de deux facteurs principaux: des accès répétés et intermittents de fermeté après sa faiblesse du printemps, liée à des incertitudes politiques, puis son entrée dans le mécanisme de change du SME au début d'octobre.

La livre sterling,
faible au
printemps, ...

A l'instar du yen, la livre sterling s'était aussi effritée par rapport au deutsche mark presque tout au long de 1989, bien que pour des raisons différentes, à savoir l'intensification de la poussée inflationniste et une aggravation rapide du déficit des paiements courants. Au début de 1990, les tensions se relâchèrent quelque peu devant la volonté affichée du gouvernement de combattre l'inflation et l'amélioration temporaire des résultats du commerce extérieur. En mars cependant, les tensions sociales et politiques entourant le nouvel impôt municipal («poll tax») et les réactions défavorables au budget déclenchèrent de nouvelles pressions sur la monnaie, qui enregistra des cours extrêmement bas, proches de DM 2,70.

... se renforce en
milieu d'année ...

Le redressement de la livre s'amorça en mai, sous l'influence de certains facteurs techniques et grâce à des résultats d'élections locales plus favorables que prévu pour les conservateurs au pouvoir. Ultérieurement, les spéculations à propos de son entrée dans le MCE, qui devaient revenir périodiquement au cours des mois suivants, concoururent à son renforcement. Une recrudescence de l'inflation contribua à étayer l'hypothèse selon laquelle les taux d'intérêt resteraient élevés pendant quelque temps. En juillet, la livre atteignit temporairement un sommet proche de DM 3,00 et les conséquences sur les prix du pétrole de l'invasion du Koweït la firent encore monter durant la seconde quinzaine d'août.

... avant d'entrer
dans le mécanisme
de change du SME
en octobre

A la fin d'août et en septembre, la livre se replia quelque peu sous l'influence de rumeurs faisant état d'un ajournement de sa participation au MCE. Cependant, le 8 octobre, elle y adhéra brusquement à un cours-pivot de DM 2,95 et avec une marge de fluctuation large de $\pm 6\%$. En dépit de la réduction simultanée de 1% des taux d'intérêt britanniques, les marchés commencèrent par la coter nettement au-dessus de DM 3,00. Ces niveaux élevés ne devaient toutefois pas résister longtemps et la monnaie britannique s'est aussi ressentie des incertitudes politiques au Royaume-Uni, qui culminèrent avec la démission du Premier ministre, le 22 novembre. Malgré la dissipation de ces incertitudes, elle resta relativement faible le reste de l'année et tomba à DM 2,86 en décembre. Le reflux général des taux d'intérêt internationaux au début de 1991 permit néanmoins aux autorités britanniques d'abaisser également par paliers leurs taux sans susciter de tensions excessives, tout en réitérant leur détermination de se conformer à la discipline du MCE, solide rempart contre l'inflation. Vers la fin de mars, au moment où le dollar poursuivait son redressement et où le deutsche mark s'effritait au sein du MCE, la livre sterling remontait, elle aussi, et dépassait de nouveau DM 2,95, son cours-pivot par rapport au deutsche mark.

La faiblesse inhabituelle du *franc suisse*, qui avait commencé en 1989, atteignit son record juste au début de 1990. A ce moment-là, la monnaie

helvétique avait perdu 8% vis-à-vis du deutsche mark en l'espace de douze mois et se situait à son plus bas niveau par rapport à cette devise depuis le début de 1981. Au cours de la période sous revue, elle a essentiellement regagné du terrain à partir de ce creux, mais au prix d'une cherté historique de l'argent interne, au moins à l'échelle de la Suisse. Le redressement s'est opéré en trois étapes. La première suivit l'approche offensive de la Banque Nationale Suisse, qui se traduisit par un écart positif sans précédent des taux d'intérêt en faveur du franc suisse par rapport au deutsche mark. La deuxième s'ouvrit à la fin d'avril, lorsque cet écart retrouva une ampleur relativement marquée. La troisième, enfin, débuta en août, lorsque les considérations traditionnelles de valeur-refuge contribuèrent à propulser momentanément le franc suisse à son plus haut niveau de la période, soit 81,5 centimes pour un deutsche mark. Cependant, les taux d'intérêt allemands ont alors commencé leur remontée, tandis que les taux d'intérêt suisses baissaient en janvier et février 1991. C'est ainsi qu'au début de mars de cette année, il était revenu à environ 87 centimes pour un deutsche mark, avant que la monnaie allemande ne subisse un accès de faiblesse vis-à-vis de l'ensemble des devises et que, par conséquent, le franc suisse ne regagne du terrain.

Redressement du franc suisse après une faiblesse inhabituelle

Perspectives à plus long terme pour les principaux rapports de change

La poursuite de la baisse prononcée de la valeur externe du dollar au second semestre de l'an dernier a renforcé l'opinion de ceux qui soutenaient déjà que cette devise était significativement sous-évaluée. La surévaluation du yen et – de façon moins certaine, étant donné la situation inédite et particulière de l'Allemagne – du deutsche mark semblait en être la contrepartie. Ces conclusions reposaient sur des calculs de parités de pouvoir d'achat dérivés, par exemple, d'études des prix à la production dans plusieurs pays pour des produits identiques ou similaires. Qui plus est, la remontée soudaine du dollar à partir de la deuxième quinzaine de février 1991 n'a effacé que partiellement la surévaluation et la sous-évaluation ainsi déterminées.

Sous-évaluation du dollar?

On reconnaît depuis longtemps que les calculs de parités de pouvoir d'achat ne constituent que des indicateurs partiels des relations appropriées de taux de change. Ils ne tiennent pas compte, en particulier, du rôle nécessaire des taux de change dans le processus d'ajustement international. C'est pourquoi les autres méthodes qui prétendent évaluer les cours adéquats comparent habituellement le niveau d'un indice de taux de change corrigé des variations de prix avec le niveau d'une période donnée pendant laquelle les économies concernées semblaient être en équilibre, tant sur le plan interne qu'externe. De telles appréciations n'ont jamais pu être totalement objectives, mais la mondialisation croissante des marchés des capitaux, notamment, les a encore rendues plus difficiles ces dernières années. L'équilibre international n'est plus nécessairement caractérisé par des déficits des paiements courants faibles, voire négligeables. A l'heure actuelle, on pourrait seulement dire que celui-ci devrait correspondre à une situation dans

Différentes méthodes de détermination des niveaux appropriés des taux de change

laquelle aucun pays ne s'endetterait vis-à-vis de l'étranger au point d'éprouver, à un certain moment, des difficultés à assurer le service de sa dette. Il s'agit là d'un concept manifestement beaucoup plus vague qui, naturellement, justifie le raisonnement en termes de fourchettes, et non de normes, pour déterminer le niveau de taux de change compatible avec des niveaux appropriés de compétitivité.

Ce problème mis à part, les calculs de taux de change réels font apparaître une situation assez différente de celle qui ressort des calculs de parités de pouvoir d'achat. La période de référence choisie dans le graphique de la page 204 est février 1987, époque de l'accord du Louvre. Ce fut le moment où, tout en ne souhaitant pas prendre d'engagements précis, les autorités estimèrent que le nécessaire recul du dollar était déjà intervenu. Au cours des deux années précédentes, le taux de change effectif réel du dollar avait baissé d'un tiers, tandis que celui du yen avait gagné presque 50% et celui du deutsche mark 20%. De plus, le dollar et le deutsche mark avaient alors pratiquement retrouvé leur niveau effectif réel de la fin des années soixante-dix lorsque l'équilibre semblait globalement s'être instauré à l'échelle internationale. Le yen, cependant, était monté de 20%.

Importantes
fluctuations
des taux
de change réels
depuis l'accord
du Louvre

En tout état de cause, le dollar ne resta pas à son niveau réel de l'accord du Louvre; à la fin de 1987, il avait encore perdu 13% puis fluctua entre 10% et 16% au-dessous de son niveau de février 1987 jusqu'à l'an dernier, où il a enregistré un nouveau repli de 12% entre le deuxième et le quatrième trimestre, malgré la poursuite de l'amenuisement du déficit des paiements courants américains, en particulier en pourcentage du PNB. Comme le montre le graphique, un mouvement en sens contraire, c'est-à-dire ascendant, du taux de change effectif réel du yen japonais a constitué un élément important de la contrepartie du recul du dollar l'an dernier, ramenant le yen à un niveau proche de celui de l'accord du Louvre. Du fait en partie d'une structure des échanges extérieurs très différente, le taux de change effectif réel du deutsche mark n'a pas significativement progressé l'année dernière, mais il ne s'est pas non plus sensiblement écarté, à aucun moment depuis le début de 1987, de son niveau de l'accord du Louvre. Etant donné la baisse rapide et importante de l'excédent allemand des paiements courants, cela n'est pas a priori surprenant, notamment dans la mesure où cette évolution est en relation étroite avec les effets de l'unification, si bien qu'il est difficile de déterminer avec précision les influences purement conjoncturelles sur la balance des paiements. Dans le cas du Japon, une incidence de cette nature s'exerçait en particulier vis-à-vis des Etats-Unis et, au vu de la tendance renouvelée à l'augmentation de l'excédent nippon des paiements courants, on peut encore se demander si, loin d'être surévalué comme le laissaient supposer les calculs de parités de pouvoir d'achat, le yen ne serait pas proche de sa valeur appropriée sur le long terme, voire peut-être encore au-dessous.

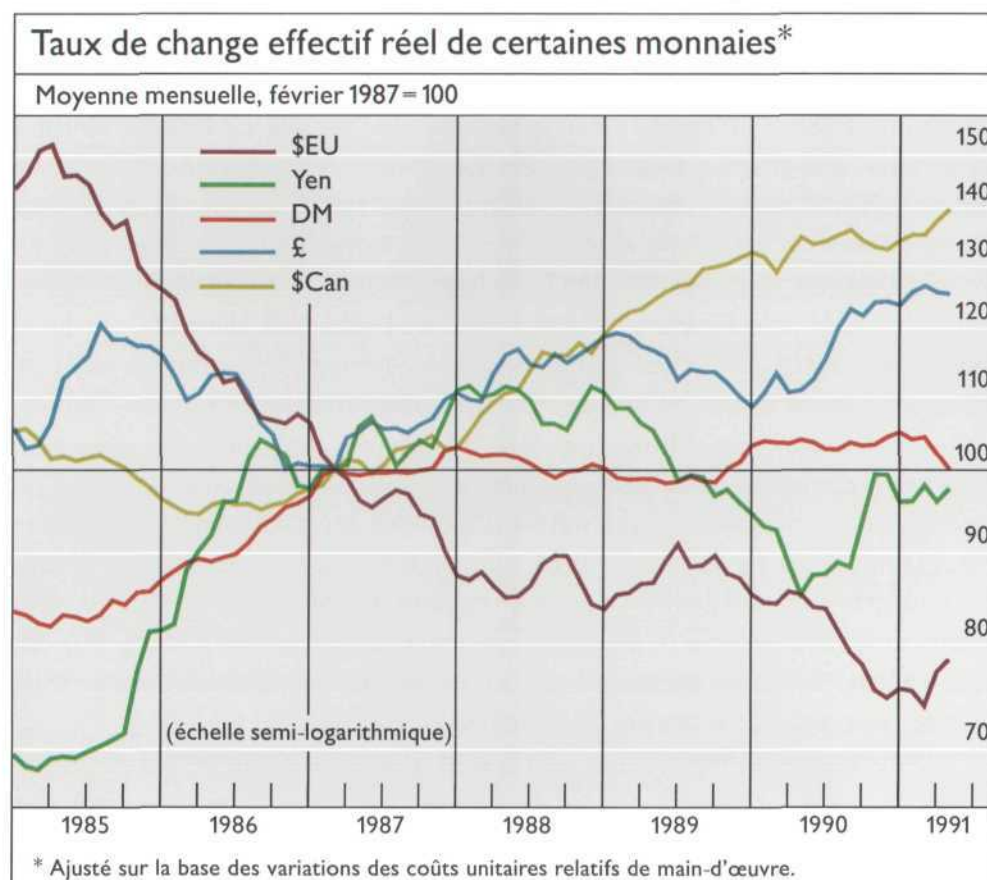
D'après le graphique, il est clair que la poursuite du repli réel du dollar depuis l'accord du Louvre n'a pas principalement sa contrepartie dans des variations en sens contraire du yen et du deutsche mark, mais plutôt dans des monnaies telles que le dollar canadien, qui a une forte pondération dans

l'indice américain, et la livre sterling. De fait, au début de cette année, le taux de change effectif réel du dollar canadien dépassait de 40% son niveau de l'accord du Louvre, étant donné que la relative fermeté et stabilité de son taux de change nominal étaient allées de pair avec une divergence ininterrompue de l'évolution des coûts salariaux. Au Canada, comme au Royaume-Uni tout particulièrement après l'entrée de la livre sterling dans le MCE, les conséquences anti-inflationnistes de la stabilité des taux de change nominaux ont joué un rôle dans la stratégie des autorités. Cependant, à moins que ces orientations en matière de taux de change ne se traduisent à un certain moment par une modification de l'évolution des coûts salariaux, les répercussions pour la compétitivité rendront tôt ou tard la situation insoutenable.

Par ailleurs, en ce qui concerne la prétendue sous-évaluation du dollar, au moins avant sa récente hausse, il conviendrait de souligner que les calculs de taux de change réels, quels qu'ils soient, en tant qu'indicateurs de niveaux de change appropriés, présentent une utilité limitée pour plusieurs raisons. D'abord, ils ne peuvent pas tenir compte des facteurs qualitatifs et structurels susceptibles d'exercer une forte influence sur les résultats du commerce extérieur d'un pays: en particulier l'esthétique, la fiabilité, l'entretien et les autres services annexes offerts en même temps que les biens vendus ainsi que le degré d'ouverture des marchés étrangers aux exportations du pays en question. Une croissance dynamique qui s'accompagne, à un degré particulièrement élevé, de gains de productivité et d'innovations

Appréciation, en termes réels, du dollar canadien et de la livre qui implique la nécessité d'une amélioration des résultats en matière de coûts

Autres facteurs agissant sur les niveaux appropriés des taux de change



Redistribution
des stocks d'actifs
et de passifs

dans le secteur des exportations peut aussi justifier des changements dans les relations de taux de change réels.

De plus, après une période prolongée de déséquilibre extérieur important, le montant des stocks d'actifs et de passifs internationaux aura varié dans de fortes proportions. Les flux de revenus au titre des capitaux internationaux se seront donc très vraisemblablement modifiés de façon durable. Précisément, dans le cas présent, la position américaine à plus long terme des revenus des capitaux s'est, à coup sûr, détériorée et exigera donc, toutes choses égales par ailleurs, une amélioration des autres postes des paiements courants pour un résultat global donné. Cette situation pourrait bien impliquer la nécessité d'un renforcement de la compétitivité américaine.

Nécessité d'une
sous-évaluation
temporaire
du dollar?

Troisième remarque importante, lorsque la balance des paiements courants d'un pays enregistre systématiquement un déficit élevé, une sous-évaluation substantielle de son taux de change (par rapport à son niveau approprié à plus long terme) peut s'avérer nécessaire pendant un certain temps afin de provoquer l'ajustement requis des structures économiques et des flux commerciaux. Quand, dans un pays comme les Etats-Unis, un très grand nombre de postes de la balance commerciale, tels que les exportations de produits agricoles et les importations de pétrole et d'autres matières premières, ne sont pas très sensibles aux incitations par les prix et lorsque la plupart des industries ont à leur disposition un gigantesque marché intérieur qui les détourne de l'exportation, une forte sous-évaluation peut s'avérer nécessaire pour provoquer une amélioration substantielle de la balance commerciale dans un délai raisonnable. La réaction jusqu'ici hésitante, malgré une conjoncture propice, de la balance commerciale américaine à plusieurs années de dépréciation notable semblerait corroborer ce point de vue.

Progrès
à accomplir dans
la correction
du déséquilibre
commercial

Il convient également de se demander dans quelle mesure une nouvelle réduction sensible du déficit commercial américain doit être considérée comme souhaitable. Les années passées, le déficit du commerce américain a beaucoup tenu au besoin de financement budgétaire combiné au niveau extrêmement bas de l'épargne privée aux Etats-Unis. Ce solde négatif était cependant aisément finançable au plan international et peut avoir contribué au soutien de l'activité économique mondiale face à trois évolutions: les confortables excédents d'épargne allemand et japonais; l'assouplissement progressif des restrictions aux mouvements internationaux de capitaux avec, parallèlement, une vague de diversification des portefeuilles au profit des placements aux Etats-Unis; l'incapacité d'un certain nombre de pays en développement d'attirer des montants suffisants de capitaux étrangers. Plusieurs de ces facteurs se sont désormais modifiés ou sont sur le point d'évoluer. Aux Etats-Unis, le programme voté devrait restreindre, voire éliminer, le déficit budgétaire américain durant les années à venir. Les changements en cours dans la partie orientale de l'Allemagne sont en voie d'absorber pratiquement l'intégralité de l'excédent d'épargne de ce pays, autrefois substantiel. Dans le même temps, divers pays d'Europe de l'Est ont besoin de montants importants de capitaux étrangers et ces financements

ne seront vraisemblablement mis à leur disposition qu'avec le soutien officiel des pays occidentaux, comme dans le cas de la plupart des pays en développement. En outre, par suite de la guerre du Golfe, plusieurs des anciens gros exportateurs de capitaux de cette région sont probablement devenus pour quelque temps importateurs nets.

Enfin, avec l'augmentation sensible, ces dernières années, de la part des actifs américains dans les portefeuilles internationaux et l'achèvement, plus ou moins complet, du processus de libéralisation des mouvements internationaux de capitaux dans les principaux pays industrialisés, on peut parfaitement imaginer que la diversification des portefeuilles en faveur des actifs américains se ralentisse. Parallèlement, l'évolution de ce que l'on appelle les «espaces économiques plus larges» en Europe et l'importance croissante des économies de la zone Pacifique peuvent encourager une certaine diversification des portefeuilles, par les résidents américains, au profit de placements internationaux. On est donc fondé à se demander si, toute considération de taux de change mise à part, la tendance des mouvements internationaux nets de capitaux continuera de favoriser aussi fortement les Etats-Unis qu'au cours de la décennie précédente.

Possible
ralentissement de
la diversification
des portefeuilles
en faveur
du dollar

En résumé, compte tenu de ces diverses considérations et évolutions, une nouvelle réduction du déficit commercial américain pourrait bien être appropriée. Le niveau actuel du dollar, notamment après sa dernière correction à la hausse, peut être considéré, par conséquent, comme tout à fait réaliste, même s'il se situe encore quelque peu au-dessous des niveaux appropriés suggérés par les comparaisons de parités de pouvoir d'achat.

Evolution au sein du mécanisme de change du SME

La période sous revue a été importante pour la poursuite du développement du SME et sa fonction de promotion de la convergence des résultats économiques dans les Etats membres. Cela s'est traduit non seulement par des progrès supplémentaires dans le rétrécissement de certains écarts clés d'inflation, mais aussi dans la nouvelle réduction des différences de taux d'intérêt avec l'Allemagne. C'est ainsi que, lorsque les divergences conjoncturelles au sein de la Communauté européenne se sont intensifiées, notamment avec la poursuite de l'expansion rapide de l'économie allemande, les tensions entre exigences internes et engagements de change au sein du MCE qui en ont résulté ont été moins importantes qu'elles n'auraient pu l'être autrement. Les progrès au sein du SME sont également évidents si l'on considère les engagements que certains gouvernements ont estimé pouvoir prendre. Au tout début de la période, dans les premiers jours de janvier 1990, les autorités françaises manifestèrent leur confiance dans la structure existante des parités du MCE en abolissant tout ce qui subsistait du contrôle des changes. En mai, l'Italie se sentit en mesure de suivre cet exemple, de même que l'Espagne en avril 1991. En juin 1990, les autorités belges annoncèrent leur intention de lier plus étroitement le franc au deutsche mark, ce qui revenait à réduire, dans une proportion non précisée, la marge de fluctuation autorisée de la monnaie belge au sein de la bande

Poursuite de
la convergence

Renforcement
et élargissement
supplémentaires
des accords
de taux de change
au sein du MCE

étroite. Les autorités britanniques surprisent les marchés en faisant entrer la livre sterling dans le mécanisme de change au début du mois d'octobre, au départ avec une marge de fluctuation large ($\pm 6\%$). Enfin, toujours en octobre, le Portugal modifia les accords de parités mobiles pour l'escudo et remplaça l'indice global pondéré des échanges extérieurs par un indice des monnaies du MCE, permettant ainsi au taux de change de réagir de façon plus souple à la situation du marché. A l'extérieur du SME, les autorités norvégiennes annoncèrent, le même mois, leur intention de lier la couronne à l'écu avec une marge de fluctuation de $\pm 2\frac{1}{4}\%$. Le 17 mai 1991, les autorités suédoises décidaient également de rattacher la couronne à l'écu avec une marge de fluctuation de $\pm 1\frac{1}{2}\%$ seulement.

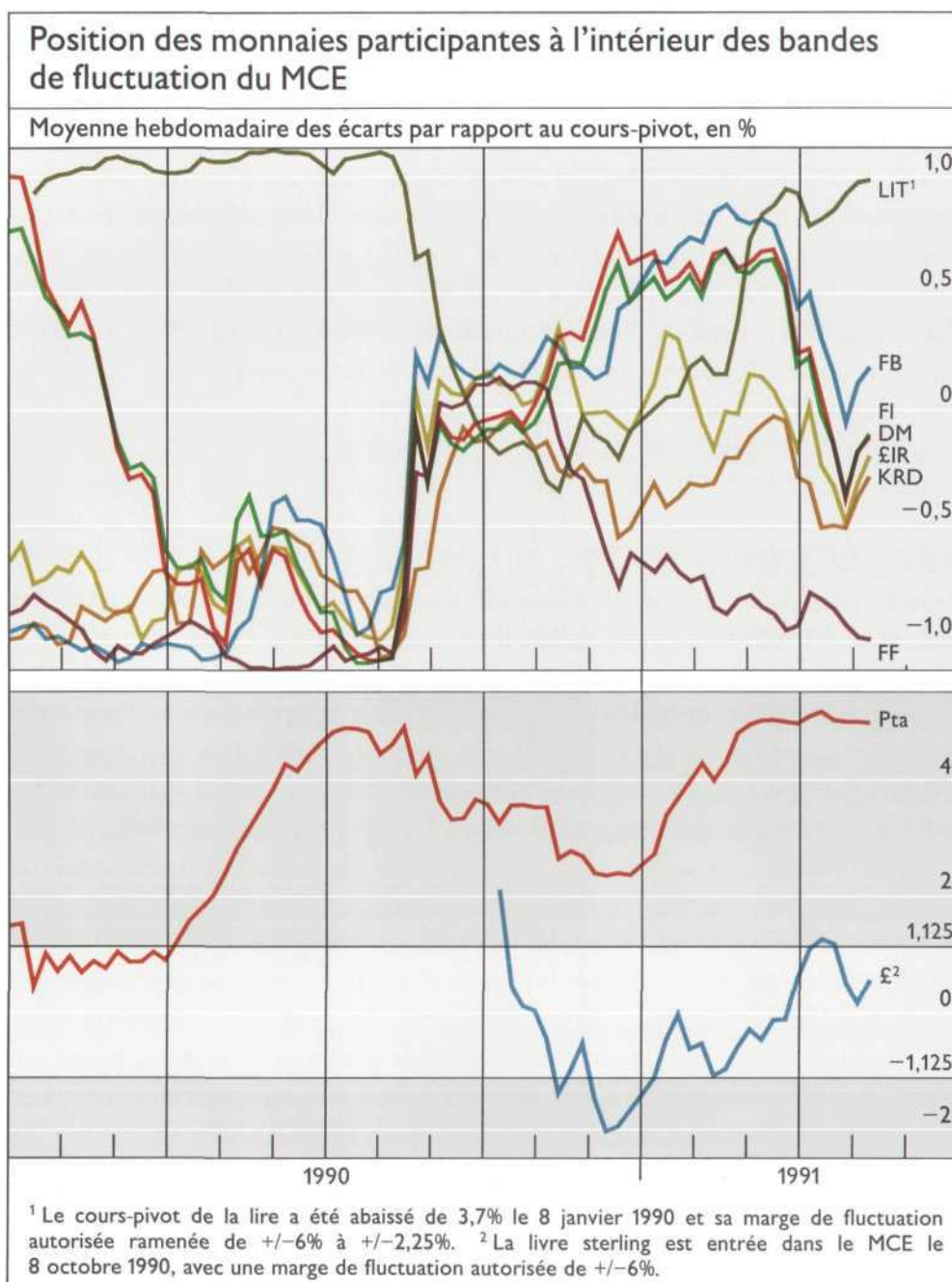
Quatre phases:

prédominance
des écarts
de taux d'intérêt
nominaux

Par commodité, on peut distinguer quatre phases relativement distinctes dans l'évolution du mécanisme de change durant la période sous revue. La première, pendant laquelle la lire italienne rejoignit la bande étroite de fluctuation du MCE dans les premiers jours de janvier 1990, s'étend jusqu'au mois d'août; cette décision, ainsi que la ferme volonté des autorités françaises de ne pas toucher à la parité du franc, inaugura une période de calme relatif après les spéculations d'un réaligement plus général des parités au sein du MCE. C'est de là que découle la caractéristique marquante de la première phase, à savoir le retour des écarts de taux d'intérêt nominaux en tant que facteur essentiel de la configuration des mouvements internationaux de capitaux. La lire italienne s'apprécia rapidement et devint la monnaie la plus forte de la bande étroite; puis, après la libéralisation des entrées de capitaux en Espagne, la peseta s'inscrivit également en hausse sensible, finissant par atteindre le plafond de la marge de fluctuation large. Etant donné les taux d'inflation relativement élevés en Italie et en Espagne, les autorités, italiennes notamment, n'estimèrent pas approprié d'abaisser les taux d'intérêt pour atténuer les tensions qui en résultaient et procédèrent à plusieurs reprises à des interventions massives. Cette période vit aussi, cependant, un certain resserrement des écarts de taux d'intérêt. Malgré cela, le deutsche mark quitta la limite supérieure de la bande étroite et glissa vers le bas entre janvier et avril, touchant même le plancher au moment du déclenchement de la crise du Golfe. Durant cette première phase, après les efforts de la France pour réduire les taux directeurs, le franc français toucha plusieurs fois sa limite inférieure par rapport à la lire italienne.

prudence suscitée
par la crise
du Golfe

L'ouverture de la crise du Golfe, dans les premiers jours d'août, contraignit à une révision plus générale des risques de taux de change inhérents aux devises assorties de taux d'intérêt élevés. Cette deuxième phase d'évolution fut marquée par un brusque rapprochement des monnaies participantes vers leur cours-pivot, situation qui demeura pratiquement inchangée jusqu'à la fin du mois d'octobre. Vu l'incertitude de la situation internationale, la faiblesse persistante du dollar au cours de cette période n'entraîna pas de tensions traditionnelles au sein du MCE sous la forme d'un renforcement du deutsche mark. Le franc français, stimulé par l'annonce de résultats favorables en matière d'inflation au mois d'août, s'inscrivit même en hausse et atteignit son niveau maximal depuis trois ans vis-à-vis du



deutsche mark, ce qui permit aux autorités françaises d'augmenter leurs réserves en devises.

Cependant, la nouvelle poussée vigoureuse des taux allemands à court terme en novembre et en décembre ouvrit une troisième phase au cours de laquelle le deutsche mark se renforça effectivement et le franc français s'effrita, ce qui élargit de nouveau la dispersion des devises autour de leur cours-pivot. De fait, à partir de fin octobre, le franc français baissa presque sans discontinuer et fut constamment la monnaie la plus faible de la bande étroite. Bien qu'aucune de ces deux monnaies n'ait atteint son cours limite, les autorités procédèrent à des interventions intramarginales dans le cadre des efforts internationaux généralisés visant à tempérer la fermeté de la monnaie allemande vis-à-vis du dollar. La démission du ministre soviétique

tensions dues
au resserrement
monétaire
allemand

des Affaires étrangères, le 20 décembre, porta un coup à la confiance dans le deutsche mark, qui céda la première place dans la bande étroite au franc belge au début de 1991. Le relèvement des taux directeurs allemands dans les premiers jours de février ne suscita aucune tension importante étant donné qu'il s'est accompagné d'un fléchissement des taux allemands à long terme et, hors du MCE, de ventes concertées de deutsche marks destinées à enrayer la faiblesse du dollar. En outre, tout en étant toujours en dernière position dans la bande étroite, le franc français a bénéficié de la persistance de la réduction, amorcée précédemment, de l'écart entre les taux d'inflation français et allemand.

fermeté du dollar
et rôle de nouveau
prépondérant
des écarts
de taux d'intérêt
nominaux

Au début du mois de mars, la lire italienne est apparue une fois encore comme la monnaie la plus forte de la bande étroite, ce qui, combiné à la vigoureuse reprise du dollar, a effectivement marqué le début de la dernière phase. A l'instar de la première, elle a été caractérisée par l'émergence des écarts de taux d'intérêt nominaux comme facteur déterminant des tensions sur les monnaies, qui, en mars, ont fait monter la peseta jusqu'à son plafond vis-à-vis du franc français. Le vif redressement du dollar, les inquiétudes concernant l'évolution de la partie orientale de l'Allemagne et la détérioration prononcée de la balance allemande des paiements courants ont contribué à faire redescendre le deutsche mark vers le centre de la bande étroite et dissipé toute crainte d'un important réaligement des cours-pivots. La livre sterling a aussi fait preuve d'un regain de vigueur à ce moment, sur la base de considérations de taux d'intérêt nominaux, ce qui a permis aux autorités d'abaisser par petites touches le niveau général des taux d'intérêt britanniques. L'Espagne, en particulier, s'est de nouveau trouvée écartelée, cependant, entre les pressions en faveur d'une réduction des taux d'intérêt et la nécessité de combattre l'inflation interne. En France, à l'inverse, le recours au renchérissement du loyer de l'argent pour lutter contre les tensions sur le marché des changes s'est révélé inapproprié par suite de la faiblesse de la demande intérieure et, en mars, les autorités ont de nouveau procédé à des interventions. En fait, grâce à un assouplissement plus général du loyer de l'argent en Europe, les taux d'intérêt français ont pu être quelque peu réduits également, malgré les tensions sur les marchés des changes.

Production et marché de l'or

Faiblesse
du cours de l'or
malgré de vives
incertitudes
économiques
et politiques

Peut-être la caractéristique la plus remarquable du marché des métaux précieux pendant la période sous revue a-t-elle été le manque de réaction significative des cours au conflit du Golfe, à l'agitation politique en Union soviétique et aux interrogations réitérées sur la solidité du système bancaire international. Bien que les cotations journalières aient fait preuve d'une instabilité quelque peu plus prononcée que ces dernières années et réagi temporairement à des événements spectaculaires, on n'a absolument pas enregistré de pressions ininterrompues à la hausse, si évidentes durant les périodes antérieures de conflit au Moyen-Orient et d'envolées des prix énergétiques. A la fin de 1990, les cours étaient même légèrement inférieurs

à ceux du début de l'année. On peut en conclure que l'or a perdu de son attrait en tant que valeur-refuge, au moins tant qu'il existe une gamme de produits financiers à faible risque, à rendement réel relativement élevé et facilement accessibles. La poursuite de l'accroissement de l'offre et la tendance grandissante des producteurs et autres détenteurs à approvisionner le marché lorsque les cours font preuve d'une certaine fermeté peut aussi avoir contribué à cette apathie.

L'an passé, l'offre d'or sur le marché s'est poursuivie au niveau élevé de plus de 2.200 tonnes déjà atteint en 1989. L'accroissement des ventes de l'Union soviétique et de la Chine a continué et s'est accompagné d'une accélération des prêts nets sur or. En revanche, contrairement à l'année précédente, les cessions fermes d'or par les détenteurs officiels n'ont pas été à l'origine d'une importante offre nette supplémentaire.

Pour la onzième année consécutive, l'extraction dans les pays occidentaux a progressé (+50 tonnes environ), pour atteindre 1.735 tonnes. Cette nouvelle augmentation, en dépit de la faiblesse continue des cours, résulte largement des longs décalages entre l'exploration minière et la production. Le niveau élevé des cours au début de la décennie quatre-vingt ainsi que la mise au point de techniques d'extraction rentables avec des minerais à

Persistance
d'une offre
abondante ...

Origine et utilisation de l'or (estimations)					
Rubrique	1986	1987	1988	1989	1990
	en tonnes				
Production	1.300	1.385	1.555	1.685	1.735
Autres fournisseurs*	400	300	260	300	350
Variation des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations; - = accroissement)	-10	95	-175	175	35
Nouveaux prêts d'or (chiffres nets)	-	70	150	50	100
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.690	1.850	1.790	2.210	2.220
* Union soviétique, Chine, Corée du Nord et pays d'Europe de l'Est.					

faible teneur ont incité les compagnies à exploiter des mines en Amérique du Nord, en Australie et dans plusieurs autres parties du monde. L'an dernier, la production aux Etats-Unis s'est accrue de près de 11%, ressortant à 295 tonnes, soit presque dix fois plus qu'en 1980. En Australie, l'extraction a fait un bond de 18% pour atteindre 241 tonnes, en raison notamment de la volonté d'extraire le plus d'or possible avant l'assujettissement des compagnies minières à l'impôt sur les sociétés à compter du 1er janvier 1991. La poursuite du recul de la production de l'Afrique du Sud, qui s'établit à 605 tonnes, offre un contraste saisissant avec cette forte expansion. Aux cours moyens de 1990, une fraction notable de son industrie minière ne serait pas rentable.

Bien que les Etats-Unis semblent être en train de ravir à l'Union soviétique le rang de deuxième producteur mondial, celle-ci continue de fournir des quantités importantes au marché mondial et l'or représente

... des mines
d'Amérique
du Nord
et d'Australie ...

... et des
pays de l'Est

Production d'or dans le monde ¹								
Pays	1953	1970	1980	1986	1987	1988	1989	1990
	en tonnes							
Afrique du Sud	371	1.000	675	640	607	621	608	605
Part de la production mondiale	49,1	78,6	70,2	49,3	43,8	39,9	36,1	34,9
Etats-Unis	61	54	31	118	155	201	266	295
Australie	33	20	17	75	111	157	204	241
Canada	126	75	52	106	117	135	160	165
Brésil	4	9	35	67	85	102	101	78
Philippines	15	19	22	39	40	39	38	37
Papouasie-Nouvelle-Guinée	0	1	14	36	34	37	34	34
Colombie	14	7	17	27	33	33	32	33
Chili	4	2	9	22	21	25	27	32
Ghana	23	22	11	12	12	12	15	17
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	16	17
Pérou	4	3	5	11	11	10	13	15
Venezuela	1	1	1	15	16	20	17	14
Indonésie	0	0	2	8	12	12	11	13
Japon	7	8	7	14	14	14	11	12
Divers ¹	76	37	53	94	104	122	130	126
Production mondiale	755	1.273	962	1.299	1.387	1.555	1.683	1.734
Pour mémoire:	moyenne annuelle, en dollars EU l'once							
Cours du marché								
en dollars EU courants	35,00	35,94	614,63	368,03	446,53	436,82	381,05	383,65
en dollars EU constants ²	35,00	24,78	199,63	89,87	105,19	98,87	82,27	78,59

¹ Non compris l'Union soviétique, 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).

Sources: Consolidated Gold Fields PLC (Londres) et Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londres).

environ les trois quarts de ses recettes d'exportations hors pétrole. Par ailleurs, la Chine a sensiblement accru sa production d'or ces dernières années. On ne dispose pas d'informations fiables sur la quantité totale d'or mise sur le marché par ces pays et les estimations sont rendues plus complexes par les échanges réversibles et par le nantissement d'or en garantie d'emprunts, deux types d'opérations que l'Union soviétique semble avoir utilisées sur une grande échelle l'an passé et qui lui ont permis de tirer parti de ses réserves métalliques sans perturber le marché au comptant par des ventes fermes. Dans l'ensemble, on peut estimer que ces pays ont fourni 350 tonnes par le biais de cessions directes en 1990, soit le montant le plus élevé depuis 1986.

Variation mineure
du total des
stocks officiels ...

Contrairement à l'année précédente, au cours de laquelle les détenteurs officiels avaient cédé 175 tonnes d'or, le total des avoirs officiels en 1990 n'a que peu varié, les cessions nettes de certains pays se trouvant compensées par l'augmentation des avoirs des institutions internationales. Le Canada a poursuivi sa politique de réduction de son encaisse-or et a vendu 42 tonnes. Pour des raisons de balance des paiements, la Hongrie et la Tchécoslovaquie ont opéré de substantielles ponctions sur leurs réserves métalliques, respectivement de 37 tonnes (-80%) et de 34 tonnes (-30%).

En revanche, le Brésil a ajouté 50 tonnes (54%) à son encaisse-or et l'Afrique du Sud 31 tonnes (33%).

Les prêts sur or ont enregistré une vive reprise l'an dernier, bien que les risques inhérents à cette activité aient été soulignés par la défaillance de Drexel Burnham Lambert, conglomérat financier ayant massivement emprunté sous cette forme. Les taux d'intérêt sur ces prêts ont, à un moment donné, dépassé 3%, sans doute en réaction à la perception d'une aggravation du risque résultant de cette faillite et par suite d'un pessimisme accru concernant l'évolution future des cours. Au total, on peut estimer à quelque 100 tonnes la quantité nette supplémentaire mise sur le marché par le biais de tels prêts sans avoir réduit les encaisses-or officielles déclarées.

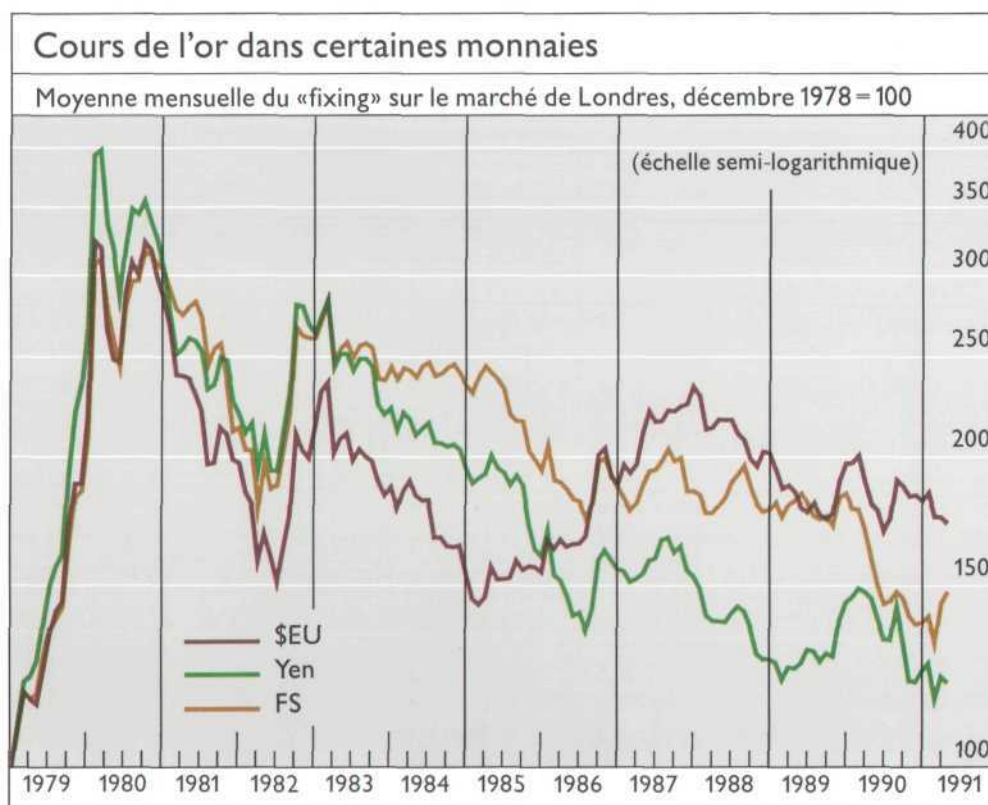
... mais
augmentation
des prêts sur or

La demande d'or a subi le contrecoup des premiers signes de récession dans plusieurs grands pays industrialisés. Néanmoins, malgré de substantielles acquisitions au cours des années précédentes et la perspective d'une baisse de la demande des consommateurs, la joaillerie a maintenu ses achats lorsque les cours ont chuté. Au Proche-Orient, ils ont été encouragés par l'expansion d'un marché officiel de l'or en Turquie. En Inde, l'assouplissement des restrictions frappant les importations d'or a permis à la demande latente de s'exprimer. En Extrême-Orient, la légère progression des importations japonaises a été largement compensée par un repli de celles de Taïwan. Les achats nippons (à l'exclusion des pièces) ont dépassé 300 tonnes, contre 284 tonnes en 1989. Sur ce total, 60 à 70 tonnes ont représenté les achats du gouvernement destinés à la frappe d'une pièce commémorative. En revanche, les acquisitions de Taïwan sont revenues à 104 tonnes, contre 160 tonnes en 1989 et 355 tonnes en 1988.

La demande de
la joaillerie reste
soutenue malgré
le début de la
récession

Au cours de la période sous revue, le cours de l'or, exprimé en dollars, ne s'est que modérément replié dans l'ensemble, même s'il a encore connu d'assez amples fluctuations. Soutenu par une très forte demande en Extrême-Orient, une participation des autorités aux achats en Europe et la réduction des ventes à terme de la part des compagnies minières, son cours afficha une grande fermeté dans les premiers mois de 1990 et atteignit un sommet de \$420 l'once, début février. Cependant, le 23 mars, la nouvelle de ventes massives par des détenteurs du Moyen-Orient provoqua la plus forte baisse intrajournalière depuis juillet 1984 et laissa présager une poursuite du repli durant les mois ultérieurs. Par la suite, les cours varièrent entre \$355 et \$380 jusqu'à la mi-juin, date à laquelle ils glissèrent momentanément au-dessous de \$350, en raison de l'annonce de nouvelles ventes importantes en provenance du Moyen-Orient. Les principaux producteurs firent savoir qu'ils avaient alors soutenu le marché, ce qui évita probablement une baisse plus spectaculaire mais n'empêcha pas l'or de revenir à son cours le plus bas en quatre ans, exprimé en dollars, et en onze ans, exprimé en francs suisses et en yens. Ensuite, le cours est remonté à \$380 le jour de l'invasion du Koweït par l'Irak, événement qui a entraîné un bond, brutal mais passager, à plus de \$415. Malgré le climat d'incertitude, la poussée temporaire des prix du pétrole et la menace d'une accélération de l'inflation, le cours de l'or s'est ensuite orienté à la baisse sur un marché très instable

Tendance à la
baisse du cours
de l'or accom-
pagnée d'amples
fluctuations



jusqu'au début de l'hiver. Les perspectives de guerre dans le Golfe ont alors joué dans le sens inverse et, à la veille du déclenchement des hostilités, le cours était repassé à plus de \$400. Cependant, les deux semaines suivantes, il est retombé au-dessous de \$370 lorsqu'il est apparu que le conflit serait de courte durée, pour se maintenir dans la fourchette de \$350–370 jusqu'à la mi-mai.

Liquidités internationales

Les réserves internationales augmentent légèrement plus vite que le commerce mondial

Le total des réserves officielles internationales autres que l'or, évaluées en dollars courants, s'est accru de 15% en 1990, soit à un rythme légèrement plus soutenu que le commerce mondial, pour s'établir à \$916 milliards. Cet accroissement de \$123 milliards a été dû pour une part importante à des variations de change. Le deutsche mark, le yen japonais et diverses autres devises utilisées comme monnaies de réserve se sont fortement appréciés par rapport au dollar EU, ce qui a gonflé la valeur en dollars courants des avoirs officiels dans ces monnaies. Même après élimination des effets de change, l'augmentation en volume (11%) surestime encore l'expansion des liquidités mondiales dans la mesure où le recul de la valeur réelle du dollar n'est pas pris en compte. Exprimé sur la base d'un panier de monnaies, le DTS, le total des réserves officielles autres que l'or ne s'est accru que de 6,7%, contre près de 9% en 1989.

Entre la fin de 1989 et la fin de 1990, les encaisses-or officielles, évaluées en dollars EU, ont enregistré une contraction de près de 3%, presque entièrement imputable à la baisse du cours puisque les stocks physiques sont restés pratiquement inchangés.

Variation des réserves globales							
Zone et période	Or		Devises	Position de réserve au FMI	DTS	Ecus officiels	Réserves totales (or non compris)
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU à prix courants ¹					
Pays du Groupe des Dix							
1988	-1,9	-56,9	19,5	-2,9	0,4	-15,3	1,7
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	- 1,1	23,3
1990	-1,4	- 7,8	51,4	2,8	1,9	- 0,7	55,4
Encours ²	727,5	284,5	347,6	25,0	22,6	52,9	448,1
Autres pays développés							
1988	-4,2	- 7,8	11,1	0,2	-0,1	2,7	13,9
1989	0,5	- 0,5	6,7	0,3	0,1	0,2	7,3
1990	0,7	- 0,5	30,9	-0,1	-	1,3	32,1
Encours ²	77,2	30,2	134,1	3,5	2,6	9,8	150,0
Pays d'Europe de l'Est³							
1988	0,1	- 0,6	3,4	-	-	-	3,4
1989	0,5	0,1	2,2	-	0,1	-	2,3
1990	-2,3	- 1,0	-5,0	-	-0,1	-	- 5,1
Encours ²	7,4	2,9	22,4	-	-	-	22,4
Economies nouvellement industrialisées⁴							
1988	5,8	1,8	7,8	-	-	-	7,8
1989	0,1	- 0,1	5,2	0,2	-	-	5,4
1990	-	- 0,1	6,1	0,1	-	-	6,2
Encours ²	13,9	5,4	114,5	0,4	0,1	-	115,0
Pays en développement							
1988	0,8	- 8,6	-9,1	-3,9	-1,9	-	-14,9
1989	-2,0	- 1,8	11,1	-4,2	0,1	-	7,0
1990	0,8	- 0,9	36,5	-2,5	0,2	-	34,2
Encours ²	114,3	44,7	171,4	4,9	3,7	-	180,0
<i>dont:</i>							
Principaux pays débiteurs⁵							
1988	1,0	- 2,1	-5,7	-0,7	-1,0	-	- 7,4
1989	-1,9	- 1,1	3,4	-	-0,1	-	3,3
1990	2,0	0,5	15,1	-	0,3	-	15,4
Encours ²	33,7	13,2	46,6	0,1	0,9	-	47,6
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient⁶							
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-2,9	-0,3	-	- 7,0
1989	-	- 0,2	1,8	-4,1	0,3	-	- 2,0
1990	-0,1	- 0,3	-1,4	-1,9	-0,3	-	- 3,6
Encours ²	22,7	8,9	35,4	3,8	1,3	-	40,5
Total							
1988	0,6	-72,1	32,7	-6,6	-1,6	-12,6	11,9
1989	-5,3	-10,8	51,0	-4,6	-0,2	- 0,9	45,3
1990	-2,2	-10,3	119,9	0,3	2,0	0,6	122,8
Encours ²	940,3	367,7	790,0	33,8	29,0	62,7	915,5

¹ Encaisses-or évaluées aux cours du marché. ² A fin 1990. ³ Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie, Union soviétique et Yougoslavie; les chiffres indiqués pour la Bulgarie et l'Union soviétique ne concernent que les dépôts auprès des banques déclarantes BRI.

⁴ Corée du Sud, Singapour et Taïwan. ⁵ Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Côte-d'Ivoire, Equateur, Maroc, Mexique, Nigeria, Pérou, Philippines, Uruguay et Venezuela. ⁶ Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Irak, Iran, Koweït, Libye, Oman et Qatar.

Ralentissement
de la croissance
des réserves
aux Etats-Unis...

Quatre traits principaux ont caractérisé la structure de la croissance des réserves officielles l'an dernier. Premièrement, par suite de la faiblesse du dollar pendant la majeure partie de l'année, les avoirs officiels américains, qui avaient fait un bond de près de \$27 milliards en 1989, n'ont augmenté que de \$9 milliards. En dehors de quelques achats de devises dans les premiers mois, lorsque le dollar affichait une fermeté excessive, notamment vis-à-vis du yen, cette progression a résulté essentiellement des effets de change et de l'accumulation d'intérêts.

... nouvelle
baisse absolue
au Japon et ...

Deuxièmement, malgré l'orientation marquée du dollar à la baisse à partir du printemps, les deux autres principaux pays à monnaie de réserve, l'Allemagne et le Japon, se sont abstenus de procéder à des achats fermes de dollars l'an dernier. Le Japon est même intervenu massivement pour soutenir le yen au premier trimestre et, malgré une certaine reconstitution de ses avoirs en dollars pendant l'année, largement due à la perception d'intérêts, disposait à fin décembre de \$5,5 milliards d'actifs de réserve de moins qu'un an auparavant. Cette diminution faisait suite à une perte de réserves encore plus importante en 1989 (près de \$13 milliards). Les réserves officielles allemandes ont progressé de \$7 milliards, les intérêts perçus et autres recettes officielles en dollars y ayant largement contribué, compte tenu de la situation du marché des changes.

... progression
assez modeste
en Allemagne

Troisièmement, on a assisté à un renforcement considérable des réserves, tant des pays participant au mécanisme de change que d'autres pays européens s'étant engagés à maintenir une parité stable, notamment ceux qui avaient récemment abandonné le contrôle des changes. Au sein du MCE, l'Italie a ajouté près de \$16 milliards à ses réserves (34%), soit la plus forte progression de tous les pays en valeur absolue. Cet accroissement marqué a résulté d'achats massifs de devises destinés à contrecarrer les pressions à la hausse de la lire dues à d'abondantes entrées de capitaux au lendemain de l'abolition, au printemps, des dernières mesures de contrôle des changes. De même, les phases temporaires de fermeté du franc français vis-à-vis du deutsche mark ont permis aux autorités françaises d'augmenter leurs avoirs officiels de réserve de \$12 milliards, soit de près de 50%. L'Espagne, profitant de substantielles entrées de ressources à long terme qui ont largement compensé ses \$16 milliards de déficit des paiements courants, a aussi été contrainte d'acquérir des devises sur le marché des changes pour contenir les pressions à la revalorisation de la peseta et a accru ses avoirs officiels de près de \$10 milliards (23%). Le Danemark a ajouté \$4 milliards à ses réserves (66%).

Accumulation
substantielle
de réserves
par d'autres pays
développés ...

Hors du mécanisme de change, la Suède a renforcé ses réserves de \$8 milliards, soit de près de 90%, malgré une nouvelle détérioration de ses paiements courants, ce qui peut s'expliquer par des entrées massives de capitaux induites par un écart de taux d'intérêt sensible en faveur de la couronne. La Finlande a bénéficié d'une situation comparable et accru ainsi ses réserves de \$4,5 milliards, soit de 88%.

... pour diverses
raisons

La forte progression des liquidités internationales des pays industrialisés dont les monnaies ne sont pas utilisées à grande échelle comme monnaies de réserve officielles reflète en partie une tendance à plus long terme.

Variation des réserves officielles autres que l'or de divers pays ¹				
Pays	Variation			Encours à fin 1990
	1988	1989	1990	
	en milliards de dollars EU			
Pays développés	15,6	30,6	87,5	598,1
Etats-Unis	2,0	26,8	8,7	72,3
Autres pays du Groupe des Dix	- 0,3	- 3,5	46,7	375,8
Japon	15,8	-12,8	-5,5	78,5
Allemagne	-20,3	2,4	6,8	67,5
Italie	4,5	12,1	15,9	62,7
France	- 7,6	- 0,7	12,1	36,7
Royaume-Uni	2,4	- 9,3	1,1	35,9
Suisse	- 3,3	1,0	3,9	29,2
Suède	0,3	1,1	8,4	18,0
Canada	8,1	0,7	1,8	17,8
Pays-Bas	0,1	0,5	0,9	17,4
Belgique	- 0,3	1,5	1,3	12,1
Autres pays développés	13,9	7,3	32,1	150,0
dont: Espagne	6,4	4,4	9,7	51,1
Portugal	1,8	4,9	4,5	14,4
Danemark	0,7	- 4,4	4,2	10,6
Finlande	-	- 1,3	4,5	9,6
Pays d'Europe de l'Est ²	3,4	2,3	-5,1	22,4
dont: Union soviétique	1,2	- 0,7	-6,0	8,7
Pologne	0,6	0,3	2,2	4,5
Economies nouvellement industrialisées ²	7,8	5,4	6,2	115,0
dont: Singapour	1,8	3,3	7,4	27,7
Pays en développement	-14,9	7,0	34,2	180,0
dont: Chine	2,2	- 0,6	11,6	29,6
Thaïlande	2,1	3,4	3,8	13,3
Arabie Saoudite	- 2,1	- 3,8	-5,1	11,7
Malaisie	- 0,9	1,3	2,7	10,5
Mexique	- 7,2	1,1	3,5	9,9
Venezuela	- 2,9	1,0	4,2	8,3
Indonésie	- 0,5	0,4	2,0	7,5
Libye	- 1,5	-	1,5	5,8
Argentine	1,7	- 1,9	3,2	4,7
Nigeria	- 0,5	1,1	2,1	3,9
Maroc	0,1	- 0,1	1,6	2,1
Inde	- 1,6	- 1,0	-2,3	1,5
Total	11,9	45,3	122,8	915,5

¹ Y compris les positions officielles en écus.
² Voir tableau précédent pour la définition des groupes.

¹ Y compris les positions officielles en écus. ² Voir tableau précédent pour la définition des groupes.

La plupart de ces pays cherchent à éviter des variations importantes de leurs taux de change qui risquent de déformer notablement les signaux de prix, d'attiser l'inflation et d'engendrer des incertitudes susceptibles d'en-traver l'investissement. En outre, l'abolition du contrôle des changes a accru

la possibilité de flux soudains et massifs de capitaux. Ces pays ont donc eu tendance à accumuler des réserves à un rythme plus rapide que les pays émetteurs des principales devises. En effet, la part des «autres pays développés» dans l'ensemble des réserves de change est passée de 11% en 1980 à 17% l'an dernier.

En dehors de l'Europe, les réserves officielles autres que l'or des nouvelles économies industrialisées de la rive occidentale du Pacifique se sont accrues au total de \$6,2 milliards, pour atteindre \$115 milliards. Les avoirs officiels de Singapour ont fait un bond de \$7,4 milliards (36%), soit plus que l'accroissement total des réserves, par suite d'entrées considérables de capitaux et d'un excédent des paiements courants de \$2 milliards. Dans le cas de Taïwan, les sorties de capitaux ont compensé, et au-delà, l'excédent de \$11 milliards des paiements courants et les réserves ont diminué de \$0,8 milliard, soit de 1%.

Forte expansion
des réserves dans
certains pays en
développement ...

... notamment
en Chine ...

Quatrième caractéristique assez encourageante, les pays en développement ont réussi à accroître sensiblement leurs liquidités internationales, contrairement aux années précédentes où leurs réserves officielles avaient progressé beaucoup plus lentement que celles des autres groupes de pays. L'expansion nominale (23%, soit \$34 milliards) a été bien supérieure à l'augmentation totale des réserves. On note, cependant, des disparités considérables: le contraste entre les plus peuplés, la Chine et l'Inde, est particulièrement frappant. Grâce à des politiques macro-économiques rigoureuses et à de sévères restrictions sur les importations, la Chine a réussi à dégager un excédent commercial substantiel et à gonfler ses réserves de près de \$12 milliards (65%). Au contraire, l'Inde a vu son déficit des paiements courants s'aggraver, essentiellement par suite du renchérissement du pétrole et de la réduction des envois de fonds des travailleurs émigrés de la région du Golfe. Incapable d'attirer des capitaux en quantités suffisantes, ce pays a perdu 60% de ses réserves officielles autres que l'or et ne dispose plus désormais que de \$1,5 milliard, soit à peine plus de deux semaines d'importations.

... et dans
plusieurs pays
exportateurs
de pétrole ...

La cherté de l'énergie a permis à plusieurs pays exportateurs de pétrole d'accroître sensiblement leurs réserves officielles. Les avoirs du Venezuela et du Nigeria ont doublé et ceux de l'Indonésie et de la Malaisie ont augmenté de plus d'un tiers. L'accumulation de réserves internationales par le Venezuela et le Nigeria constitue, en fait, l'une des principales raisons de la vigoureuse expansion (50% environ) des avoirs officiels de réserve des pays lourdement endettés. Le Mexique a également profité du renchérissement du pétrole, mais les investissements directs et de portefeuille ainsi que le retour de capitaux évadés expliquent aussi la croissance des réserves (55%). De même, un certain nombre de pays importateurs de pétrole ont été en mesure d'augmenter leurs réserves officielles. La Thaïlande a accru ses avoirs de près de \$4 milliards par suite d'importantes entrées de capitaux privés qui ont largement compensé son déficit des paiements courants. Grâce à une très forte dévaluation et au maintien de restrictions à l'importation, l'Argentine a enregistré un net gonflement de son excédent commercial et ses réserves de change ont plus que triplé, pour atteindre \$4,7 milliards.

Par suite du conflit du Golfe, plusieurs pays du Moyen-Orient ont été contraints de puiser très largement dans leurs réserves officielles en 1990; c'est ainsi que les avoirs des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont chuté de 8% dans l'ensemble, pour s'établir à \$41 milliards. A elle seule, l'Arabie Saoudite a prélevé \$5 milliards sur ses réserves autres que l'or, soit 30%.

... à l'exception
du Moyen-Orient

Les pays d'Europe de l'Est, eux aussi, ont sollicité leurs réserves internationales en 1990. La baisse de près de 20% traduit un besoin extrême de ressources extérieures destinées à financer les importations et des difficultés croissantes pour attirer des capitaux privés. Les dépôts de l'Union soviétique auprès des banques déclarantes BRI ont chuté d'un peu plus de 40% et s'élèvent désormais à \$8,7 milliards. La Roumanie et la Tchécoslovaquie ont opéré une ponction de quelque \$1 milliard dans chaque cas sur leurs réserves officielles autres que l'or, soit respectivement de 62% et de 49%. En outre, la Tchécoslovaquie comme la Hongrie ont largement puisé dans leur encaisse-or officielle. En revanche, la Pologne, qui a enregistré un excédent substantiel de sa balance commerciale en devises convertibles tout en continuant d'accumuler des arriérés d'intérêts à l'égard de ses créanciers, a presque doublé ses réserves autres que l'or et dispose de \$4,5 milliards.

Les pays
d'Europe de l'Est
ont largement
puisé dans leurs
réserves

La répartition des actifs constituant les réserves internationales s'est de nouveau modifiée l'an dernier, les avoirs en devises ayant progressé plus rapidement que les autres composantes, avec un bond de 18% (pour atteindre \$790 milliards), ce qui porte leur part à 86% du total (or exclu), soit plus qu'à n'importe quel moment de la précédente décennie. Les effets des variations de change ont représenté une fraction substantielle de l'augmentation en dollars courants. A taux de change constants, les avoirs en devises se sont accrus de \$87 milliards, soit de 12%.

Après avoir fléchi pour la deuxième année consécutive, les positions de réserve au Fonds monétaire international se sont stabilisées en dollars courants. Par contre, exprimées en DTS, elles se sont contractées de près de 7%, ce qui indique la poursuite de remboursements nets de crédits par des pays qui avaient fait appel aux ressources du Fonds après le début de la crise de l'endettement. Parmi les pays en développement, les principales baisses ont été enregistrées par l'Inde (DTS 0,5 milliard) et l'Arabie Saoudite (DTS 1,6 milliard). La position de réserve globale des pays industrialisés n'a augmenté que de DTS 0,4 milliard, une progression de DTS 1,5 milliard pour le Japon se trouvant largement effacée par une détérioration dans d'autres pays. A la fin de l'année, les positions de réserve au Fonds représentaient moins de 4% du total mondial des réserves autres que l'or.

Nouvelle baisse
des positions
de réserve au FMI

Cette modicité de la part des positions de réserve au FMI dans l'ensemble des avoirs officiels sous-estime l'importance du rôle du Fonds dans l'allègement des pénuries de liquidités internationales. D'abord, tous les pays, y compris les plus pauvres, voient leur position de réserve au Fonds s'accroître lorsque les quotes-parts sont relevées après l'une des révisions périodiques. Certes, les augmentations de réserves bénéficient principalement aux pays ayant d'abondantes liquidités, mais ces positions

Rôle fondamental
du FMI dans
l'acheminement
de capitaux
aux pays les
plus démunis

sont le résultat de l'octroi, par le Fonds, de crédits aux pays en proie à des difficultés de balance des paiements. En outre, étant donné que la décision du Fonds d'accorder des crédits est largement considérée comme une approbation de la stratégie globale du pays en matière macro-économique et d'ajustement structurel, les crédits consentis par le FMI suscitent souvent des entrées de capitaux privés ou permettent une atténuation du fardeau de la dette. C'est pourquoi l'impact du Fonds sur la liquidité des pays aux prises avec une pénurie de réserves internationales ainsi que son influence sur les stratégies macro-économiques et d'ajustement structurel sont considérables.

Un nombre important de pays en développement et d'Europe de l'Est ont d'ailleurs négocié des accords avec le Fonds en 1990 et au début de 1991. A la fin de mars dernier, le Fonds avait engagé plus de \$18 milliards, dont \$9 milliards représentaient des soldes non utilisés, pour soutenir les efforts d'ajustement de ses membres. Certains des programmes appuyés par le Fonds ont été élaborés dans le cadre du plan Brady de réduction de l'endettement et du service de la dette, tandis que d'autres ont été octroyés à des pays pour faire face à certains des problèmes créés par l'invasion du Koweït par l'Irak. Le FMI et la Banque mondiale ont également commencé à jouer un rôle actif dans le processus de transition des pays d'Europe de l'Est et leur intégration au système commercial mondial. Comme ces pays auront besoin de renforcer leurs réserves pour pouvoir instaurer la convertibilité de leurs monnaies et assouplir puis, le moment venu, abolir les restrictions aux échanges actuellement en vigueur, nombre des programmes multilatéraux mis en place par les institutions issues des accords de Bretton Woods envisagent un accroissement de leurs réserves internationales.

Neuvième
relèvement des
quotes-parts
au FMI

Afin de permettre au FMI de continuer à aider les pays à satisfaire leurs besoins de liquidités, le Conseil d'administration du Fonds est convenu en juin 1990 d'une augmentation de 50% des quotes-parts des Etats membres, qui ne deviendra effective que lorsqu'une majorité pondérée des Etats membres l'aura ratifiée. De plus, afin d'améliorer la capacité du Fonds de combattre l'accumulation des arriérés, ses statuts sont en cours de modification pour que les droits de vote d'un Etat puissent être suspendus s'il ne remplit pas ses obligations.

L'augmentation du total des avoirs en DTS, l'an dernier, (\$2 milliards, soit 7%) est entièrement imputable aux effets de change. Même en termes de DTS, il n'y a pratiquement pas eu de modification. La progression des avoirs en écus officiels (\$0,6 milliard ou 1%) est due, elle aussi, en totalité à l'incidence des fluctuations de change. Exprimés en écus, les encours ont, en fait, baissé de près de 9%.

Nouveau
fléchissement de
la part du dollar
dans les réserves
officielles

Trois caractéristiques de la structure du placement des réserves officielles en 1990 méritent d'être relevées. Tout d'abord, pour les avoirs en devises, la part non libellée en dollars a vivement progressé et représente plus de la moitié de l'augmentation. Ce phénomène n'est pas tant dû à l'accroissement des réserves des Etats-Unis, qui, par définition, détiennent leurs avoirs de change en monnaies autres que le dollar, qu'aux tentatives menées

par les autorités européennes pour maintenir les fluctuations de change intra-européennes dans des limites étroites. En conséquence, elles ont acquis des créances libellées essentiellement en monnaies des pays participant au MCE, particulièrement en deutsche marks, mais également de plus en plus en écus privés, dont le marché s'est renforcé en profondeur et en efficacité ces dernières années (voir Chapitre VI). La part du dollar (\$790 milliards) est revenue de 59% à 55%. Le deutsche mark et le yen ont progressé de 1,5 point environ, pour atteindre respectivement 21% et 10%. L'écu privé a fait un bond de 80%, pour s'établir à près de \$37 milliards, passant de 3% à presque 5% du total.

Balance des paiements courants des Etats-Unis et variation des réserves en devises (estimations excluant les effets des variations de change ¹)					
Rubrique	1986	1987	1988	1989	1990
	en milliards de dollars EU				
Balance des paiements courants des Etats-Unis	145,4	162,3	128,9	110,0	99,3
Variation des réserves des Etats-Unis (or non compris)	- 0,3	-10,3	4,6	27,0	2,3
dont:					
Réserves en devises	1,0	- 8,6	5,7	26,9	2,8
Variation des réserves en devises des pays autres que les Etats-Unis	27,4	150,9	43,9	26,7	84,2
Avoirs officiels identifiés en dollars détenus aux Etats-Unis	35,1	54,8	40,1	-4,4	29,4
Réserves en dollars détenues auprès de banques situées hors des Etats-Unis ²	- 0,6	16,9	-10,2	5,6	7,1
Réserves en dollars non attribuées	14,4	26,4	-16,9	3,1	2,0
Réserves non libellées en dollars ³	-21,5	52,8	30,9	22,4	45,7

¹ Variation calculée à taux de change constants de fin de période. ² Dépôts des institutions monétaires officielles, y compris de celles de la Chine, de la Bulgarie et de l'Union soviétique, auprès des eurobanques déclarantes BRI. ³ Estimations établies à partir de données du FMI et de la BRI.

Une deuxième caractéristique concerne l'ampleur du placement direct aux Etats-Unis, par les détenteurs officiels, de leur surcroît de réserves. Comme les avoirs officiels sont parfois placés, dans un premier temps, auprès des banques et maisons de titres à l'étranger avant de finir par arriver aux Etats-Unis, les statistiques américaines de la balance des paiements ne peuvent pas toujours montrer l'importance de la contribution de ces placements au financement des paiements courants américains. Cependant, le gonflement des actifs officiels en dollars (près de \$40 milliards) a été directement investi aux Etats-Unis pour plus des trois quarts, tandis qu'en 1989 les avoirs officiels identifiés en dollars avaient quelque peu fléchi.

On notera enfin la préférence des détenteurs officiels pour les actifs à plus long terme dans leurs avoirs aux Etats-Unis. En 1990, les institutions officielles étrangères ont investi \$24 milliards en obligations et effets

Tendance croissante à la détention d'avoirs en dollars aux Etats-Unis

Diminution des réserves de change des pays du Groupe des Dix au premier trimestre de 1991

négoiables du Trésor américain, mais seulement \$1,5 milliard environ en bons et certificats du Trésor. Etant donné que les investisseurs privés étrangers ont réduit leurs portefeuilles de titres d'emprunt à long terme du gouvernement des Etats-Unis, le secteur officiel a enregistré une augmentation supérieure au total des avoirs étrangers en obligations et effets du gouvernement américain.

Au premier trimestre de 1991, les réserves autres que l'or des pays du Groupe des Dix ont connu une baisse de \$28 milliards en dollars courants, imputable essentiellement aux effets des variations de change résultant de l'appréciation du dollar. Si l'on exclut cette incidence, le fléchissement s'est établi à moins de \$4 milliards, les avoirs officiels en devises diminuant globalement de \$7 milliards. Tout en intervenant à la vente et à l'achat (voir pages 198-199), les autorités ont, sur une base nette, vendu des dollars pour tenter d'enrayer la hausse rapide de la monnaie américaine à partir de la mi-février. L'Allemagne, dont la monnaie a perdu 13% vis-à-vis du dollar au cours des trois premiers mois de 1991, a enregistré un recul de \$6,5 milliards de ses avoirs officiels en devises, à taux de change constants. De même le Japon, où le yen s'est replié de 4% environ par rapport au dollar sur le même laps de temps, a puisé \$6,3 milliards dans ses réserves de change. En revanche, les Etats-Unis n'ont connu qu'une progression marginale de leurs réserves de change. Les événements au sein du MCE ont été les facteurs déterminants de l'évolution de ces réserves pour plusieurs pays européens. La lire s'est orientée vers la limite supérieure de la bande étroite, ce qui a permis aux autorités italiennes d'accroître leurs avoirs en devises de plus de \$4 milliards. Les autorités britanniques ont gonflé de \$3,6 milliards leurs réserves de change, à la suite surtout de leur première émission d'obligations en écus. Au contraire, le franc français est resté au plancher de la bande étroite pendant la majeure partie de la période et les autorités ont opéré des ponctions sur les réserves en devises accumulées l'année précédente.

IX. 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, aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international sur le système monétaire international ainsi qu'aux réunions des ministres des Finances et 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 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 N° 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données statistiques relatives au financement des excédents et 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, entre représentants des banques centrales, des rencontres périodiques sur diverses questions. Elle a de nouveau assuré, comme par le passé, le secrétariat de différents comités et groupes d'experts.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué de surveiller les développements sur les marchés bancaires et financiers internationaux. Il a examiné, en particulier, les implications, pour les marchés des capitaux, de l'évolution sur certains marchés d'actifs ainsi que le rôle des prêts bancaires internationaux dans le processus de transition des pays d'Europe orientale. En outre, un groupe de travail institué par le Comité a passé en revue les préoccupations de politique économique des banques centrales suscitées par les modifications structurelles des marchés des capitaux. 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 de Bâle sur le contrôle bancaire est demeuré un important forum de coopération dans le domaine de la surveillance prudentielle des banques internationales. Il a continué à suivre la mise en application de l'accord sur la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres, approuvé en juillet 1988 par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix; en février 1991, le Comité a publié un document proposant, sur la base d'une consultation, une définition affinée des provisions générales et réserves générales pour créances douteuses pouvant être admises dans les fonds propres. Les travaux visant à élaborer un dispositif

de contrôle pour la mesure des risques de marché ont été poursuivis; en ce qui concerne le risque de position dans les opérations sur titres, cette tâche a été menée conjointement avec les responsables de la surveillance des intermédiaires non bancaires. En janvier 1991, des directives sur la mesure et le contrôle des grands risques de crédit ont été diffusées aux autorités de contrôle bancaire du monde entier. En octobre 1990 s'est tenue à Francfort la Sixième conférence internationale des autorités de contrôle bancaire, au cours de laquelle les participants ont entériné les travaux en cours dans ces domaines ainsi que sur d'autres questions. En outre, le Comité a organisé des réunions communes avec des représentants des responsables de la surveillance des opérations sur titres et de l'activité d'assurance des pays du Groupe des Dix; il a alors été convenu de définir des principes pour suivre l'évolution des conglomerats financiers. Les participants ont également approuvé des propositions visant à éliminer les obstacles qui entravent les échanges d'informations à des fins prudentielles.

Suite à une décision prise en juillet 1990 par les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix, la Banque a défini une procédure pour la coordination de l'assistance technique fournie aux banques centrales des pays d'Europe de l'Est. Cette procédure comprend, en particulier, un échange régulier des informations relatives à l'assistance technique procurée par ces institutions et les organisations internationales ainsi que des réunions des responsables de ce domaine dans les banques centrales concernées. Cette nouvelle fonction a conduit la Banque à créer un service spécifique globalement chargé des relations avec les banques centrales des pays d'Europe de l'Est et les organisations internationales.

Le Comité ad hoc sur les systèmes de compensation interbancaires, constitué de hauts fonctionnaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix et présidé par le Directeur Général de la BRI, a achevé ses travaux dans le courant de l'année. Le rapport du Comité a été publié par la Banque en novembre. Dans un communiqué diffusé au même moment, les gouverneurs des banques centrales de ces pays déclaraient avoir convenu que, en raison de leur incidence potentielle sur les systèmes de paiement interbancaires, les dispositifs de compensation transfrontières et multidevises devaient faire l'objet d'un examen attentif. Ces dispositifs sont susceptibles, sous réserve que certaines conditions soient satisfaites, d'améliorer l'efficacité et la stabilité de ces systèmes en réduisant les coûts de règlement des opérateurs du marché et leur exposition aux risques de crédit et de liquidité. Parmi ces conditions, les plus importantes sont que la compensation ait une validité juridique, en particulier en cas de défaillance d'un participant à la compensation, et que les mécanismes de compensation multilatérale soient dotés de procédures adéquates de gestion du risque et d'absorption des pertes. A cet égard, les gouverneurs ont approuvé les normes minimales pour la conception et le fonctionnement des systèmes de compensation interbancaires énoncées dans le rapport. Ils ont également reconnu la nécessité d'un suivi concerté, par les banques centrales, des systèmes de compensation qui lient directement les risques de crédit et de liquidité encourus par les banques dans différents pays, analogue à celui

qu'elles assurent à l'égard des systèmes de paiement nationaux, et ont adopté les principes de ce suivi concerté tel qu'il figure dans le rapport.

Les gouverneurs sont convenus de transmettre le rapport au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en recommandant que, dans le cadre de leurs responsabilités vis-à-vis des divers établissements, les autorités de contrôle du Groupe des Dix tiennent compte à la fois des normes minimales et des principes relatifs à l'exercice, par les banques centrales, d'un suivi concerté. Ils ont également invité le Comité à reconsidérer, à la lumière du rapport, le traitement accordé à la compensation dans l'accord de Bâle de 1988 sur la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres.

Le rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires a été également transmis au Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, institué par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix pour succéder au Groupe d'experts sur les systèmes de paiement. Le nouveau Comité a été invité à poursuivre son examen des mesures que les banques centrales pourraient adopter – soit sur un plan individuel, soit de manière concertée – pour améliorer l'efficacité du règlement des opérations transfrontières et multidevises et en réduire les risques. Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement continuera, dans le cadre de ses réunions régulières, de suivre l'évolution des mécanismes de paiement, de compensation et de règlement. Il s'est réuni à Bâle, en décembre, pour passer notamment en revue les systèmes de règlement sur les marchés des titres. Il a constaté qu'un certain nombre de mécanismes en cours d'élaboration font appel à la livraison contre paiement comme méthode de règlement et sont convenus qu'une nouvelle étude de leur incidence sur les risques de crédit et de liquidité pourrait présenter un intérêt pour la communauté financière internationale.

Le Groupe des experts informaticiens a concentré ses travaux sur deux fronts principalement. Il a, d'une part, procédé à une réflexion sur son activité en vue de déterminer les infléchissements qu'il convenait de lui apporter pour qu'elle suive au plus près l'évolution des systèmes d'information au sein des banques centrales et des différentes communautés financières nationales. A l'issue de cette analyse, le sujet des télécommunications a été retenu comme thème principal des travaux pour les deux à trois années à venir; une étude des réseaux et systèmes qui constituent l'infrastructure technique des principaux systèmes de paiement dans les pays du Groupe des Dix a d'ores et déjà été entamée. Les experts informaticiens ont, d'autre part, continué de prêter une attention soutenue au domaine de la sécurité, par l'intermédiaire du groupe de travail spécialement constitué à cet effet. Les exigences particulières de sécurité qu'entraîne la prolifération d'ordinateurs personnels dans les établissements financiers ont fait l'objet d'un examen approfondi qui a conduit à la publication, sous l'égide de la BRI, en décembre 1990, d'une brochure intitulée «Monograph on Personal Computer Security».

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a continué d'examiner les possibilités

d'extension des services de la banque de données de la BRI, mis en place en collaboration avec les banques centrales des pays du Groupe des Dix pour répondre à leurs besoins. Des progrès sensibles ont été obtenus dans la modernisation des liaisons de télécommunication avec la BRI. Ces améliorations ont accru la fiabilité des transmissions quotidiennes de données par paquets et facilité l'accès à la banque de données grâce à des techniques interactives. Des initiatives ont également été prises en vue d'élargir la couverture des séries macro-économiques relatives aux pays extérieurs au Groupe des Dix, sous forme d'arrangements bilatéraux pour l'échange de données entre la BRI et les banques centrales de ces pays.

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 de travail ont continué de se réunir à Bâle. Le mandat du Comité des gouverneurs a été élargi par une Décision du Conseil des Communautés européennes adoptée le 12 mars 1990, compte tenu du rôle plus important que le Comité est appelé à jouer dans le contexte de la première étape de l'union économique et monétaire (UEM), qui a débuté le 1er juillet 1990. A cet effet, le Comité des gouverneurs a réorganisé ses structures et ses procédures de fonctionnement et adjoint à son secrétariat permanent une petite unité de recherche. En outre, le Comité est assisté par le Comité des suppléants, trois sous-comités permanents (Sous-Comité de politique des changes, Sous-Comité de politique monétaire et Sous-Comité de surveillance bancaire) et par des groupes de travail ad hoc pour des tâches spécifiques.

Depuis le début de la première étape, les travaux du Comité des gouverneurs ont essentiellement porté sur deux grands domaines. Tout d'abord, les efforts ont été intensifiés pour favoriser la coordination étroite des politiques monétaires en vue de réaliser la convergence vers un faible niveau d'inflation et en tenant dûment compte d'un degré souhaitable de stabilité des taux de change au sein du Système monétaire européen. A cette fin, le Comité a entrepris de définir un dispositif commun pour suivre les conditions monétaires à l'intérieur de la Communauté faisant appel à des indicateurs objectifs et à des agrégats monétaires sensiblement compatibles. Deuxièmement, en réponse à la requête formulée par le Conseil européen lors de sa réunion des 26 et 27 juin 1989 à Madrid lui demandant de préparer, conjointement avec les autres organes compétents de la Communauté, les bases de la Conférence intergouvernementale sur l'UEM, le Comité a préparé un projet de statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne. La Conférence intergouvernementale, convoquée en décembre 1990, est chargée d'élaborer les amendements au Traité de Rome qui sont nécessaires pour permettre à la Communauté d'aller au-delà de la première étape de l'UEM.

A la suite de la décision des autorités norvégiennes de rattacher la couronne à l'écu, le Comité des gouverneurs a également défini les modalités de la coopération bilatérale élargie entre la Banque de Norvège et les banques centrales de la Communauté. Avec effet au 1er janvier 1991, les

banques centrales de la Communauté et la Banque de Norvège ont conclu des accords de crédits croisés non réciproques autorisant l'accès de la Banque de Norvège aux fonds à court terme dans le cadre d'interventions pour un montant équivalant à écus 2 milliards.

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.

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 Elles concernent, d'une part, le fonctionnement du SME et, d'autre part, 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 1990 au 31 mars 1991, les interventions effectuées par les banques centrales du SME dans les monnaies d'autres pays participant à ce système n'ont donné lieu à aucune opération de financement ou de règlement par l'intermédiaire du FECOM.

Le volume d'écus émis par le FECOM dans le cadre des contrats d'échange (opérations de swap) trimestriels avec chacune des banques centrales de la CE signataires de l'Accord du 13 mars 1979 ainsi qu'avec l'Institut Monétaire Luxembourgeois est revenu d'environ écus 49,4 milliards au 1er avril 1990 à quelque écus 46,6 milliards au 31 mars 1991. Cette diminution d'écus 2,8 milliards sur l'année est due essentiellement à la baisse du prix de l'or exprimé en écus et du taux de change du dollar EU vis-à-vis de l'écu, dont l'effet a partiellement été compensé par un accroissement sensible des apports de réserves en dollars EU de banques centrales de la CE.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté visées dans le Règlement (CEE) N° 1969/88 aménageant le mécanisme d'emprunts communautaires destinés au soutien des balances des paiements des Etats membres,² dont certains détails ont déjà été donnés dans les cinquante-sixième et cinquante-septième Rapports annuels, respectivement pages 194–195 et 209, au cours de la période sous revue l'Agent a continué de percevoir des emprunteurs, à savoir la France et la Grèce, et de répartir aux bailleurs de fonds de la CE les montants dus au titre des intérêts, commissions et frais sur les emprunts en circulation.

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) N° 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.

L'Agent a, en outre, assuré les transactions financières liées aux opérations ci-dessous relatives aux prêts de la Communauté accordés à ces deux pays:

– à l'échéance du 27 juillet 1990, le remboursement par la France des prêts liés aux emprunts de \$EU 350.000.000 en «notes» 1988–90 au taux de 8% l'an et d'écus 40.000.000 en «notes» 1983–90 au taux de 11¼% l'an (2ème tranche de l'emprunt d'écus 150.000.000 en «notes» 1983–93) et, aux échéances respectivement des 29 janvier et 20 février 1991, le remboursement par la Grèce des prêts liés aux emprunts d'écus 100.000.000 en «notes» 1988–91 au taux de 7¾% l'an (1ère tranche de l'emprunt d'écus 350.000.000 en «notes» 1988–93) et de \$EU 150.000.000 en «notes» 1986–91 au taux de 8⅝% l'an;

– par Décision du Conseil des Communautés européennes du 25 février 1991 et dans le cadre du Règlement (CEE) N° 1969/88 mentionné précédemment, la Communauté a accordé à la République hellénique un nouveau prêt en trois tranches d'un montant total d'écus 2.200 millions ou sa contre-valeur en d'autres devises. La première tranche portant sur écus 1.000 millions, mise à la disposition de la Grèce en mars 1991, comporte les trois prêts suivants: DM 535.800.000 à taux variable 1991–96, écus 240.000.000 à taux variable 1991–96 et écus 500.000.000 à 9¼% l'an 1991–98. Les deuxième et troisième tranches d'écus 600 millions chacune devraient être placées à la disposition de la Grèce en 1992 et 1993.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1991, l'encours des prêts accordés par la Communauté.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1991					
Pays emprunteur	Dollars EU	Deutsche marks	Francs suisses	Yens	Ecus
	en millions				
France					30
Grèce	250	1.366	227	25.000	1.340
Total	250	1.366	227	25.000	1.370

b) Agent du Système de compensation et de règlement de l'écu privé

Depuis octobre 1986, la Banque exerce également les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'écu privé, conformément aux dispositions de conventions successives conclues entre l'Association bancaire pour l'écu (ABE), Paris, et la BRI, la dernière en date ayant été signée et étant entrée en vigueur le 27 décembre 1990.* Les banques membres de l'ABE peuvent accéder au rang de banque de compensation sur la base de critères définis par cette institution. Au 31 mars 1991, le nombre des banques de compensation s'élevait à quarante-cinq.

* On trouvera dans le cinquante-sixième Rapport annuel, pages 195 et 196, une description des structures et du fonctionnement de ce système de compensation.

3. Assistance financière aux banques centrales

Comme cela fut le cas au cours des exercices précédents, il a de nouveau été fait appel à la BRI pour organiser des crédits-relais en faveur de diverses banques centrales et y participer.

a) Le 20 juin 1990, un crédit-relais d'un montant total de \$EU 280 millions a été organisé en faveur de la Banque Nationale de Hongrie. \$EU 260 millions ont été mis à disposition par la BRI et \$EU 20 millions par les autorités monétaires des Etats-Unis. La part de la BRI était couverte par la garantie de onze banques centrales membres. Ce crédit, qui venait à échéance le 14 septembre 1990, préfinançait des déboursements du Fonds monétaire international, de la Banque mondiale et de la Banque Import-Export du Japon. Un premier tirage de \$EU 100 millions a été effectué le 21 juin 1990 et le solde utilisé au cours du mois de juillet 1990. La Banque Nationale de Hongrie a remboursé ce crédit en plusieurs tranches, le dernier paiement ayant eu lieu le 13 septembre 1990.

b) Le 20 juin 1990 également, un crédit-relais de \$EU 178 millions a été accordé à la Banque de Guyane pour trois mois. Du montant total, \$EU 133,5 millions ont été mis à disposition de la Banque de Guyane par la BRI avec la garantie de huit banques centrales membres; un montant de \$EU 31,75 millions a, en outre, été fourni par les autorités monétaires des Etats-Unis et le solde de \$EU 12,75 millions par le KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) de la République fédérale d'Allemagne. Ce crédit a été remboursé progressivement au 20 septembre 1990 par utilisation de fonds provenant de tirages effectués par la Guyane au titre d'arrangements avec le Fonds monétaire international ainsi qu'avec la Banque mondiale et la Banque de développement des Caraïbes.

c) Une autre facilité de crédit de \$EU 300 millions a été accordée le 7 mars 1991 à la Banque Nationale de Roumanie. Cet arrangement, de très courte durée, est venu à échéance le 29 mars 1991. La contribution de la BRI s'élevait à \$EU 260 millions, part entièrement couverte par la garantie de treize banques centrales membres; \$EU 40 millions étaient fournis par les autorités monétaires américaines.

La Banque Nationale de Roumanie ayant obtenu des fonds du FMI au titre de la facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus a remboursé le montant total du crédit au cours de la seconde moitié du mois de mars 1991.

4. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1991 ont été vérifiés par les commissaires-vérificateurs; ils figurent à la fin du présent Rapport et sont exprimés en francs or.*

* 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.

Au 31 mars 1991, le total du bilan s'inscrivait à F or 45.719.139.929
alors qu'au 31 mars 1990 il s'élevait à F or 41.291.112.116
ce qui fait apparaître une hausse de F or 4.428.027.813
ou de 10,7%.

Cette augmentation, qui suit un recul de 2,2% enregistré à la clôture de l'exercice précédent, est essentiellement due à l'accroissement des ressources en monnaies. En effet, l'appréciation de valeur en termes de francs or de la plupart des monnaies autres que le dollar EU ne représente qu'une faible part de ce développement. Les ressources en or sont en légère diminution.

BRI: évolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices			
Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différence par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs or		en pourcentage
1987	29.944	+ 3.386	+ 13
1988	38.151	+ 8.207	+ 27
1989	42.234	+ 4.083	+ 11
1990	41.291	- 943	- 2
1991	45.719	+ 4.428	+ 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 conservé sous dossier pour le compte de divers déposants. Ce poste s'élève à 1.275 millions de francs or au 31 mars 1991, contre 1.413 millions de francs or au 31 mars 1990.

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			
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
1990	1.476	38.673	1.142	41.291
1991	1.557	42.856	1.306	45.719

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 total 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
l'exercice 1990-91

F or 646.716.157

contre 622,4 millions de francs or au 31 mars 1990. L'augmentation de 24,3 millions représente le montant qu'il est proposé d'affecter à ce fonds par prélèvement sur le bénéfice net de l'exercice, en conformité avec les dispositions de l'article 51(3) des Statuts.

3) Fonds spécial de réserve de dividendes

Il reste inchangé à

F or 39.530.055

Ce fonds avait été augmenté de 4 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent.

4) Fonds de réserve libre

après répartition du bénéfice net de
l'exercice 1990-91

F or 545.166.872

Il est proposé de prélever un montant de 56,7 millions de francs or sur le bénéfice net et de porter ce fonds au 31 mars 1991 de 488,5 millions à 545,2 millions de francs or.

Après la répartition ainsi envisagée du bénéfice net de l'exercice 1990-91, le montant total des réserves augmentera de 81 millions de francs or pour s'inscrire à F or 1.261.483.397
contre 1.180,5 millions au 31 mars 1990.

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		Différence
	1990	1991	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	37.374	40.636	+ 3.262
Dépôts des autres déposants	1.299	2.220	+ 921
Total	38.673	42.856	+ 4.183

L'augmentation des ressources reflète les nouveaux dépôts reçus tant des banques centrales que des autres déposants. La hausse de 8,7% des dépôts des banques centrales est entièrement due à l'accroissement des ressources en monnaies; les dépôts en or de ces institutions sont en légère baisse.

Le total des dépôts des autres déposants – essentiellement des organisations internationales – est en forte progression (+71%) à la suite également d'importants apports en monnaies.

La hausse des dépôts en monnaies au cours de l'exercice financier 1990–91 reflète en particulier un accroissement des dépôts en écus, dollars EU et DTS. Ces nouveaux apports ont plus que compensé un recul significatif des passifs en deutsche marks. Au 31 mars 1991, les dollars EU représentent environ 40% du total des ressources, les deutsche marks 30%, suivis des dépôts en écus qui en constituent maintenant plus de 10%.

A la suite de l'accroissement sensible des placements effectués par les autres déposants auprès de la Banque, la part de leurs dépôts progresse de 3,4% à 5,2%, ramenant ainsi celle des dépôts des banques centrales de 96,6% à la fin de l'exercice 1989–90 à 94,8% pour le présent exercice.

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- rence	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rence	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rence
	1990	1991		1990	1991		1990	1991	
	en millions de francs or								
A vue	4.454	4.399	– 55	2.482	2.145	– 337	6.936	6.544	– 392
A 3 mois	14	51	+ 37	30.938	35.323	+ 4.385	30.952	35.374	+ 4.422
au maximum	–	–	–	785	938	+ 153	785	938	+ 153
A plus de 3 mois									
Total	4.468	4.450	– 18	34.205	38.406	+ 4.201	38.673	42.856	+ 4.183

Les dépôts à vue en or et en monnaies sont légèrement moins importants qu'au 31 mars 1990.

La progression des ressources résulte essentiellement d'apports, en or et en monnaies, constitués pour des périodes ayant au maximum trois mois à courir; il est à noter cependant que les dépôts en monnaies à plus de trois mois sont également en augmentation.

La part des dépôts en or par rapport à l'ensemble des fonds empruntés se contracte à nouveau et s'inscrit à 10,4%, contre 11,6%, alors que les dépôts en monnaies en représentent 89,6%, contre 88,4% au 31 mars 1990.

En fonction de la durée des ressources reçues, les dépôts à vue en constituent 15,3%, ceux à trois mois au maximum 82,5% et ceux à plus de trois mois 2,2%. Ces pourcentages se comparent à ceux de 17,9%, 80,1% et 2% respectivement établis à la fin de l'exercice précédent.

a) *Dépôts en or* F or 4.450.642.213

contre 4.468 millions de francs or au 31 mars 1990. Le recul de 18 millions représente la différence entre la diminution des dépôts à vue et l'augmentation des dépôts à terme (à trois mois au maximum).

b) *Dépôts en monnaies* F or 38.405.800.355

Ils sont en augmentation de 4.201 millions de francs or, ou de 12,3%, alors qu'ils s'inscrivaient en recul de 2,8% au 31 mars 1990. La progression observée résulte de l'accroissement des dépôts à terme, ceux constitués à vue étant en diminution.

C. *Autres passifs*

Le total des autres passifs s'élève à F or 1.305.510.839

contre 1.142 millions de francs or au 31 mars 1990.

Il se répartit comme suit:

a) *Système de prévoyance du personnel* F or 150.051.390

contre 130 millions de francs or au 31 mars 1990. Ce poste, qui correspond à l'engagement de la Banque au titre des pensions du personnel, est établi en francs suisses; le montant en a été augmenté progressivement en cours d'exercice.

b) *Le poste «Divers» s'inscrit à* F or 1.121.566.666

contre 980 millions de francs or au 31 mars 1990. La hausse de 141 millions se compare à celle de 157 millions de l'exercice 1989-90. Cette évolution est due au fait que ce poste a été moins affecté par les fluctuations de change au cours de l'exercice 1990-91.

c) *Dividende payable le 1er juillet 1991* F or 33.892.783

Le dividende s'élève à 200 francs suisses par action et reste identique à celui payé pour l'exercice 1989-90.

La somme de 33,9 millions de francs or, qu'il est proposé de prélever sur le bénéfice net de l'exercice 1990-91, est cependant légèrement supérieure à celle de 32,3 millions retenue pour l'exercice précédent; la différence reflète l'appréciation du franc suisse en termes de francs or.

L'excédent net de l'exercice 1990-91 s'inscrit à 114.892.783 francs or, contre 104.330.524 francs or au titre du précédent exercice. La répartition qu'il est proposé d'effectuer, conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts, apparaît dans la Section 5 de ce chapitre.

Actif (utilisation des ressources)

Les postes de l'actif du bilan, répartis d'après leur nature, figurent sur le tableau suivant.

BRI: évolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature						
Nature	Exercice clos le 31 mars				Différence	
	1990		1991			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	4.981		4.861		- 120	
Monnaies	15	4.996	7	4.868	- 8	- 128
Bons du Trésor		905		2.461		+ 1.556
Dépôts à terme et avances						
Or	206		389		+ 183	
Monnaies	28.203	28.409	30.604	30.993	+ 2.401	+ 2.584
Titres du secteur public et autres titres à terme		6.887		7.384		+ 497
Divers		94		13		- 81
Total						
Or	5.187		5.250		+ 63	
Monnaies	36.104	41.291	40.469	45.719	+ 4.365	+ 4.428

L'augmentation des actifs en monnaies reflète les apports effectués par les banques centrales ainsi que par les autres déposants.

a) Or

Les actifs en or – avoirs à vue et dépôts à terme – sont par ailleurs en augmentation nette de 63 millions de francs or, alors que les ressources ont montré un déclin de 18 millions. La différence de 81 millions de francs or apparaissant entre l'évolution des actifs et des passifs en or se traduit en fait par un développement correspondant des opérations à terme sur or.

– avoirs à vue F or 4.860.628.212
contre 4.981 millions de francs or au 31 mars 1990;

– dépôts à terme F or 389.822.640

contre 206 millions de francs or au 31 mars 1990.

b) *Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue* F or 7.011.311

contre 15 millions de francs or au 31 mars 1990.

c) *Bons du Trésor* F or 2.461.195.866

Ce portefeuille, qui s'inscrivait à 905 millions de francs or au 31 mars 1990, est en forte expansion; le nombre de monnaies dans lesquelles ces titres sont libellés s'est également accru.

d) *Dépôts à terme et avances* F or 30.993.504.074

Cette rubrique, qui comprend les placements en or – déjà mentionnés – et en monnaies, s'élevait à 28.409 millions à la fin de l'exercice précédent.

Les placements en monnaies ont été portés de 28.203 millions de francs or au 31 mars 1990 à 30.604 millions à la fin de cet exercice, ce qui fait apparaître une hausse de plus de 8%.

Les actifs exprimés en dollars EU et en deutsche marks restent les plus importants; l'accroissement des placements en écus reflète l'évolution correspondante des ressources en cette monnaie.

e) *Titres du secteur public et autres titres à terme* F or 7.383.920.813

contre 6.887 millions au 31 mars 1990.

L'augmentation de ce poste est due presque entièrement à des achats de titres d'Etat à moyen terme.

Le tableau suivant montre la répartition des placements en dépôts à terme et avances – en or et en monnaies – ainsi qu'en titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir.

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		Différence
	1990	1991	
	en millions de francs or		
A 3 mois au maximum	30.023	33.126	+ 3.103
A plus de 3 mois	5.273	5.251	– 22
Total	35.296	38.377	+ 3.081

Le total des placements ayant une durée de trois mois au maximum augmente et représente 86,3% des investissements, contre 85,1% au 31 mars 1990; les placements ayant plus de trois mois à courir en constituent 13,7%, contre 14,9%.

f) *Divers* F or 12.879.653

contre 94,5 millions de francs or au 31 mars 1990.

Les mouvements qui marquent ce poste reflètent essentiellement les fluctuations de change affectant les opérations conclues à terme en monnaies.

Opérations à terme sur or

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde négatif de F or 137.720.955 contre un solde négatif de 56,8 millions de francs or au 31 mars 1990.

En effet, le volume des transactions impliquant, pour la Banque, un remboursement d'or à échéance est plus important qu'à la fin de l'exercice précédent. Il en résulte une accentuation du solde négatif des opérations à terme sur or.

5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixante et unième exercice clos le 31 mars 1991 font apparaître un excédent net d'exploitation de 134.066.732 francs or, contre 126.845.080 francs or au titre du précédent exercice. Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 41.614.970 francs or au titre des frais d'administration, l'accroissement substantiel par rapport au montant de l'exercice précédent (31.023.829 francs or) traduisant la hausse, durant la majeure partie de l'année, de la valeur en franc or du franc suisse, monnaie dans laquelle la plupart des dépenses de la Banque sont libellées; en termes de francs suisses, le total des frais d'administration ne s'est accru en fait que de 12%.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 4.173.949 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et 10.000.000 de francs or à la Provision pour immeubles (créée pour faire face aux dépenses liées à l'acquisition par la Banque de diverses propriétés lui permettant d'agrandir ses locaux) et de renforcer – au moyen d'un nouveau transfert de 5.000.000 de francs or – la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, dont le principal objet est de subvenir au coût des séries successives de projets comportant des dépenses d'investissement. A la suite de ces transferts, le bénéfice net s'élève à 114.892.783 francs or, contre 104.330.524 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 114.892.783 francs or de la manière suivante:

- i) une somme de 33.892.783 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 200 francs suisses par action;
- ii) une somme de 24.300.000 francs or est transférée au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 56.700.000 francs or, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transféré au Fonds de réserve libre que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1991 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1991.

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 Price Waterhouse, 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 1991 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de Price Waterhouse figure au bas du bilan.

6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

Le Dr W.F. Duisenberg a renoncé aux fonctions de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque le 31 décembre 1990, au terme de la période de trois ans pour laquelle il avait été élu. Le Conseil a élu M. Bengt Dennis, Gouverneur de la Sveriges Riksbank, pour succéder au Dr Duisenberg à ces deux postes pour une période de trois ans commençant le 1er janvier 1991.

Le Baron Godeaux s'est démis de son mandat de membre du Conseil d'administration le 15 septembre 1990. Pour lui succéder, M. Verplaetse, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, a nommé M. Philippe Wilmès à compter du 1er mars 1991. Les mandats du Dr Lamberto Dini et du Prof. Dr Leonhard Gleske ont été renouvelés respectivement en novembre et décembre 1990. Le Dr W.F. Duisenberg a été réélu au Conseil en mars 1991.

En septembre 1990, M. Leigh-Pemberton, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, a nommé M. Michael Foot pour être son Suppléant en remplacement de M. Lionel Price.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, M. Michael G. Dealtry, Chef Adjoint du Département Monétaire et Economique et Directeur, a pris sa retraite à la fin de septembre 1990. MM. Alexander Radzyner, Claude Sivy et Günter Pleines ont été promus au rang de Directeur Adjoint en décembre 1990, de même que M. Robert von Werra en avril 1991.

La Banque a appris avec un profond regret les décès de M. Renaud de la Genière, le 16 octobre 1990, de M. Jacques Brunet, le 15 décembre 1990, de Lord Cromer, le 16 mars 1991, et du Dr Karl Klasen, le 22 avril 1991. Tous avaient été administrateurs d'office, MM. de la Genière et Brunet en qualité de Gouverneur de la Banque de France respectivement de novembre 1979 à novembre 1984 et de janvier 1960 à avril 1969, Lord Cromer en qualité de Gouverneur de la Banque d'Angleterre de juillet 1961 à juin 1966 et le Dr Klasen en qualité de Président de la Deutsche Bundesbank de janvier 1970 à mai 1977.

Conclusion

Au terme de ce Rapport, on peut être saisi d'une certaine appréhension devant les défis redoutables auxquels doivent faire face à présent les responsables de la politique économique. L'incertitude entourant le redémarrage de la croissance dans les pays industriels assombrit l'horizon. Une reprise se produira-t-elle dans les pays actuellement en récession avant que le ralentissement ne se diffuse à ceux où la demande intérieure demeure relativement dynamique? Si la plupart des pronostics pour 1992 semblent rassurants, tablant sur un redressement sensible dans la quasi-totalité des pays industriels, les signes tangibles d'un regain d'activité sont pour l'instant très rares. La présente Conclusion met l'accent sur les questions posées aux autorités des pays industriels par l'évolution du cycle conjoncturel. Si ces questions ne sont pas les plus importantes dans le contexte de l'économie mondiale, elles préoccupent toutefois au plus haut point les banques centrales. Pour commencer, quelques observations néanmoins sur certains des autres problèmes.

Il ne se passe pratiquement pas de jour qui ne nous rappelle les conditions de vie misérables caractérisant de nombreux pays en développement. Des programmes d'aide sont constamment requis, mais ils ne résolvent pas les problèmes économiques de fond. Les pays industriels se doivent de participer aux efforts d'allègement de la pauvreté et de contribuer à mettre en place des économies viables dans ces pays. Depuis maintenant près de neuf ans, les actions entreprises visent essentiellement à sortir de l'impasse de la crise de l'endettement. Il a fallu non seulement rééchelonner, mais surtout réduire l'encours et le service de la dette. Dans quelques rares cas, ces initiatives ont conduit à une amélioration des résultats économiques, voire à des entrées spontanées, et notamment au rapatriement de capitaux évadés et à des prises de participations. D'aucuns estiment qu'un changement décisif s'est opéré à présent du fait de l'adoption, par un nombre croissant de pays en développement, de stratégies destinées à rendre leurs économies plus ouvertes et plus concurrentielles. Quoi qu'il en soit, le destin de ces pays est, à maints égards, étroitement lié à celui des pays développés, et pas uniquement sur le plan commercial. Les échanges commerciaux sont cependant le facteur essentiel: tout le monde s'accorde à reconnaître que les négociations menées dans le cadre de l'«Uruguay Round» doivent avoir une issue positive.

Les pays industriels se sont aussi engagés à soutenir pleinement le processus de transformation en Europe de l'Est. Ce qui importe le plus à ce sujet, c'est l'assistance exceptionnelle qu'ils fournissent au titre des balances des paiements en complément aux ressources dégagées par les institutions

nées des accords de Bretton Woods. La condition de base requise pour obtenir le soutien nécessaire à la couverture d'un besoin de financement résiduel est la mise en œuvre d'un programme solide de stabilisation économique et de vastes réformes visant à instaurer une économie ouverte, fondée sur le libre jeu des forces du marché. Cette assistance spéciale a semblé indispensable pour permettre à ces pays de mieux supporter les contraintes externes auxquelles ils seraient, sinon, immédiatement exposés au stade initial des réformes, où il est encore difficile d'attirer massivement des capitaux privés. D'autres formes d'aide, offertes d'ailleurs sur une vaste échelle, concernent les conseils en matière de gestion macro-économique et l'assistance technique. Dans le domaine crucial des réformes structurelles, en l'absence de précédents, les gouvernements élus doivent généralement trouver eux-mêmes la voie à suivre; il leur appartient d'exercer fermement leur responsabilité de dirigeant en réalisant un vaste consensus. L'aide extérieure destinée à maintenir la consommation à un niveau irréaliste ne ferait qu'affaiblir l'attrait du système de marché et pourrait inciter à différer l'adoption de décisions délicates, en entravant ainsi le processus de transition au lieu de le stimuler. Le moyen de loin le plus efficace par lequel le monde industrialisé pourrait aider les pays d'Europe de l'Est engagés dans des réformes serait de leur permettre d'accéder de façon permanente et de manière beaucoup plus large à ses marchés. A court terme, cela faciliterait l'ajustement de leurs économies aux pertes consécutives à l'abandon du système commercial du COMECON et à la réduction de la capacité de l'Union soviétique de financer les importations. A plus long terme, l'incidence serait triple: contribuer à assurer le service de leur endettement extérieur, favoriser la restructuration de leur appareil productif en l'intégrant dans l'économie mondiale, enfin – et ce point n'est pas le moins important – attirer les investissements directs de l'Occident.

L'absence de synchronisation des cycles conjoncturels au sein des économies industrielles – avec le Japon et certains pays européens, notamment l'Allemagne, dans une phase, et la plupart des autres pays industriels, dans une autre – n'a pas posé de problèmes insurmontables pour la coordination des politiques au niveau des marchés des changes. Si les taux d'intérêt à court terme contrôlés par les autorités – pour lutter soit contre la surchauffe, soit contre la récession – ont suivi des évolutions fort différentes, les taux à long terme, déterminés en grande partie par le marché, n'ont pas toujours réagi de la même manière. La tendance à la mondialisation a créé de nouveaux réseaux d'interdépendance non seulement entre les marchés des capitaux des divers pays, mais également entre ces marchés et les marchés des changes, de sorte qu'il est encore plus malaisé de prédire comment les mesures adoptées et les événements politiques influenceront sur la structure des taux de change. C'est ce qui ressort clairement des oscillations du cours DM/\$EU en mars et avril 1991.

En Europe, les questions de la coordination des politiques et de la détermination des taux de change sont demeurées d'actualité dans le contexte du mécanisme de change du SME et de l'avènement de l'union économique et monétaire (UEM), laquelle se trouve à présent dans sa

première phase. Aucune raison impérieuse de réaligement n'est apparue au sein du mécanisme de change. Le projet beaucoup plus ambitieux de l'union monétaire et le calendrier de sa mise en œuvre feront peut-être ressortir, cependant, les limites des concessions que les pays de la Communauté sont disposés à consentir à ce stade; c'est ce que donnent à penser les divergences des résultats économiques et les différences notables entre les propositions nationales soumises à la conférence intergouvernementale chargée de l'indispensable révision du Traité de Rome. Si les communiqués peuvent passer sous silence l'incompatibilité des opinions en présence, le langage juridique requiert, pour sa part, davantage de rigueur et, par conséquent, un accord sur le fond.

En ce qui concerne les questions liées à l'évolution du cycle conjoncturel dans les pays industriels, il est peut-être bon de rappeler, tout d'abord, que l'on parle moins aujourd'hui des mérites relatifs des politiques de l'offre et de la demande. L'importance d'une amélioration au niveau de l'offre est un principe généralement reconnu. Certaines des mesures les plus faciles à prendre ont été appliquées, mais, partout, l'œuvre reste inachevée. Tout le monde n'est donc pas nécessairement d'avis que le renforcement structurel a vraiment joué un rôle déterminant dans la revitalisation des économies de la plupart des pays industriels. Force est de reconnaître, cependant, que la modération des hausses des salaires nominaux et réels a notablement contribué à ramener les taux de chômage bien en deçà de leurs maximums du milieu des années quatre-vingt, à accroître la part de l'investissement fixe du secteur privé dans le PNB/PIB et à stimuler la croissance économique en général. On peut penser qu'une partie des gains réalisés dans ces domaines jusqu'en 1989 ont été perdus depuis. Il est toutefois évident que l'évolution notée en 1990 ne fait pas apparaître une annulation des efforts entrepris sur le plan de l'offre; elle reflète plutôt le ralentissement de la conjoncture dans un nombre croissant de pays industriels. Cela a de nouveau attiré l'attention sur la question de savoir comment les politiques de régulation de la demande devraient réagir au tassement de l'activité dans le monde industriel.

La politique budgétaire n'a pas bénéficié d'un regain de faveur en tant qu'instrument déterminant de lutte contre la décélération de l'activité économique. Même les stabilisateurs automatiques qui fonctionnent dans toute récession sont en passe d'être neutralisés partiellement aux Etats-Unis et au Canada par le relèvement des tarifs et des impôts. L'alourdissement de la dette publique et l'incompressibilité d'importants déficits budgétaires structurels dans de nombreux pays dissuadent résolument les autorités de recourir à une politique budgétaire discrétionnaire à des fins conjoncturelles. (L'accroissement spectaculaire du déficit allemand reflète, à l'évidence, les conditions très particulières de l'unification et non l'application d'une politique budgétaire anticyclique: il faut espérer qu'il sera temporaire.)

Le scepticisme éprouvé au sujet de l'aptitude des responsables économiques à opérer un réglage fin conjoncturel et à éliminer, ou à atténuer sensiblement, les variations cycliques vaut également pour la politique monétaire. Compte tenu des délais de réaction longs et variables à la politique monétaire, son utilisation à des fins anticycliques est pour le moins

aléatoire: il est fort possible que les mesures adoptées ne produisent l'essentiel de leurs effets que lorsque la situation conjoncturelle se sera déjà modifiée. Rares sont ceux qui estiment à présent que la politique monétaire est réellement capable de stimuler durablement l'activité économique. Ces considérations donnent donc à penser qu'elle devrait avoir une orientation à moyen terme, axée essentiellement sur la lutte contre l'inflation et évitant le recours aux politiques du type «stop-go».

On peut cependant se demander, à la lumière des débats récents sur la politique monétaire, voire de certaines interventions des autorités, dans quelle mesure ces considérations constituent les principes directeurs dont s'inspirent actuellement les autorités. Certes, l'adoption d'une stratégie à moyen terme n'a pas empêché un resserrement chaque fois que la surchauffe menaçait. Mais on semble, à présent, partir du principe que, comme elle n'a pas permis d'éviter la surchauffe puis la récession, elle devrait assumer un rôle stimulant pour tirer les économies du marasme.

L'argumentation en faveur d'une stratégie à moyen terme n'a jamais reposé, cependant, sur l'idée qu'il n'y aurait pas de cycle conjoncturel si la politique monétaire maintenait une orientation constante. Peu de responsables économiques estiment que les salaires et les prix sont suffisamment souples pour s'ajuster rapidement à toute forme de perturbation. Les années soixante et soixante-dix ont prouvé à l'envi que les rigidités salariales et autres dans le secteur privé n'étaient pas étrangères à la montée du chômage dans de nombreux pays. Les efforts entrepris à cet égard au moyen de politiques de régulation de la demande visant à maintenir le chômage à un faible niveau ont créé un fort penchant inflationniste. Au cours des années soixante-dix, d'importants chocs se sont produits au niveau de l'offre et on en est venu à reconnaître que, malgré l'application de politiques monétaires stables, les perturbations affectant l'économie réelle provoquaient des variations de la production et de l'emploi assez proches de celles qui caractérisent les cycles conjoncturels. Ceux-ci ne sont donc certainement plus considérés comme une succession purement mécanique d'événements. Les politiques plus constantes suivies durant les années quatre-vingt semblent avoir modéré la reprise et allongé ainsi sensiblement sa durée. Mais les responsables des politiques économiques n'ont jamais prétendu avoir trouvé la recette d'une expansion perpétuelle. Considérer la stratégie à moyen terme comme l'orientation la plus sûre ou la moins risquée pour la politique monétaire signifie simplement que les autorités feraient preuve d'une grande modération dans leur action anticyclique, spécialement en cas de phase descendante, et chercheraient plutôt, par le biais de politiques stables, à favoriser au maximum une croissance économique plus régulière et plus saine à moyen terme.

Cette ligne d'action se heurte, à l'évidence, à certaines contraintes dans l'environnement politique où évoluent la plupart des banques centrales, quel que soit leur degré d'indépendance. Une contraction de l'activité n'est jamais bien accueillie, même si – intellectuellement – on peut concevoir qu'une reprise conjoncturelle passe nécessairement par une période de consolidation.

Avant d'en arriver aux aspects politiques, nous devrions examiner un point plus technique précisant pourquoi la stratégie à moyen terme rallie peut-être moins de suffrages actuellement qu'on pouvait l'espérer sur la base de l'expérience antérieure. Cette démarche était étroitement liée à l'utilisation d'un objectif monétaire intermédiaire, destiné à maintenir la politique sur une trajectoire constante et même à en définir la nature. Avec la mondialisation des marchés des capitaux, la déréglementation et l'innovation financière, les banques centrales ont été de plus en plus nombreuses à considérer que les relations qui existaient précédemment entre l'agrégat monétaire retenu et l'objectif final s'étaient affaiblies. Bien que la plupart d'entre elles aient continué, malgré tout, de recourir à des objectifs monétaires, toutes ont admis que, d'une manière générale, la politique ne devait pas chercher à contrôler trop étroitement l'évolution des agrégats à court terme et qu'il fallait prendre en compte d'autres indicateurs prévisionnels – financiers et non financiers – pour déterminer si la politique suivait ou non un cours stable à moyen terme. C'est ce qui a peut-être favorisé un peu le retour à des tentatives de politiques anticycliques discrétionnaires, sans que le principe de la stratégie à moyen terme ait été abandonné pour autant.

Au cœur de ces controverses techniques sur l'horizon temporel «optimal» de la politique monétaire se situent sans doute des désaccords plus fondamentaux sur les priorités d'action. De prime abord, il pourrait s'agir de l'importance accordée au degré plus ou moins élevé de stabilité des prix. On soupçonne souvent les dirigeants de banques centrales d'avoir un penchant professionnel pour la stabilité des prix et de ne pas se préoccuper suffisamment de la croissance et du chômage, même si, parallèlement, on leur reproche de ne pas assurer la seule chose dont ils pourraient être tenus pour responsables, à savoir la stabilité des prix précisément. Être critiqué des deux côtés peut parfois indiquer que la politique est sur la bonne voie, ce qui ne saurait constituer cependant un motif d'autosatisfaction. La voie médiane retenue généralement pour combattre l'inflation, sans parvenir dans la plupart des cas à la juguler complètement, ne peut guère être considérée comme le compromis qu'on en est venu à attendre et à accepter. Il est vrai que la stabilité des prix a été mieux assurée au cours de la seconde moitié de la décennie quatre-vingt que pendant les quinze années précédentes; mais il faut reconnaître également que ces gains – dus notamment à l'amélioration des termes de l'échange consécutive à la forte baisse des prix pétroliers en 1986 – ont été en partie reperdus depuis lors.

Le véritable enjeu des controverses actuelles n'est peut-être pas tant l'importance à accorder à la stabilité des prix en tant que telle, mais plutôt la question de l'horizon temporel, c'est-à-dire la nécessité d'obtenir rapidement des résultats. Ce désir amène inévitablement à considérer que la politique économique (y compris la politique monétaire) devrait se concentrer sur l'objectif qui est présentement le plus menacé. Etant donné la récession qui sévit dans de nombreux pays et l'incertitude qui plane sur sa durée et sur l'ampleur de sa diffusion, il semble que les pays concernés n'aient d'autre choix que de suivre une politique monétaire privilégiant la croissance.

Pour y parvenir, on considère comme nécessaire une baisse des taux d'intérêt à long terme, vu que les taux d'intérêt «réels» sont exceptionnellement élevés. Ce raisonnement soulève plusieurs questions, qui seront examinées à tour de rôle.

Il convient, tout d'abord, de se demander ce que nous savons des taux d'intérêt «réels». Puisque ce sont les taux d'intérêt nominaux moins une certaine compensation pour tenir compte de la perte attendue de pouvoir d'achat, nous n'en savons pas plus sur les taux d'intérêt «réels» que sur les anticipations inflationnistes, c'est-à-dire très peu de choses vraiment précises. Le recours généralisé aux taux d'inflation récents comme indicateurs des anticipations inflationnistes, même pour calculer les taux d'intérêt réels à long terme, confère un semblant d'exactitude à une procédure dont le seul avantage est d'être pratique mais qui manque totalement de vraisemblance. Elle implique, par exemple, que les attentes inflationnistes sont insensibles aux tendances récentes des taux d'inflation – c'est-à-dire au fait de savoir si le taux actuel constitue l'aboutissement d'un mouvement de baisse ou de hausse – et aux fourchettes dans lesquelles les taux d'inflation ont fluctué dans un passé relativement proche. Ainsi, on pourrait faire valoir qu'au début des années soixante-dix les taux réels n'étaient pas aussi bas que l'indiquaient habituellement les calculs; en effet, les anticipations inflationnistes étaient alors nettement inférieures aux taux d'inflation effectifs et la hausse qui venait de se produire était considérée par les marchés comme un phénomène plutôt temporaire. En revanche, les niveaux manifestement élevés des taux d'intérêt réels actuels peuvent refléter les déceptions suscitées par les résultats antérieurs.

Une deuxième question qui se pose dans le même contexte concerne la détermination du niveau des taux d'intérêt nominaux à long terme. Pré-tendre que les taux d'intérêt «réels» devraient être abaissés afin de stimuler la croissance économique présuppose que quelqu'un ait la maîtrise des taux d'intérêt *nominaux* à long terme. (Personne n'envisagerait de faire fléchir les taux d'intérêt réels en poussant les anticipations inflationnistes vers le haut.) Chaque banque centrale exerce, bien sûr, dans son pays un contrôle étroit sur le loyer de l'argent à court terme, qui a une incidence sur les autres taux d'intérêt. Mais la relation avec le taux d'intérêt à long terme à l'extrémité opposée de la courbe des rendements est non seulement faible, mais sa direction est en outre incertaine. D'autres facteurs influencent les taux d'intérêt nominaux à long terme et peuvent facilement annuler les effets escomptés de la politique monétaire; il s'agit des anticipations inflationnistes et des mouvements internationaux de capitaux (qui réagissent à leur tour aux écarts de taux d'intérêt entre les divers pays, à l'évolution prévisible de ces taux et aux attentes en matière de taux de change). Enfin, les taux d'intérêt nominaux à long terme sont étroitement associés à la structure de l'épargne privée et publique et à celle de l'investissement; ils se trouvent ainsi influencés par la rentabilité réelle du capital productif.

On ne voit donc pas très bien comment la coordination des politiques à l'échelle internationale pourrait être axée avec succès sur les taux d'intérêt nominaux à long terme, indépendamment du fait que les divergences

marquées entre les situations conjoncturelles des principaux pays industriels excluent à coup sûr actuellement la mise en œuvre de politiques parallèles. Cela ne veut pas dire que la tendance à la baisse des taux d'épargne dans le monde occidental ne soit pas préoccupante; elle pèse, en effet, dangereusement sur le potentiel de croissance non inflationniste, en maintenant sans doute pour quelque temps les taux d'intérêt à long terme à des niveaux élevés. Le problème, en réalité, c'est que la politique monétaire est impuissante à cet égard.

Nettement plus important, en revanche, est le fait de savoir s'il est judicieux que les responsables de la politique économique se concentrent sur l'objectif qu'ils estiment «le plus menacé», comme l'inflation (en présence d'un risque de dérapage de la hausse des prix) ou la croissance (si l'économie tourne au ralenti). Cette question rejoint, sans lui ressembler totalement, celle du choix entre politique anticyclique et stratégie à moyen terme examiné précédemment. Peut-être convient-il de l'aborder sous un jour différent. Se concentrer en permanence sur l'objectif le plus menacé reviendrait en réalité à ne pas tenir compte de quelques-uns des enseignements les plus fondamentaux recueillis au sujet de la politique monétaire durant les deux dernières décennies: l'aspect temporel, fort complexe, des processus que la politique essaie d'influencer, le rôle capital des anticipations et les conditions requises pour asseoir la crédibilité des autorités monétaires – trois aspects qui sont étroitement interdépendants.

Aussi banal que cela puisse paraître, il importe de garder présent à l'esprit que l'activité économique observée à un moment donné est l'aboutissement de décisions multiples, qui ont été prises sur une longue période, certaines assez récemment, d'autres il y a plusieurs années, décennies, voire siècles, si l'on songe, par exemple, aux problèmes de l'érosion des sols due au déboisement dans certains pays ou de construction des chemins de fer. De même, les décisions qui sont adoptées à présent – sur la base des perceptions actuelles des tendances économiques et des politiques futures – exerceront durablement leurs effets. Cela va de soi dans le cas de l'économie réelle mais vaut également en grande partie, bien que sur une échelle différente, pour le processus de formation des prix.

Il est rare que les prix sur les marchés des produits finals reflètent simplement les conditions du moment de l'offre et de la demande. Les prix demandés par les fournisseurs sont établis en partie sur la base des coûts d'acquisition et en partie sur celle des coûts de remplacement perçus. Sur les marchés des produits intermédiaires et des facteurs de production, les prix sont même plus vigoureusement enracinés dans les décisions antérieures et les perceptions des tendances et politiques économiques. En conséquence, pour influencer de manière notable le processus de formation des prix, il est nécessaire d'appliquer des politiques constantes exerçant un effet stabilisateur sur une vaste gamme de décisions année après année.

Les anticipations constituent un élément essentiel du processus de formation des prix. Quelle que soit la complexité des facteurs sous-jacents, il ne fait guère de doute que les prévisions de hausse des prix ne font que traduire la mémoire des évolutions antérieures dans ce domaine sous forme

de projections pour l'avenir. Des résultats passés favorables en matière de prix sont à la base de la crédibilité des politiques, qui, si elle n'est pas mise à mal par de nouveaux développements, permet de freiner les anticipations inflationnistes. En d'autres termes, on ne peut pas faire fond sur une politique qui change fréquemment d'orientation en fonction de l'objectif apparaissant tour à tour comme le plus menacé pour atteindre l'un quelconque de ses buts; inversement, une politique suivant une ligne constante a une chance d'éliminer complètement l'inflation, et à un coût qui peut ne pas être excessif en termes de pertes de production, compte tenu des avantages à long terme à attendre principalement d'un fonctionnement plus harmonieux du mécanisme de marché.

Cet objectif hardi est passé récemment du domaine de l'utopie au plan politique, du moins dans certains pays. Certes, la stabilité du niveau général des prix ne saurait signifier que tous les prix soient stables. Dans un système performant, les prix des produits et des facteurs varient en fonction de la situation relative de la demande et des coûts, même si, sur de plus longues périodes, la structure des coûts relatifs tend à déterminer celle des prix. L'illustration en est fournie par le recul des prix relatifs au cours des dernières décennies dans le secteur manufacturier, où l'évolution a été dominée par la rapidité des progrès technologiques et les économies d'échelle dans la production, ainsi que par la hausse des prix relatifs dans la plupart des secteurs des services, où les gains de productivité ont été moins marqués. Dans un environnement modérément inflationniste comme celui des années quatre-vingt, la plupart des variations de prix relatifs sont le résultat de taux divergents de hausse des prix alors que, dans un milieu non inflationniste, elles proviennent de la baisse de certains prix et de l'augmentation d'autres. Il a été fait valoir que, en raison du défaut de prise en compte de l'élément qualitatif dans le calcul du niveau des prix, des taux d'inflation de l'ordre de 1-2% peuvent être assimilés en pratique à des prix stables. Il n'en demeure pas moins que le passage d'un environnement à inflation faible ou modérée à une situation non inflationniste implique une mutation psychologique importante: la norme moyenne retenue est celle d'une absence de variation des prix et la flexibilité de ces derniers doit être symétrique pour éviter des pertes coûteuses en matière de production.

L'ennui, c'est que la flexibilité des prix est rarement symétrique; on constate plutôt, en général, une forte rigidité à la baisse des prix et des salaires, étant donné que les entreprises et les salariés sont très réticents à réduire les normes établies antérieurement, à moins d'être soumis à des pressions concurrentielles intenses et persistantes. En revanche, les obstacles qui freinent l'évolution ascendante des prix sont fort réduits. Cette difficulté s'accroît si l'économie est affectée par des chocs majeurs, qui requièrent des variations rapides, voire amples, des prix relatifs pour prévenir un ralentissement de la croissance et une montée du chômage. C'est pour cette raison notamment qu'il s'est révélé assez difficile, ces dernières décennies, de faire mieux qu'une hausse modérée des prix et de se rapprocher davantage d'une véritable stabilité, même dans les pays qui ont enregistré les meilleurs résultats dans ce domaine. Au demeurant, le taux

d'inflation le plus faible (environ 2%) dans les économies industrielles au cours du dernier quart de siècle a été obtenu en 1986, en grande partie à cause de la forte baisse des prix des matières premières, et spécialement du pétrole. Cette réduction des prix externes a généralement compensé les hausses beaucoup plus rapides des prix des produits internes, tempérant ainsi l'accroissement du niveau général des prix, sans modifier pour autant la tendance inflationniste sous-jacente.

Il ressort clairement de ce qui précède qu'il est difficile pour les banques centrales – même si elles sont totalement indépendantes du gouvernement, agissent avec une grande circonspection et possèdent un pouvoir de persuasion exceptionnel – de poursuivre l'objectif de stabilité absolue des prix. Il faudrait, pour cela, que certaines conditions soient remplies. L'une d'entre elles est, à l'évidence, un degré suffisant de consensus social car, dans un monde où les hausses de prix indispensables doivent être compensées par des baisses, les conséquences seront ressenties très différemment par les divers groupes sociaux. De surcroît, le compromis entre les coûts à court terme et les avantages escomptés sur une plus longue période marquera également d'une empreinte différente les diverses couches de la société. Enfin, il importe aussi que les gouvernements et législateurs reconnaissent la nécessité de devoir travailler avec un horizon temporel plus lointain, malgré la contrainte des échéances électorales.

Ce sont là des conditions très sévères, qui peuvent paraître totalement irréalisables. Mais une conclusion aussi pessimiste serait-elle fondée? Peut-être que non: plusieurs évolutions, comportant des enseignements convergents, donnent quelques raisons d'espérer. Comme le montrent les discussions sur l'environnement, il n'est nullement impossible de convaincre de vastes secteurs de la population de la nécessité de corriger la sous-évaluation systématique des besoins futurs. Certes, il a fallu du temps et de vifs débats pour y parvenir, mais une modification de l'opinion publique s'est *effectivement* produite. Une évolution similaire est également intervenue en ce qui concerne la perception publique de la nécessité de lutter contre l'inflation. Une modification fondamentale dans ce domaine peut fort bien annoncer l'émergence d'une attitude plus exigeante vis-à-vis des résultats obtenus par les autorités sur le front de l'inflation. Le comportement des marchés obligataires est encore plus significatif à cet égard. Les opérateurs s'y sont en effet forgé, à l'échelle mondiale, un horizon temporel beaucoup plus long et sont extrêmement intéressés, à juste titre d'ailleurs, par l'évolution future de l'inflation. Ils sont en mesure d'adresser à tous les responsables économiques un message plus convaincant sur le caractère approprié de la politique monétaire que toute spéculation intellectuelle concernant le niveau tolérable de l'inflation.

Bâle, le 23 mai 1991

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Directeur Général

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1991

Bilan au 31 mars 1991

(en francs or – voir note 1)

Actif		
Or		4 860 628 212
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue		7 011 311
Bons du Trésor		2 461 195 866
Dépôts à terme et avances		
Or		
A 3 mois au maximum	181 974 060	
A plus de 3 mois	207 848 580	
Monnaies		
A 3 mois au maximum	27 803 472 834	
A plus de 3 mois	<u>2 800 208 600</u>	
		30 993 504 074
Titres du secteur public et autres titres à terme		
A 3 mois au maximum	5 141 064 013	
A plus de 3 mois	<u>2 242 856 800</u>	
		7 383 920 813
Divers		12 879 652
Terrain, immeubles et installations		<u>1</u>
		<u>45 719 139 929</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 1991, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 137 720 955 francs or.

Avant
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Après

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	622 416 157
Fonds spécial de réserve de dividendes	39 530 055
Fonds de réserve libre	488 466 872

1 180 483 397

30 070 313
646 716 157
39 530 055
545 166 872

1 261 483 397

Dépôts (or)

Banques centrales	
A vue	4 399 417 003
A 3 mois au maximum	51 224 811
Autres déposants	
A vue	399

4 450 642 213

4 450 642 213

Dépôts (monnaies)

Banques centrales	
A vue	2 106 981 016
A 3 mois au maximum	33 140 509 953
A plus de 3 mois	938 196 164
Autres déposants	
A vue	38 046 718
A 3 mois au maximum	2 182 066 504

38 405 800 355

38 405 800 355

Système de prévoyance du personnel

150 051 390

150 051 390

Divers

1 121 566 666

1 121 566 666

Compte de profits et pertes

114 892 783

—

Dividende payable le 1er juillet 1991

—

33 892 783

45 719 139 929

45 719 139 929

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 1991 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.

Bâle, le 26 avril 1991

PRICE WATERHOUSE

Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1991
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation 175 681 702

Moins: Frais d'administration

Conseil d'administration	759 571	
Direction et personnel	27 915 205	
Frais de bureau et divers	<u>12 940 194</u>	<u>41 614 970</u>

Excédent net d'exploitation 134 066 732

Moins: Montants transférés à la

Provision pour frais d'administration exceptionnels	4 173 949	
Provision pour immeubles	10 000 000	
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	<u>5 000 000</u>	<u>19 173 949</u>

Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1991 114 892 783

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: 200 francs suisses par action sur 473 125 actions ..	<u>33 892 783</u>
	81 000 000

Transfert au Fonds de réserve générale	<u>24 300 000</u>
	56 700 000

Transfert au Fonds de réserve libre	<u>56 700 000</u>
	<u>—</u>

Evolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1991
(en francs or)

I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1990-91

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1990, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1989-90 ...	30 070 313	622 416 157	39 530 055	488 466 872
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1990-91	—	24 300 000	—	56 700 000
Soldes au 31 mars 1991 tels qu'ils apparaissent au bilan	30 070 313	646 716 157	39 530 055	545 166 872

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1991 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or	295 703 125	366 384 559	662 087 684
Monnaies	—	895 098 838	895 098 838
	295 703 125	1 261 483 397	1 557 186 522

Conseil d'administration

Bengt Dennis, Stockholm
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Bernard Clappier, Paris
Vice-Président

Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome
Dr Lamberto Dini, Rome
Dr W.F. Duisenberg, Amsterdam
Prof. Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
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
Alfons Verplaetse, Bruxelles
Philippe Wilmès, Bruxelles

Suppléants

A. D. Crockett, Londres, ou
M.D.K.W. Foot, Londres
Dr Antonio Fazio, Rome, ou
Dr Carlo Santini, Rome
Philippe Lagayette, Paris, ou
Francis Cappanera, Paris
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Dr Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main, ou
Dr Wolfgang Rieke, Francfort-sur-le-Main

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
Marten de Boer	Directeur, Département Bancaire
Jean Vallet	Secrétaire Général Adjoint
André Bascoul	Directeur Suppléant, Secrétariat Général
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
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent du FECOM
P.C. Bridge	Directeur Adjoint, Département Bancaire
Tullio Pollonio	Directeur Adjoint, Chef de la Comptabilité
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat Général
Yukio Iura	Directeur Adjoint, Département Bancaire
Alexander Radzyner	Directeur Adjoint, Secrétariat Général
Claude Sivy	Directeur Adjoint, Contrôleur Sécurité opérationnelle
Günter Pleines	Directeur Adjoint, Département Bancaire
Robert von Werra	Directeur Adjoint, Département Monétaire et Economique
<hr/>	
Dr Gunter D. Baer	Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la CEE

