

---

# BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

---

## 63ème RAPPORT ANNUEL

---

1er AVRIL 1992–31 MARS 1993

BÂLE, 14 JUIN 1993

---

# Banque des Règlements Internationaux

## 63ème Rapport annuel

1er avril 1992 – 31 mars 1993

Bâle, 14 juin 1993



# Table des matières

	Page
Introduction .....	1
I. Turbulences sur les marchés des changes et récession plus générale en Europe .....	3
II. Évolution dans les pays industriels .....	9
Faits saillants .....	9
Principales caractéristiques de l'évolution récente du cycle conjoncturel .....	10
Évolution de la production et de la demande dans les pays industriels .....	12
<i>Reprise hésitante dans les pays entrés les premiers en récession</i> .....	12
<i>Intensification de la récession en présence de graves problèmes structurels</i> .....	18
<i>Affaiblissement de la croissance de la production sous l'effet de la contraction de la demande extérieure et des contraintes de la politique économique interne</i> .....	21
<i>Pays aux premiers stades de la récession</i> .....	24
Évolution du marché du travail dans le cycle actuel .....	28
Nouveau ralentissement de l'inflation .....	30
Désinflation, taux d'intérêt réels élevés et apparition de dilemmes pour les responsables de la politique économique en Europe .....	32
Politique budgétaire et accumulation d'endettement public .....	36
<i>Évolutions budgétaires au cours du cycle récent</i> .....	36
<i>Prévisions budgétaires pour 1993</i> .....	40
III. Évolution dans les autres pays .....	42
Faits saillants .....	42
Évolution en Europe orientale .....	43
<i>Pays parvenus à un stade avancé de transition</i> .....	43
<i>Pays se trouvant aux premiers stades de transition</i> .....	46
<i>Évolution dans l'ex-Union soviétique</i> .....	49
<i>Endettement extérieur</i> .....	51
<i>Problèmes communs à tous les pays</i> .....	52
<i>Contrôle des entreprises et rigueur des contraintes budgétaires</i> .....	54
<i>Situation des banques dans les pays parvenus à un stade avancé de transition</i> .....	55
<i>Difficultés de la réforme du système bancaire</i> .....	58
Évolutions récentes dans les pays en développement et les NEI .....	60
<i>NEI</i> .....	60
<i>Autres pays en développement</i> .....	62
Répartition du revenu mondial et croissance économique à moyen terme .....	67
<i>Évolution de la répartition du revenu mondial</i> .....	67
<i>Facteurs de croissance: essai d'analyse</i> .....	69
IV. Échanges et paiements internationaux .....	74
Faits saillants .....	74
Commerce international .....	75
<i>Évolution</i> .....	75
<i>Politiques commerciales</i> .....	77

	Page
Évolution des paiements courants des pays industriels .....	79
<i>Forces sous-jacentes</i> .....	79
<i>États-Unis</i> .....	82
<i>Japon</i> .....	84
<i>Europe occidentale</i> .....	85
<i>Autres pays industriels</i> .....	91
Anciennes économies à planification centralisée .....	92
<i>Europe orientale</i> .....	92
<i>Ex-Union soviétique</i> .....	95
Nouvelles économies industrialisées d'Asie et Chine .....	98
Principaux mouvements de capitaux .....	100
<i>Investissements directs</i> .....	100
<i>Investissements de portefeuille</i> .....	102
Mouvements de capitaux dans les principaux pays .....	104
Réserves internationales autres que l'or .....	107
 V. Marchés internationaux des capitaux .....	 110
Faits saillants .....	110
Marché bancaire international .....	112
<i>Les banques de la zone déclarante face à la crise des changes</i> .....	113
<i>Évolution dans les divers centres</i> .....	114
<i>Structure par nationalité de l'activité bancaire internationale</i> .....	116
<i>Opérations directes avec le secteur non bancaire</i> .....	118
<i>Évolution de l'activité avec les pays hors zone</i> .....	120
<i>Marché des crédits consortiaux</i> .....	123
Marchés internationaux des titres .....	124
<i>Marché des effets à court et à moyen terme</i> .....	124
<i>Marché obligataire international</i> .....	126
<i>Répartition par catégorie d'emprunteurs et par nationalité</i> .....	129
<i>Évolution de la réglementation et notion d'obligation planétaire</i> .....	132
Marché de l'Écu privé .....	133
Marchés des instruments financiers dérivés .....	136
<i>Instruments financiers à terme et options sur les marchés organisés</i> .....	136
<i>Marchés de gré à gré</i> .....	138
<i>Autres évolutions</i> .....	139
Marché de l'or .....	142
 VI. Politique monétaire: aspects internes et internationaux .....	 144
Faits saillants .....	144
Objectifs de politique monétaire et indicateurs d'orientation .....	145
Pays traditionnellement dotés d'un cours de change flottant .....	146
<i>Agrégats monétaires</i> .....	147
<i>Marchés du crédit</i> .....	150
<i>Taux d'intérêt à long terme et cours de change</i> .....	151
Pays à engagement de change .....	152
<i>Cadre opérationnel de la politique monétaire et crédibilité</i> .....	156
<i>Contraintes liées au cours de change flottant et aux taux d'intérêt à long terme</i> .....	157
Réactions des autorités face à la crise des changes .....	159
<i>Incidence des interventions dans les pays enregistrant des entrées de capitaux</i> .....	161
<i>Incidence des interventions dans les pays enregistrant des sorties de capitaux</i> .....	162
<i>Caractéristiques générales des interventions</i> .....	163
<i>Ajustements de taux d'intérêt et crédibilité de l'engagement de change</i> .....	164
<i>Choix des instruments de banque centrale et répercussion des taux d'intérêt</i> .....	165
<i>Mécanismes de transmission des taux d'intérêt</i> .....	166
<i>Contrôles des changes</i> .....	168
<i>Indépendance de la banque centrale</i> .....	168

	Page
VII. Prix des actifs et gestion des difficultés financières .....	169
Faits saillants .....	169
Prix des actifs: évolution récente .....	170
<i>Cours des actions</i> .....	170
<i>Prix de l'immobilier</i> .....	171
Prix des actifs: perspective à plus long terme .....	174
Activité bancaire: résultats récents .....	183
Gestion des difficultés financières .....	185
<i>Les problèmes: ampleur et implications</i> .....	185
<i>Éviter une réaction désordonnée des marchés</i> .....	190
<i>Restructurer les institutions</i> .....	191
<i>Prévention</i> .....	196
VIII. Marchés des changes: évolutions et causes possibles .....	199
Faits saillants .....	199
Chronique des événements de 1992 et du début de 1993 .....	199
Anatomie de la crise des changes en Europe .....	208
IX. Activités de la Banque .....	219
Coopération entre banques centrales et organisations internationales .....	219
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee) .....	222
<i>Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)</i> .....	222
<i>Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé</i> .....	223
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i> .....	224
Assistance financière multilatérale aux banques centrales .....	225
Opérations du Département bancaire .....	226
<i>Passif (composition des ressources)</i> .....	227
<i>Actif (utilisation des ressources)</i> .....	230
Bénéfice net et répartition .....	232
Banques centrales actionnaires .....	233
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction .....	233
Conclusion .....	235
<hr/>	
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1993 .....	247
Conseil d'administration .....	252
Direction .....	253

Les chapitres du présent Rapport ont été mis sous presse successivement entre le 17 mai et le 27 mai 1993



## Liste des graphiques (\*) et tableaux

	Page
Turbulences sur les marchés des changes et récession plus générale en Europe	
Croissance de la production mondiale .....	5
Évolution dans les pays industriels	
PIB réel dans les trois principaux pays industriels* .....	10
Variation du PIB réel et des composantes de la demande	
dans les grands pays industriels .....	14
Royaume-Uni: évolution de la capacité nette de financement des administrations publiques, de la balance des paiements et de l'épargne nette du secteur privé* ...	16
Variation du PIB et de l'investissement fixe, en termes réels, dans les autres pays industriels .....	17
Épargne des ménages dans certains pays* .....	20
Taux de chômage* .....	24
Évolution en Allemagne orientale: indicateurs représentatifs .....	27
Emploi par secteur dans certains pays .....	30
Variation de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, des salaires et de la productivité ainsi que du taux de chômage .....	32
Hausse des prix à la consommation .....	33
Écart entre la variation des prix des services et de la hausse générale des prix dans certains pays .....	34
Évolution des taux d'intérêt dans les trois principaux pays industriels* .....	35
Variation des soldes budgétaires et de l'endettement des administrations publiques ...	37
Variation de la dette publique, du déficit primaire et des charges d'intérêts* .....	39
Évolution dans les autres pays	
Évolution du PIB réel .....	44
République tchèque et République slovaque en 1992 .....	45
Hausse des prix à la consommation (pc) et des salaires (s) .....	47
Taux de chômage .....	50
Cours de change du rouble par rapport au dollar EU* .....	51
Solde budgétaire des administrations publiques .....	53
Formation brute de capital fixe .....	54
Indicateurs de la situation bancaire en Hongrie .....	56
Évolution des agrégats de crédit et de masse monétaire .....	59
Croissance du PIB et inflation dans les pays en développement et les NEI .....	61
Balance des paiements courants des pays en développement et des NEI .....	64
Indicateurs du commerce extérieur des pays en développement et des NEI .....	66
Répartition du revenu mondial par groupe de population .....	68
Répartition du revenu par région .....	69
Évolution du revenu par habitant en fonction des facteurs de croissance* .....	70

## Échanges et paiements internationaux

Indicateurs du commerce mondial*	76
Croissance de la demande intérieure par rapport à l'évolution tendancielle*	80
Cours de change effectif réel*	81
Composition de trois grands marchés d'exportation*	82
Balance des paiements courants des États-Unis	83
Balance des paiements courants du Japon	84
Cours de change effectif réel dans quelques pays européens*	86
Prix à la consommation exprimés dans la même monnaie dans quelques pays européens	87
Balance des paiements courants de l'Allemagne	88
Balance des paiements courants des pays industriels et des NEI d'Asie	90
Cours de change effectif réel dans d'autres pays européens*	91
Échanges commerciaux de l'Europe orientale avec les pays industriels	92
Cours de change effectif réel dans quelques pays d'Europe orientale*	94
Commerce extérieur de la Chine	99
Tendances globales des investissements directs	101
Investissements de portefeuille dans les pays industriels	102
Investissements de portefeuille à l'étranger*	103
Mouvements de capitaux en Allemagne	105
Mouvements de capitaux aux États-Unis et au Japon	106
Réserves officielles autres que l'or	108

## Marchés internationaux des capitaux

Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)	111
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	112
Variation par monnaie des positions nettes en devises des banques	114
Évolution par centre déclarant	115
Catégories d'avoirs et d'engagements internationaux par nationalité des banques	117
Opérations des banques déclarantes avec le secteur non bancaire des pays du Groupe des Dix	119
Activité des banques déclarantes avec les pays hors zone	121
Marchés nationaux et internationaux du papier commercial et de bons à moyen terme	125
Marché obligataire international*	127
Structure par catégorie et par monnaie des obligations internationales	128
Émissions sur les marchés obligataires nationaux et internationaux	130
Émissions du secteur privé sur les marchés nationaux et internationaux des titres	131
Rendements représentatifs à long terme et taux des dépôts en eurodollars*	132
Le marché de l'Écu privé*	134
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés dans le monde	137
Marchés de quelques instruments dérivés négociés de gré à gré	138
Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt	139
Composition des contrats d'échange de devises conclus au 1er semestre de 1992	140
Origine et utilisation de l'or (estimations)	143

## Politique monétaire: aspects internes et internationaux

Taux d'intérêt à court terme et écart avec les rendements des obligations*	147
Objectifs publiés de la politique monétaire	148
Indicateurs des conditions monétaires aux États-Unis et au Japon*	149
Évolution des prêts bancaires et des portefeuilles de titres	151
Taux interbancaire à trois mois dans les pays d'Europe*	152
Objectifs publiés de la politique monétaire	153
Croissance de M3 en Allemagne: prévisions et résultats*	154
Évolution du crédit bancaire au secteur privé	155

	Page
Écart de taux d'intérêt à long terme avec l'Allemagne*	157
Écart implicite de taux d'intérêt à un an futurs avec l'Allemagne*	158
Monnaie de banque centrale et contribution des contreparties	160
Taux d'intérêt officiels, taux du marché et taux débiteurs bancaires*	167

## Prix des actifs et gestion des difficultés financières

Cours des actions*	170
Prix nominaux de l'immobilier d'habitation*	172
Prix nominaux de l'immobilier d'entreprise dans les grandes villes	173
Prix globaux des actifs en termes réels*	174
Les deux phases de hausse des prix des actifs en termes réels	175
Les deux phases de baisse des prix globaux des actifs en termes réels et nominaux	176
Sensibilité des prix globaux des actifs en termes réels à la croissance de l'activité durant les deux phases de hausse	177
Prix globaux des actifs en termes réels et taux d'intérêt corrigés de l'inflation*	178
Coût, corrigé de l'inflation, des prêts d'accèsion à la propriété*	180
Prix globaux des actifs en termes réels et crédit*	181
Dettes hypothécaires*	182
Prêts bancaires immobiliers dans certains pays	183
Rentabilité des grandes banques en 1991 et 1992	184
Opérations de soutien des banques aux États-Unis	186
Opérations de soutien des banques dans certains pays	187
Coût du règlement des difficultés financières aux États-Unis*	188
Prêts improductifs des banques dans certains pays, 1992	189
Formes de règlement des difficultés financières	193

## Marchés des changes: évolutions et causes possibles

Écart de taux d'intérêt avec les États-Unis*	200
Cours de change bilatéral du dollar EU par rapport à quelques monnaies*	201
Cours de change bilatéral de quelques monnaies par rapport au deutsche mark*	202
Monnaies appartenant au MCE ou rattachées à l'Écu (situation à mi-1992)*	204
Écart d'inflation et de chômage avec l'Allemagne occidentale*	211
Cours de change effectif réel dans quelques grands pays*	212
Balance des paiements courants*	213
Écart de taux d'intérêt réels avec l'Allemagne occidentale*	215
Besoin/capacité de financement des administrations publiques*	217

## Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1993	223
Emprunt Dawes – Emprunt Young	224
Évolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices	226
Évolution des ressources au cours des cinq derniers exercices	227
Fonds empruntés d'après leur origine	228
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	229
Évolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature	230
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir	232



# 63ème Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire  
de la Banque des Règlements Internationaux  
tenue à Bâle le 14 juin 1993*

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le soixante-troisième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1992 et clos le 31 mars 1993.

Après transfert de 3.295.256 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 19.237.046 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 139.895.417 francs or, contre 119.460.160 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 38.895.417 francs or au paiement d'un dividende de 240 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 30.300.000 francs or au Fonds de réserve générale, 5.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 65.700.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1992-93 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1993.

## I. Turbulences sur les marchés des changes et récession plus générale en Europe

L'évolution économique de ces douze derniers mois peut difficilement être ramenée à une tendance généralisée, si ce n'est sur un plan: les aspects encourageants apparaissent presque tous hors d'Europe. Le plus important est le fait qu'une reprise modeste s'est amorcée aux États-Unis, où, dans le même temps, la situation de l'industrie bancaire s'est sensiblement améliorée. Les bonnes nouvelles viennent également d'un certain nombre de pays en développement, d'Amérique latine notamment, mais, plus spécialement, d'Asie du Sud-Est. L'annonce récente d'un nouveau programme de relance de grande envergure au Japon permet d'espérer que la récession de croissance y touche à sa fin. En revanche, alors que l'activité paraît avoir redémarré au Royaume-Uni, une nette détérioration s'est produite en Europe continentale, avec un recul de la production industrielle, une stagnation, au mieux, du produit intérieur brut et une augmentation du chômage et des déficits budgétaires. Les banques et autres institutions financières ont subi de sérieux revers dans plusieurs pays et les marchés des changes européens ont connu des perturbations d'une ampleur sans précédent. Le seul point incontestablement positif sur la scène européenne est la confirmation assez générale, voire dans certains cas l'accentuation, des progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation.

Le Chapitre II décrit la situation conjoncturelle des différents groupes de pays industriels et l'orientation de leur politique budgétaire. À maints égards, le ralentissement économique dans les anciennes économies industrielles a suivi une évolution cyclique quelque peu désynchronisée, mais sa durée a été exceptionnellement longue, et, dans les pays anglo-saxons, en récession déjà depuis 1989 ou 1990, la reprise s'est opérée lentement. Les politiques budgétaires anticycliques n'ont guère fait d'adeptes et, dans certains pays soumis à de sévères contraintes budgétaires, même les stabilisateurs automatiques n'ont pu entrer en jeu que modérément en raison de l'endettement antérieur accumulé. Les avantages à court terme procurés par les stabilisateurs automatiques, sans parler de la stimulation par les dépenses publiques, ont dû être évalués par rapport aux coûts de financement à long terme. Le Japon a constitué la principale exception à la règle générale.

Devant la faiblesse de l'activité, la politique monétaire a été nettement assouplie dans les pays qui avaient bénéficié d'un ralentissement de l'inflation et où n'existait pas de contrainte de cours de change (voir Chapitre VI). Si cet assouplissement ne paraît pas pour l'instant avoir ravivé l'inflation, il est tout aussi vrai que son effet anticyclique n'a pas été très sensible. Parmi les divers canaux de transmission internes par lesquels une



baisse des taux d'intérêt à court terme est censée stimuler l'activité économique, l'allègement de la charge excessive de l'endettement, tant des ménages que des entreprises, semble avoir été le plus bénéfique. Dans les pays où ces taux ont été ramenés relativement tôt à des niveaux très bas, les taux longs ont tardé à suivre le mouvement, même s'ils ont fini par fléchir. Dans d'autres, où les taux courts sont demeurés élevés ou se sont même tendus, les taux longs ont notablement diminué, amenant ainsi à se demander une fois de plus s'il fallait y voir davantage l'indication d'une forte crédibilité de la lutte contre l'inflation ou une conséquence de la mondialisation des marchés des capitaux.

L'absence d'un véritable activisme anticyclique n'a pas été le reflet d'une sérénité devant les événements, ni d'une conviction tranquille qu'un ralentissement de l'activité est nécessairement suivi d'une reprise. Cette attitude des autorités a plutôt été dictée, compte tenu de l'expérience antérieure, par la prudence et la réticence à s'engager dans une voie qui accentuerait le déséquilibre structurel à plus long terme du secteur public. Elles craignaient qu'une action unilatérale de stimulation de l'économie ne s'avère de toute façon que peu efficace. Au surplus, jusqu'à une date récente, il n'y a guère eu d'enthousiasme pour une action coordonnée, que ce soit au niveau de la Communauté européenne ou du Groupe des Sept. L'un des domaines qui requiert instamment un surcroît d'attention est assurément la politique commerciale. Les risques de conflits y sont considérables, comme en témoigne l'annonce quasi quotidienne de nouvelles dissensions. La dérive récente vers le bilatéralisme et le régionalisme dans les échanges ainsi que le nouveau report de la conclusion des négociations commerciales de l'Uruguay Round dans le cadre du GATT constituent des développements préoccupants, qui sont examinés au Chapitre IV.

En Europe, l'Allemagne est demeurée véritablement au centre du débat de politique économique, notamment en raison de son rôle-clé dans le mécanisme de change européen (MCE). Le ralentissement cyclique «normal», qui a fait suite à la phase prolongée de reprise amorcée en 1983, y avait été retardé, comme dans la majeure partie de l'Europe, par le puissant stimulant que l'unification a exercé sur la demande à partir du milieu de 1990. Il est clair, cependant, que les problèmes économiques du pays ne sont pas de nature purement conjoncturelle. On en veut pour preuve les importants transferts en provenance de l'Ouest qui, dans la partie orientale, maintiennent la demande intérieure à un niveau deux fois supérieur à celui – fortement réduit – de la production. Dans la partie occidentale, l'investissement privé a, en outre, nettement diminué, du fait notamment des nombreuses incitations visant à attirer les investisseurs vers l'autre partie du pays. Le PIB en termes réels de l'Allemagne occidentale est en recul depuis le milieu de 1991, exception faite du premier trimestre de l'an dernier, où il est remonté en flèche. Malgré ce tassement marqué, le rythme de la hausse des prix – sous l'effet en partie des modifications de la fiscalité indirecte, mais surtout à cause de l'inflation par les coûts induite par les fortes augmentations salariales – se situe à présent parmi les plus élevés des pays du Groupe des Sept. Compte tenu de la dimension du déficit budgétaire – reflet des transferts

Croissance de la production mondiale <sup>1</sup>							
Groupe de pays et région	1984-86 PIB	1982-87 moyenne	1988	1989	1990	1991	1992
	en % du total	variation en % du PIB en volume					
Sept principaux pays	61,2	3,4	4,5	3,3	2,3	0,8	1,5
Autres pays industriels <sup>2</sup>	12,7	2,8	3,6	3,8	3,0	0,8	1,0
Pays en développement	19,7	3,7	4,1	3,6	3,7	3,5	4,6
Principaux producteurs de pétrole <sup>3</sup>	6,7	0,3	0,7	3,8	5,2	3,5	5,2
Autres pays	13,0	5,5	5,8	3,5	2,9	3,5	4,3
Afrique et Moyen-Orient	2,2	2,9	4,5	1,4	1,8	1,5	0,9
Amérique latine	3,9	3,3	0,2	1,4	-1,3	1,7	1,6
Asie	6,9	7,6	9,4	5,4	5,7	5,1	7,0
dont: NEI <sup>4</sup>	1,7	9,4	9,6	6,3	6,8	7,1	5,3
Europe orientale	6,4	2,7	3,3	1,6	-4,8	-11,7	-15,9
Monde	100,0	3,3	4,3	3,3	2,2	0,5	1,1
<i>Pour mémoire:</i> <i>Monde, sauf Europe orientale</i>		3,4	4,3	3,4	2,7	1,4	2,2

<sup>1</sup> 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 cours de change de 1990 et, pour l'Europe orientale, du PIB et cours de change de 1990-91, y compris l'Allemagne de l'Est jusqu'en 1991. Les autres moyennes sont obtenues à partir des pondérations du PIB et cours de change de 1984-86 et incluent tous les pays dont le PIB de 1985 atteignait au moins \$EU 0,1 milliard.

<sup>2</sup> Comprend les pays du tableau de la page 17, l'Islande, le Luxembourg et Malte. <sup>3</sup> Pays de l'OPEP, Équateur, Mexique et Trinité-et-Tobago. <sup>4</sup> Nouvelles économies industrialisées: Chine de Taipei, Corée du Sud, Hong Kong et Singapour.

Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale; OCDE, Comptes nationaux; ONU, Annuaire statistique; Banque mondiale, World Tables; données nationales; estimations BRI.

massifs de ressources vers la partie orientale du pays ainsi que du récent ralentissement conjoncturel – la politique monétaire a conservé un caractère nettement restrictif pendant une bonne partie de 1992 et n'a fait l'objet d'un assouplissement prudent, mais régulier, qu'à compter de septembre, lorsque des perturbations sont apparues sur les marchés des changes européens et que la faiblesse de l'activité est devenue de plus en plus manifeste.

Bien que la politique allemande ait suscité des critiques tant sur le plan national qu'à l'étranger, la situation interne était telle que la plupart des observateurs ne donnaient à l'action monétaire qu'une marge de manœuvre réduite jusqu'à l'été, en raison du rythme de l'inflation et de la détérioration des finances publiques. Dans le même temps, cette situation créait, de toute évidence, des problèmes pour les pays liés à l'Allemagne au sein du MCE, ceux surtout dont les perspectives de croissance s'assombrissaient. En dépit, dans certains cas, d'une inflation moins élevée et d'un tassement de la demande intérieure, ces pays ont dû s'aligner sur les taux d'intérêt à court terme allemands, même en période de calme sur les marchés des changes. Leurs conditions internes différentes n'ont pas engendré l'attente d'une appréciation de leur monnaie et ne se sont donc pas traduites par un écart de taux d'intérêt favorable, à cause du rôle indiscutable du deutsche mark comme point d'ancrage nominal du système.



Cette situation, déjà relativement complexe, est encore devenue plus confuse avec le sort du Traité de Maastricht conclu en décembre 1991. Il était prévu que la ratification du Traité intervienne avant la fin de 1992. Au Danemark et en Irlande, un référendum était nécessaire. Si l'issue d'une telle consultation ne peut jamais être prévue avec certitude, pour les autres pays la ratification était généralement considérée comme un résultat acquis, eu égard au large consensus entre politiciens de sensibilités différentes. C'est pourquoi la perspective des deux référendums ne modifia en rien le sentiment général selon lequel la ratification ne faisait quasiment aucun doute.

À cela s'ajoutait la conviction répandue que l'avènement de l'Union monétaire européenne, après plus de cinq années de quasi-stabilité des cours de change, ne serait pas perturbé par des réalignements délibérés au sein du MCE. L'opinion qui prévalait alors était que les réalignements pouvaient être différés, si les autorités le désiraient, au moyen d'ajustements mineurs des taux d'intérêt à court terme dont on pouvait attendre, compte tenu du degré élevé de mobilité des capitaux, qu'ils déclenchent des flux suffisamment amples pour atténuer les tensions sur les marchés des changes.

Lorsque le peuple danois rejeta le Traité par une faible majorité, le 2 juin 1992, toutes ces hypothèses se trouvèrent remises en question. Ce refus impliquait inéluctablement que la ratification n'interviendrait pas en 1992 et que tout le calendrier prévu risquait d'être bouleversé, même si le Traité était finalement approuvé. En attendant, des réalignements ne pouvaient plus être exclus. La suite des événements modifia radicalement l'opinion concernant la possibilité de maintenir la stabilité des cours de change en procédant à des ajustements des taux à court terme. Les pires attaques spéculatives jamais enregistrées sur les marchés des changes, tant au niveau des montants mis en œuvre que du nombre de monnaies concernées, éprouvèrent à l'extrême la capacité des autorités d'effectuer des ajustements de taux d'intérêt et de les défendre. Des différences significatives apparurent sur le plan de la sensibilité des économies nationales à des relèvements des taux courts, ce qui semblait traduire de profondes disparités structurelles des marchés des capitaux, difficiles à évaluer tant sous l'angle de la politique économique que sous celui de l'efficacité (voir Chapitre VI).

Ces facteurs techniques, venant s'ajouter à la longueur et à l'intensité de la récession au Royaume-Uni, ont incontestablement joué un rôle important dans la décision des autorités britanniques, en septembre dernier, de suspendre la participation de la livre sterling au MCE; cette attitude se justifiait par le fait qu'elle devait permettre d'adapter la politique monétaire aux impératifs de l'économie interne. Les attaques spéculatives sur d'autres monnaies s'intensifièrent aussi. Après une première dévaluation (antérieure à la décision britannique), l'Italie décidait, à son tour, «de s'abstenir momentanément d'intervenir sur les marchés des changes», tandis que l'Espagne dévaluait. En novembre 1992 et mai 1993, l'Espagne était contrainte de dévaluer à deux nouvelles reprises, nécessitant à chaque fois une dévaluation de l'escudo portugais également. Dans l'intervalle, la livre irlandaise

avait été aussi dévaluée à la fin de janvier 1993. En revanche, malgré de fortes pressions sur le franc français et la couronne danoise, les parités entre ces deux monnaies, celles du Benelux et le deutsche mark étaient préservées. Le Chapitre VIII et, pour partie, le Chapitre VI rendent compte de manière plus détaillée de ces faits et des questions qu'ils soulèvent. Deux d'entre elles méritent d'être relevées dans cette introduction. La première concerne le fonctionnement du MCE. La transformation graduelle de ce mécanisme, de régime de cours de change fixes mais ajustables en système de parités immuables, est largement responsable de la sévérité et de la dimension de la crise. Elle a fait obstacle aux ajustements préventifs qu'aurait justifiés l'apparition progressive de distorsions de change durables et d'autres déséquilibres graves. Les ajustements ont dû finalement être effectués de façon précipitée, dans des situations de crise, provoquant alors des attaques spéculatives, même lorsque les données fondamentales de l'économie étaient saines. Deuxièmement, l'ampleur et la rapidité des mouvements de capitaux, qui sont la conséquence de la déréglementation, de l'innovation et de la mondialisation des marchés, conduisent à s'interroger non seulement sur le MCE, mais aussi, d'une manière plus générale, sur l'ordre monétaire international. L'accroissement spectaculaire de la mobilité des capitaux a relancé le débat sur les mérites et les inconvénients des différents régimes de change.

Les répercussions de la crise du MCE en septembre dernier n'ont pas aggravé outre mesure les problèmes qui s'accumulaient dans le secteur financier dans un nombre croissant de pays. On peut avancer à cela plusieurs explications. Les pertes consécutives aux variations de change se sont surtout concentrées sur le secteur officiel. Des institutions financières privées ont pu être en mesure d'utiliser leurs plus-values de change pour compenser leurs revers dans d'autres domaines. Au surplus, le recours à des techniques de couverture peut avoir procuré à certains opérateurs du marché une protection efficace. Enfin, les remous n'ont pas fortement affecté les grandes monnaies d'autres régions du globe, la crise ayant été géographiquement limitée. Aux États-Unis, les sérieuses difficultés apparues dans le secteur financier ont été progressivement surmontées, mais à un coût élevé. Dans la plupart des autres pays connaissant une situation analogue, aucune amélioration n'est encore en vue. Le Chapitre VII analyse ces problèmes. Les aspects les plus intéressants portent sur les relations avec d'autres évolutions dans les économies concernées, en particulier le cycle des prix des actifs.

Les événements plus encourageants émanent de quelques pays en développement, d'Extrême-Orient notamment. La Chine mérite une mention spéciale à cet égard, car elle illustre de manière spectaculaire les forces dynamiques que peuvent déclencher une libéralisation, même contrôlée, et une ouverture sur le monde extérieur. Les économies d'Asie plus petites et en plein essor continuent à bénéficier puissamment des échanges internationaux. Il convient de noter qu'en 1992 la croissance dans le monde en développement a été nettement supérieure, pour la troisième année consécutive, à celle des pays développés (tab. p. 5). L'Amérique latine a accompli



de nouveaux progrès dans la voie du redressement, malgré quelques exceptions et bien qu'il ne soit absolument pas certain que tous les enseignements du passé aient été retenus dans tous les cas (voir Chapitre III).

La situation s'est également améliorée l'an dernier dans les pays d'Europe orientale les plus avancés dans le processus de transition. Les échanges commerciaux avec l'Ouest ont constitué à cet égard le stimulant majeur. Les problèmes auxquels sont confrontées les autorités de ces économies en transition sont examinés au Chapitre III, qui décrit en détail la restructuration du secteur financier, dont l'importance paraît vitale pour les perspectives de croissance à moyen terme. Compte tenu, toutefois, de sérieuses insuffisances et d'un manque de cohérence des politiques économiques actuellement mises en œuvre, l'avenir de nombreux pays de cette région reste sombre. L'élaboration d'un nouvel ordre politique, au moment où la restructuration nécessaire de l'économie impose des sacrifices longs et pénibles, constitue la tâche principale de ces pays, en particulier des nouveaux États de l'ex-Union soviétique.

Tels sont, pour l'essentiel, les thèmes examinés dans le Rapport de cette année. Un chapitre entier (V) est consacré, comme à l'accoutumée, à l'évolution de l'activité bancaire et financière internationale. L'ordre des chapitres a été légèrement modifié, les développements récents sur les marchés des changes étant décrits et analysés au Chapitre VIII.

## II. Évolution dans les pays industriels

### Faits saillants

Les deux caractéristiques principales de l'évolution l'an dernier ont été la lenteur exceptionnelle de la reprise dans les pays entrés les premiers en récession et l'affaiblissement progressif de l'activité en Europe et au Japon. Une des raisons de la reprise lente semble avoir été la restructuration de grande ampleur des bilans engendrée par l'évolution cyclique des prix des actifs et par l'accumulation substantielle de dettes par les ménages et les entreprises durant les années quatre-vingt. Dans ces conditions, la décrue sensible des taux d'intérêt n'a exercé que des effets limités sur la production, bien qu'elle ait réduit le poids de la charge financière des ménages et allégé la trésorerie des entreprises.

En Europe, au contraire, l'inflation élevée et le fait que la politique monétaire n'a été assouplie en Allemagne qu'à partir de l'automne ont contribué à de hauts niveaux des taux d'intérêt réels à court terme dans les pays qui utilisent le deutsche mark comme point d'ancrage de leur politique monétaire anti-inflationniste. Compte tenu des contraintes budgétaires et du recul de la demande extérieure, les politiques internes et externes se sont ainsi révélées de plus en plus incompatibles, ce qui explique en partie les perturbations de l'automne sur les marchés des changes. Dans les pays nordiques, le cycle des valeurs d'actifs et l'endettement élevé ont vu leurs conséquences amplifiées par divers problèmes structurels et une grave crise dans le secteur financier.

Une source particulière de préoccupations pour les autorités a été la nouvelle progression du chômage, observée dans pratiquement tous les pays. Cette dégradation reflète une montée du chômage tant conjoncturel que structurel et s'est produite en présence d'une inflation exceptionnellement modérée et en baisse.

L'accroissement des décaissements au titre des indemnités de chômage et l'adoption de mesures de stimulation de l'emploi, conjugués à la baisse conjoncturelle des rentrées fiscales, ont provoqué une augmentation des besoins de financement des administrations publiques dans la quasi-totalité des pays. En conséquence, les politiques budgétaires se sont généralement écartées, l'an passé, de leurs objectifs d'assainissement à moyen terme; dans les pays à ratio endettement public/PIB élevé, la nécessité d'empêcher une détérioration insoutenable du solde financier du secteur public est devenue plus urgente. En outre, même certains pays à faible endettement public, mais dont les besoins de financement ont fortement progressé l'an dernier, risquaient, en l'absence de mesures de consolidation budgétaire, d'être rapidement confrontés à une situation dans laquelle le service de la dette publique engendre une nouvelle hausse du ratio endettement/PIB. Une

importante exception à ce tableau d'ensemble des contraintes budgétaires est le Japon, qui a adopté ou proposé au cours des neuf derniers mois des mesures de relance représentant environ 5% du PIB.

### Principales caractéristiques de l'évolution récente du cycle conjoncturel

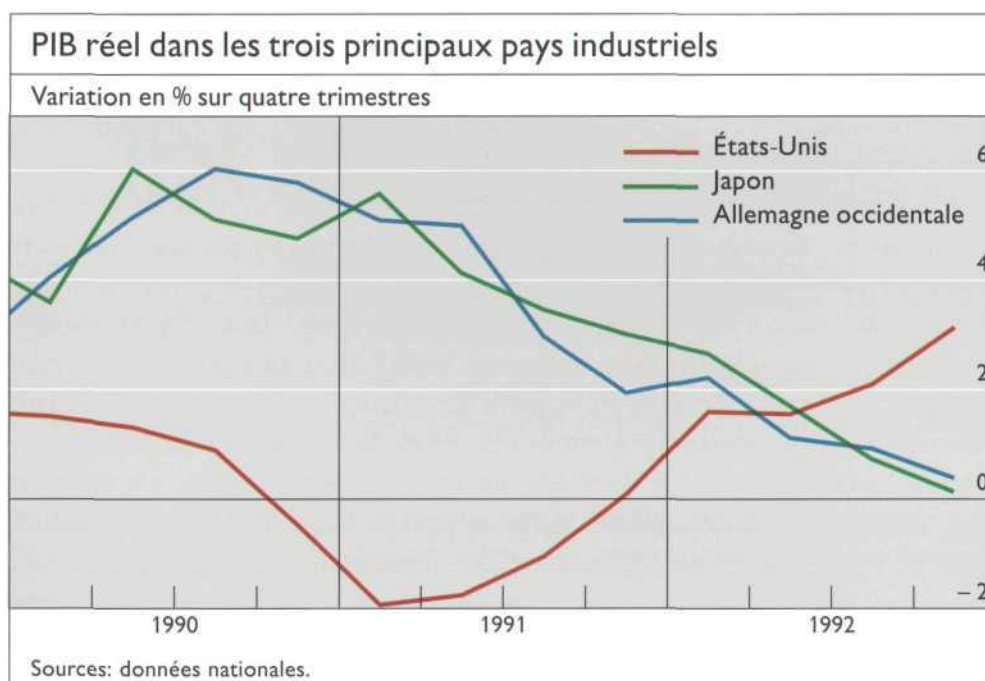
La croissance dans les pays industriels est demeurée, l'an dernier, à un niveau faible mais légèrement supérieur à celui de 1991. Au début de l'année, la divergence d'évolution des taux de croissance entre les trois principales économies, qui avait caractérisé la plus grande partie de 1991, s'est réduite du fait du ralentissement au Japon et en Allemagne. En cours d'année, cependant, la reprise s'est accentuée en Amérique du Nord, tandis que l'activité continuait de se détériorer à un rythme plus rapide que prévu au Japon et en Allemagne (graph. ci-dessous). Un des traits saillants du cycle conjoncturel reste donc un degré élevé de désynchronisation.

En dépit de la reprise naissante en Amérique du Nord, le cycle actuel est également marqué par la durée inhabituelle du fléchissement et la lenteur surprenante du redressement dans les pays entrés les premiers en récession. Comparé aux cycles précédents des années soixante-dix et quatre-vingt, le dernier en date semble avoir été à la fois moins profond et plus long. Cette évolution, jointe à l'affaiblissement progressif de l'activité en Europe continentale, a constitué l'un des problèmes majeurs des responsables de la politique économique au cours de l'année écoulée.

Compte tenu de ces problèmes et de la phase actuelle du cycle dans les diverses économies, on peut répartir les pays en quatre groupes. Dans le premier, qui comprend les États-Unis et la plupart des autres pays anglo-saxons, la récession a démarré assez tôt et a été caractérisée par une

Cycle actuel caractérisé par une faible croissance et des différences notables entre ...

... les pays anglo-saxons ...





... nordiques ...	<p>restructuration des bilans suite à l'évolution des prix des actifs et à l'augmentation connexe de l'endettement des entreprises et des ménages. Cela explique non seulement la durée de la récession et la reprise tardive, mais aussi que les taux d'intérêt sensiblement plus bas, en particulier aux États-Unis, n'ont exercé qu'un effet limité sur la demande globale. La restructuration des bilans est également le fait dominant du deuxième groupe (Finlande, Norvège et Suède). En raison des graves problèmes structurels, la récession a été nettement plus profonde en Finlande et en Suède que dans la plupart des autres pays industriels et les perspectives de reprise à court terme sont médiocres. Dans ces trois pays, ainsi que dans quelques pays du premier groupe, des signes de «déflation due à l'endettement» se sont manifestés, étant donné que la baisse de la valeur des actifs a conduit les ménages et les entreprises à comprimer leurs dépenses pour rembourser des dettes plus élevées en termes réels. La majorité des pays d'Europe continentale peuvent être réunis dans un troisième groupe, caractérisé par un affaiblissement progressif de la conjoncture au cours de l'année 1992. Les prévisions pour 1993, suite à de fortes révisions en baisse, laissent présager de nouvelles réductions ou au mieux une stagnation de l'activité. Ce groupe est principalement marqué par la contraction de la demande extérieure et les contraintes pesant sur la politique économique, comme en témoignent le haut niveau des taux d'intérêt réels et les conflits croissants entre les politiques intérieures et extérieures. Le quatrième groupe comprend les pays se trouvant aux premiers stades d'une récession aux causes sous-jacentes néanmoins très variées. Au Japon, l'aspect prédominant a été l'impact défavorable d'un cycle des prix des actifs plus prononcé que dans les pays anglo-saxons. En Allemagne, la persistance de problèmes de répartition du revenu et la poursuite de politiques restrictives ont conduit à une situation d'inflation obstinément élevée et à un affaiblissement rapide de l'activité.</p>
... le continent européen ...	
... et le Japon et l'Allemagne	
Montée du chômage reflétant ...	<p>Le chômage a commencé à monter en Europe l'an dernier et a continué de progresser dans les économies en phase de reprise, bien après que le creux conjoncturel fut dépassé. Il en est résulté un gonflement de la masse déjà imposante des chômeurs, une érosion de la confiance des ménages et un risque accru de protectionnisme. De plus, les déséquilibres budgétaires ainsi engendrés ont incité plusieurs pays à compenser les effets des stabilisateurs automatiques et ont exclu presque partout le recours à des politiques de relance.</p>
... des facteurs structurels et les effets de l'automatisation	<p>Le chômage élevé et croissant constitue en soi un problème social et économique de plus en plus grave. Spécialement en Europe continentale, où 40–50% des chômeurs ont été privés de travail pendant douze mois ou plus, il pose un problème structurel qui ne peut être facilement résolu par une accélération de la croissance. Les causes profondes n'en ont pas été clairement identifiées, mais sembleraient être notamment le haut niveau des salaires minimums et des cotisations sociales qui alourdissent les coûts de main-d'œuvre, la rigidité de la hiérarchie des rémunérations et salaires réels, les réglementations du travail restrictives ainsi que la faible mobilité de la main-d'œuvre. Quelles que soient les causes précises, il se révèle de plus en</p>



plus difficile de trouver des solutions efficaces et le chômeur de longue durée perd progressivement contact avec le marché du travail. Il est possible que la hausse récente du chômage en Amérique du Nord et en Europe ait revêtu en partie un caractère transitoire. Elle est liée aux modifications de la structure de la production et de la configuration du commerce extérieur, à la suite de l'abolition des barrières commerciales et de la substitution de l'automatisation au facteur travail. L'ampleur de la restructuration et de l'automatisation constitue un élément nouveau et s'explique notamment par les taux d'inflation exceptionnellement modérés qui caractérisent le cycle actuel. Elle s'est également accompagnée d'une amélioration marquée, et sans doute pas seulement temporaire, des gains de productivité.

## Évolution de la production et de la demande dans les pays industriels

### *Reprise hésitante dans les pays entrés les premiers en récession*

Après un « faux départ » en 1991, lorsque le rebond apparent de l'activité tourna court au second semestre, une reprise plus vigoureuse s'est manifestée aux États-Unis durant le second semestre de 1992 (tab. p. 14). Induite par la consommation et l'investissement dans le secteur du logement, elle est due en partie à une demande latente, spécialement de biens durables. Elle reflète aussi les progrès réalisés dans la restructuration des bilans, puisque le ratio service de la dette/revenu disponible des propriétaires de logements a fortement reculé à la suite de la détente des taux d'intérêt et des remboursements de dette. Dans le secteur des entreprises également, certains signes indiquent une atténuation des effets néfastes de la restructuration sur la demande. Les stocks ont recommencé à croître et l'expansion des investissements en équipements, ordinateurs notamment, qui avaient soutenu l'activité tout au long de la récession, s'est accélérée. En revanche, les investissements en constructions non résidentielles ont encore faibli, en raison de taux de vacance élevés et de la baisse des prix. Les dépenses publiques ont régressé en termes réels du fait de la compression des dépenses militaires ainsi que de la fragilité de la situation financière à tous les niveaux de gouvernement. Enfin, les exportations nettes en volume, qui avaient stimulé l'activité depuis 1987, se sont affaiblies suite au ralentissement des ventes à l'étranger et à l'accélération sensible des importations.

En dépit de l'amélioration des perspectives, la reprise demeure fragile et la croissance s'est fortement ralentie au premier trimestre de 1993, en raison de l'hésitation grandissante des ménages à dépenser et de la compression des dépenses militaires la plus importante depuis plus de vingt ans. Mesurée par rapport au creux du début de 1991, la reprise est l'une des plus faibles de la période d'après-guerre; ceci est particulièrement perceptible dans le domaine de l'emploi privé non agricole, qui se situait encore, à la fin de l'année dernière, environ 2% en dessous du chiffre du milieu de 1990. Le recul continu de l'emploi, dû en partie à la mollesse de la reprise, résulte aussi de l'adoption de mesures d'allégement des coûts destinées à améliorer la productivité. Par voie de conséquence, le chômage s'est maintenu à un niveau élevé ou a continué de monter.

Amorce d'une  
reprise aux  
États-Unis...

... et persistance  
d'un chômage  
élevé

Baisse des salaires réels et élargissement de l'éventail des revenus

La poursuite de la baisse des salaires réels a également retardé la reprise. En courte période, on peut y voir une réaction souple à la précarité des conditions sur le marché du travail. Replacée dans une perspective plus longue, c'est le reflet d'une tendance qui semble propre aux États-Unis. Les salaires horaires réels s'inscrivent en recul depuis le début des années soixante-dix et, tout au long des années quatre-vingt, ce mouvement s'est accompagné d'un élargissement progressif de l'éventail des salaires, du fait d'une augmentation des hauts revenus. Les ouvriers moins qualifiés du bas de l'échelle ont vu la position relative de leur revenu se détériorer constamment. La tranche intermédiaire, qui comprenait principalement des ouvriers sans qualification de l'industrie de transformation, s'est réduite en liaison avec l'automatisation et le déclin de ce secteur de production. Durant les années quatre-vingt, ce «processus de polarisation», observé également au Royaume-Uni, a permis de créer beaucoup plus de postes de travail qu'en Europe continentale, par exemple, où les salaires minimums et autres rigidités ont maintenu les rémunérations réelles dans la plupart des secteurs au-dessus des niveaux d'équilibre du marché. Cependant, la création d'emplois aux États-Unis s'est faite en liaison avec une croissance faible ou négative des salaires réels et, jusqu'à ces derniers temps, des résultats médiocres sur le plan de la productivité.

Reprise au Canada induite par les exportations ...

Le fléchissement a démarré plus tôt au *Canada* qu'aux États-Unis et la reprise amorcée l'an passé semble moins vigoureuse. Elle est essentiellement induite par les exportations, tandis que l'accroissement de la demande intérieure est demeuré anémique. Les bénéfices se sont inscrits en forte baisse, principalement dans l'industrie manufacturière, où la production a reculé de 15% et l'emploi de plus de 20% au cours de la récession. Cependant, les investissements en équipements des entreprises ont été relativement dynamiques, sous l'effet à la fois des efforts qu'elles ont réalisés pour préserver leur compétitivité dans le contexte de la libéralisation des échanges et des aménagements fiscaux qui ont abaissé le coût du capital. Par ailleurs, l'activité dans l'immobilier à usage commercial a continué de régresser pour des raisons semblables à celles observées aux États-Unis.

... avec un chômage élevé et une faible inflation

Par suite de la lenteur de la reprise et de la restructuration du secteur des entreprises, l'emploi a baissé et, à la fin de l'an dernier, le taux de chômage était de 11½%, soit 4 points au-dessus du niveau d'avant la récession. L'atonie du marché du travail et l'amélioration de la productivité ont entraîné une vive décélération des coûts unitaires de main-d'œuvre. Cela a permis de compenser les répercussions initiales de la dépréciation du taux de change et de maintenir la hausse des prix à la consommation dans la partie inférieure de la fourchette-objectif fixée par les autorités. À la différence de la récession du début des années quatre-vingt, la balance des paiements courants est restée déficitaire, en raison de la vigueur des investissements en équipements et des importations connexes, mais aussi du besoin élevé de financement du secteur public, de nature surtout structurelle.

Fléchissement prolongé au Royaume-Uni ...

La phase descendante du cycle au *Royaume-Uni* a démarré à peu près en même temps qu'au *Canada* et a été une des plus longues de la période d'après-guerre. Le recul s'est poursuivi presque toute l'année dernière, mais



# Variation du PIB réel et des composantes de la demande dans les grands pays industriels

Pays et période	PIB	Demande intérieure globale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investisse- ment fixe non rési- dentiel du secteur privé <sup>1,3</sup>
			Consom- mation privée	Dépenses publiques <sup>1</sup>	Investisse- ment fixe du secteur privé <sup>1</sup>	Variation des stocks <sup>2</sup>	Expor- tations nettes <sup>2</sup>	
variation en %								
États-Unis								
1982-89	3,7	3,9	3,7	3,2	4,4	0,2	-0,3	3,2
1990	0,8	0,4	1,2	2,8	-2,8	-0,5	0,5	-0,4
1991	-1,2	-1,8	-0,6	1,2	-8,5	-0,3	0,6	-7,1
1992	2,1	2,5	2,3	-0,3	5,5	0,3	-0,4	3,0
1992 TIV <sup>4</sup>	3,1	3,7	3,4	0,4	9,5	0,0	-0,6	7,9
Japon								
1982-89	4,2	4,5	3,8	1,3	8,4	0,1	-0,2	9,6
1990	4,9	5,1	4,0	3,3	10,0	-0,3	-0,3	11,5
1991	4,1	2,7	2,2	2,8	2,8	0,3	1,4	5,8
1992	1,3	0,6	1,8	6,6	-4,2	-0,2	0,7	-3,9
1992 TIV <sup>4</sup>	0,2	-0,5	0,3	6,9	-5,7	-0,2	0,6	-6,8
Allemagne <sup>5</sup>								
1982-89	2,4	2,5	2,3	1,2	3,3	0,2	0,0	4,6
1990	5,1	4,9	5,4	2,3	9,6	-0,6	0,3	10,3
1991	3,7	3,1	3,6	0,6	7,0	-0,5	0,7	8,2
1992	1,5	1,6	1,0	2,5	1,3	0,2	0,0	-0,9
1992 TIV <sup>4</sup>	0,4	1,8	1,8	2,0	-0,8	0,4	-1,3	-6,5
France								
1982-89	2,5	2,6	2,5	2,3	3,0	0,1	-0,2	3,9
1990	2,5	2,8	2,9	2,1	3,0	0,1	-0,4	4,0
1991	0,7	0,5	1,4	2,6	-2,3	-0,4	0,2	-2,4
1992	1,3	0,5	1,7	2,9	-3,3	-0,5	0,8	-5,4
1992 TIV <sup>4</sup>	0,7	0,4	1,8	2,6	-3,6	-0,5	0,3	-5,4

Voir notes et sources du tableau ci-contre.

Voir notes et sources du tableau ci-contre.

au début de 1993 les premiers signes de reprise et d'un renforcement de la confiance des entreprises se sont manifestés. Les dépenses des ménages ont constitué une source importante de faiblesse, en raison de la conjonction d'un endettement élevé et d'une baisse des prix des logements, de sorte que plus de 1½ million de ménages (essentiellement des jeunes achetant leur premier logement) se sont trouvés aux prises avec une dette hypothécaire supérieure à la valeur marchande de leur propriété («patrimoine négatif»). Aussi la récession britannique a-t-elle surtout été caractérisée par une progression exceptionnellement marquée de l'épargne des ménages (graph. p. 20) et une contraction correspondante de la consommation.

La production s'est également ressentie, l'an dernier, du recul des exportations nettes en volume, par suite du gonflement sensible de la demande d'importations au premier semestre et de l'expansion modeste des exportations durant toute l'année. Cette situation peut s'expliquer dans

... et recul des exportations nettes

# Variation du PIB réel et des composantes de la demande dans les grands pays industriels (suite)

Pays et période	PIB	Demande intérieure globale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investissement fixe non rési- dentiel du secteur privé <sup>1,3</sup>
			Consom- mation privée	Dépenses publiques <sup>1</sup>	Investisse- ment fixe du secteur privé <sup>1</sup>	Variation des stocks <sup>2</sup>	Expor- tations nettes <sup>2</sup>	
variation en %								
Italie								
1982-89	2,8	3,0	3,0	2,7	3,1	0,0	-0,3	5,4
1990	2,1	2,5	2,5	1,2	3,8	0,0	-0,5	4,1
1991	1,3	1,9	2,3	1,5	0,6	0,1	-0,7	-0,1
1992	0,9	1,0	1,8	1,1	- 1,4	0,0	-0,1	-1,1
1992 TIV <sup>4</sup>	-0,3	-1,6	0,9	1,0	- 5,2	-1,3	1,4	-7,0
Royaume-Uni								
1982-89	3,6	4,5	4,7	1,0	8,9	0,2	-1,2	9,9
1990	0,6	-0,5	0,7	3,7	- 4,9	-0,9	1,0	-2,8
1991	-2,1	-3,1	-2,1	1,7	-10,4	-0,6	1,1	-9,2
1992	-0,6	0,5	0,2	1,1	- 2,8	0,5	-1,1	-2,9
1992 TIV <sup>4</sup>	-0,2	0,4	1,3	0,7	- 2,0	-0,4	-0,6	-2,0
Canada								
1982-89	4,1	4,8	4,2	2,5	6,6	0,5	-0,8	5,5
1990	-0,5	-1,0	0,9	3,4	- 5,2	-1,3	0,6	-3,3
1991	-1,7	-0,9	-1,7	2,0	- 4,7	0,6	-0,6	-1,4
1992	0,9	0,3	1,0	1,9	- 1,3	-0,5	0,7	-4,9
1992 TIV <sup>4</sup>	1,3	-0,7	1,2	1,9	- 4,0	-1,2	2,0	-7,4
Groupe des Sept <sup>6</sup>								
1982-89	3,5	3,8	3,5	2,4	5,7	0,2	-0,3	6,1
1990	2,3	2,1	2,3	2,7	3,3	-0,4	0,2	5,0
1991	0,8	0,1	0,6	1,6	- 1,9	-0,2	0,6	-0,3
1992	1,5	1,4	1,8	1,4	- 0,2	0,0	0,0	-1,3
1992 TIV <sup>4</sup>	1,4	1,5	2,1	1,7	0,1	-0,2	-0,1	-1,8

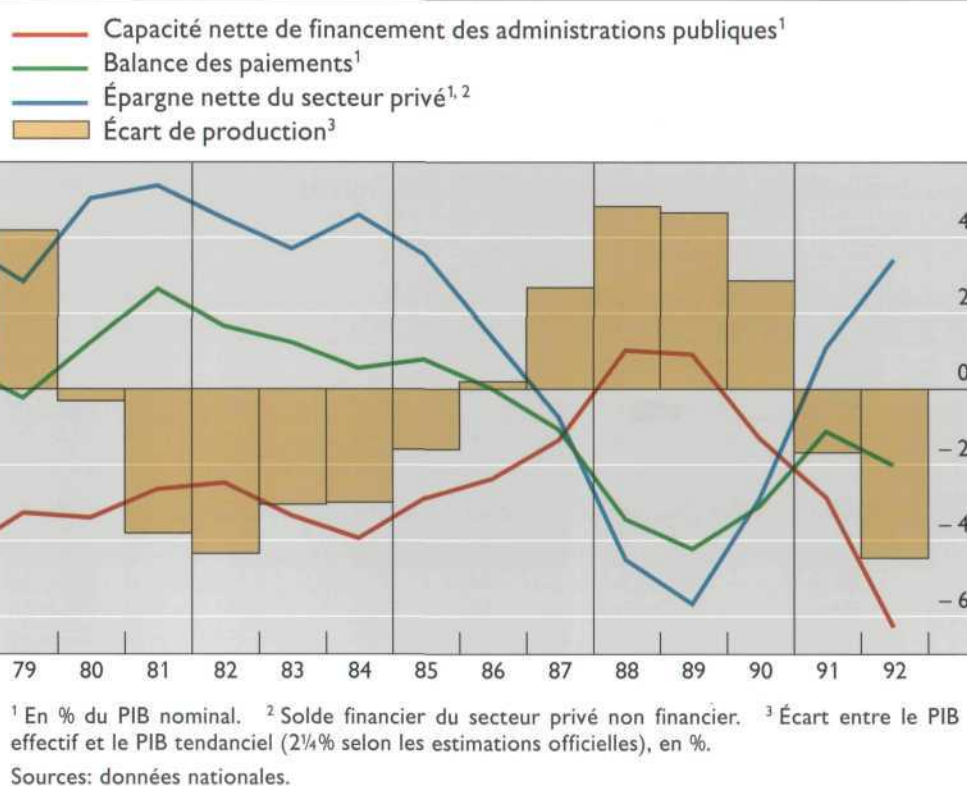
<sup>1</sup> Pour l'Allemagne (1992 TIV) et l'Italie (toutes les années), l'investissement fixe du secteur privé inclut l'investissement public. <sup>2</sup> Contribution en points de pourcentage à la croissance du PIB. <sup>3</sup> Pour l'Allemagne (1992 TIV) et l'Italie (toutes les années), machines et équipements uniquement. <sup>4</sup> Variation sur quatre trimestres. <sup>5</sup> Allemagne occidentale uniquement. <sup>6</sup> Moyenne pondérée, établie sur la base du PIB et des composantes de la demande aux prix et cours de change de 1990.

Sources: OCDE et données nationales.

une certaine mesure par la faible compétitivité et le manque de vigueur du marché d'exportation. Cependant, comme les importations de produits finis ont fait preuve d'une grande vitalité, l'essoufflement des investissements dans l'industrie de transformation pourrait avoir entraîné un affaiblissement structurel, les capacités de production des entreprises manufacturières britanniques n'ayant peut-être pas été suffisantes pour répondre à la demande interne, même léthargique.

Cette faiblesse structurelle ressort également du graphique de la page 16. À l'inverse de la récession du début des années quatre-vingt, la balance des paiements courants a été déficitaire tout au long de la phase

# Royaume-Uni: évolution de la capacité nette de financement des administrations publiques, de la balance des paiements et de l'épargne nette du secteur privé



descendante récente et, l'an dernier, le déséquilibre s'est en fait élargi, pour atteindre près du double du niveau de 1991. Depuis le déficit record des paiements courants en 1989, les déséquilibres financiers sectoriels ont aussi subi de profondes modifications. En 1989, sous l'effet du cycle des prix des actifs, les secteurs des ménages et des entreprises avaient tous deux enregistré des déficits financiers élevés, tandis que le secteur public dégagait un excédent. Le développement de l'épargne des ménages au cours de la récession, couplé aux compressions des dépenses d'investissement fixe et au déstockage dans le secteur des entreprises, a provoqué un excédent financier net dans le secteur privé considéré dans son ensemble. Le déficit de la balance des paiements s'explique donc entièrement par la détérioration des finances publiques. Bien qu'il soit difficile de prévoir les variations des soldes financiers et que la balance des paiements comporte un important poste «erreurs et omissions», cette évolution peut poser un dilemme aux responsables de la politique économique britannique. En effet, le surcroît d'expansion économique requis pour réduire le déficit budgétaire pourrait creuser le déficit des paiements courants. Inversement, une croissance compatible avec un déficit stable des paiements courants risquerait d'engendrer un accroissement insoutenable du déséquilibre du secteur public.

En *Australie*, la reprise s'est lentement intensifiée au cours de l'année 1992 (tab. ci-contre). Les dépenses des ménages ont constitué un important facteur de soutien, tandis que l'investissement en logements s'est raffermi

Élargissement  
du déficit  
extérieur...

... et du besoin de  
financement du  
secteur public



Amorce d'une  
reprise en  
Australie...

sous l'influence de la baisse des taux hypothécaires. En raison cependant de l'exiguïté des marges bénéficiaires, de la restructuration des bilans et d'autres mesures de compression des coûts, l'investissement fixe des entreprises a fortement chuté, les dépenses d'équipement étant tombées à leur plus bas niveau jamais enregistré. Reflétant la précarité du secteur des entreprises, le taux de chômage est monté à son maximum d'après-guerre. La croissance des exportations nettes en volume a été négative l'an dernier et, à cause de la faiblesse des cours mondiaux des matières premières, les termes de l'échange se sont détériorés.

Grâce à la modération sensible de l'inflation, la Banque de Réserve a pu réduire le loyer de l'argent à court terme, tandis que les taux longs ont reculé plus lentement, l'accentuation de la pente de la courbe des rendements reflétant en partie un accroissement du besoin de financement des administrations publiques. Pour moitié environ, la détérioration depuis 1990 pourrait être d'origine structurelle, due, en particulier, à l'aide apportée par les collectivités régionales aux banques et entreprises financières en difficulté.

... mais  
aggravation  
de la récession  
en Suisse...

En Suisse, le ralentissement économique s'est accentué l'an passé. L'affaiblissement touche principalement les secteurs internes. Seule la consommation publique a favorablement influencé l'activité, alors que la demande

Variation du PIB et de l'investissement fixe, en termes réels, dans les autres pays industriels									
Pays	PIB de 1990 en milliards de dollars EU	PIB réel <sup>1</sup>				Formation brute de capital fixe en termes réels			
		1982-89	1990	1991	1992 <sup>2</sup>	1982-89	1990	1991	1992 <sup>2</sup>
		variation en %							
Australie	294	3,8	1,2	-1,1	2,0	4,2	- 7,5	-10,4	- 2,8
Autriche	157	2,4	4,6	3,0	1,5	3,5	5,8	4,8	1,1
Belgique	192	2,3	3,3	1,9	0,8	5,3	7,7	0,3	0,7
Danemark	129	2,4	2,0	1,2	1,1	4,4	- 0,5	- 4,2	-10,4
Espagne	491	3,5	3,6	2,4	1,0	6,5	6,9	1,6	- 3,0
Finlande	137	3,7	0,3	-6,4	-3,5	4,9	- 4,9	-19,8	-14,4
Grèce	66	2,1	-0,1	1,8	1,5	0,6	5,7	- 2,0	2,0
Irlande	43	3,3	8,3	2,5	2,4	-1,5	10,8	- 6,5	- 0,8
Israël	51	3,4	5,4	5,9	6,4	0,1	19,6	41,8	11,8
Norvège	106	3,1	1,8	1,6	3,3	2,6	-26,8	1,7	3,5
Nouvelle-Zélande	44	1,5	0,5	-1,5	3,0	3,2	1,9	-16,2	2,0
Pays-Bas	279	2,5	3,9	2,2	1,5	5,3	3,6	0,1	1,9
Portugal	60	2,8	4,2	2,1	1,1	2,0	5,9	2,5	5,0
Suède	228	2,5	1,4	-1,8	-1,7	5,8	0,7	- 9,0	-11,0
Suisse	225	2,6	2,3	-0,1	-0,6	5,9	2,6	- 2,5	- 6,7
Turquie	108	5,1	9,2	0,3	5,5	4,8	14,0	- 0,4	1,3
Moyenne <sup>3</sup>	-	3,0	3,0	0,8	1,0	4,8	2,3	- 2,4	- 2,6

<sup>1</sup> Pour la Turquie, PNB réel. <sup>2</sup> Chiffres provisoires. <sup>3</sup> Moyenne pondérée, établie sur la base du PIB et des cours de change de 1990.  
Sources: OCDE et données nationales.

intérieure a reculé de 4%. Bien que les entreprises suisses n'aient pas augmenté leur endettement dans les mêmes proportions que celles des pays mentionnés ci-dessus et que les problèmes de bilan soient limités essentiellement au secteur immobilier et à un certain nombre de banques régionales, la durée de la récession a suscité un vaste processus de restructuration, y compris une réduction notable de l'investissement et de l'emploi. À la différence des récessions antérieures, les compressions d'effectifs n'ont pas affecté uniquement les emplois faiblement qualifiés et les travailleurs étrangers et, au début de 1993, le taux de chômage est monté à plus de 4%. L'accroissement des dépenses au titre des indemnités de chômage, conjugué à la stagnation des recettes, a entraîné une aggravation brutale du déficit de l'administration centrale, ce qui a incité le gouvernement à réduire les dépenses et à relever les impôts. Durant la phase descendante de l'activité, la croissance des exportations nettes a été constamment positive, dans une certaine mesure au détriment des marges bénéficiaires. Vers la fin de l'année, cependant, l'expansion des exportations s'est ralentie, du fait de l'affaiblissement de la demande sur les principaux marchés européens.

... conduisant à un niveau record de chômage

#### *Intensification de la récession en présence de graves problèmes structurels*

Dans trois pays nordiques (Finlande, Norvège et Suède), le recul de l'activité a non seulement duré plus longtemps, mais il a également été bien plus accentué que dans la plupart des autres pays. En 1992, les trois pays ont enregistré des taux d'inflation peu élevés par référence au passé; en raison toutefois de problèmes structurels profondément ancrés, ils ne semblent pas avoir acquis une plus grande crédibilité et se sont vus obligés, l'automne dernier, d'abandonner le rattachement de leur monnaie à l'Écu (voir Chapitre VIII). Parmi les autres problèmes communs, il convient de citer les conséquences de l'ajustement à la phase de surchauffe de la fin des années quatre-vingt, amplifiées par l'instabilité des prix des actifs et la vive progression de l'endettement des ménages et des entreprises. Ces trois pays sont également caractérisés par une crise aiguë dans le secteur financier (voir Chapitre VII), et les problèmes structurels ont non seulement aggravé la récession, mais ont aussi été à l'origine de la fragilité financière et de l'agitation sur les marchés des capitaux. En Finlande, les problèmes structurels sont principalement liés à la perte de débouchés en Europe de l'Est, tandis qu'en Suède et en Norvège ils sont imputables respectivement à l'hypertrophie du secteur public et à l'insuffisance de compétitivité des activités «continentales» (c'est-à-dire à l'exclusion du pétrole et de la marine marchande).

Grave récession dans les pays nordiques...

... accompagnée de problèmes financiers et structurels

La Finlande a subi la récession de loin la plus grave. Depuis le sommet conjoncturel du début de 1990, le PIB a reculé d'environ 10% et le chômage est monté de 3½% à plus de 15% en un peu plus de trois ans (graph. p. 24). Les exportations se sont redressées et, en termes nets, ont contribué, l'an dernier, pour 2½% à l'accroissement de la production, à la faveur d'une dépréciation effective réelle de plus de 30% et de faibles taux d'utilisation des capacités. Cependant, toutes les composantes de la

Chute de la production en Finlande...



... reflétant  
la faiblesse  
de l'économie  
interne

demande intérieure se sont fortement contractées, les ménages et les entreprises ayant augmenté leur épargne pour réduire l'endettement accumulé précédemment au cours du cycle des prix des actifs. Le volume des dépenses publiques a été abaissé pour limiter l'extension du besoin de financement. Malgré la dépréciation de la monnaie, l'inflation des prix s'est modérée, les salaires nominaux n'ayant guère progressé pendant une période de deux ans et les entreprises ayant absorbé le surcoût des importations par une compression des marges bénéficiaires, en vue d'éviter une régression encore plus prononcée des ventes internes. La réduction des marges, conjuguée au recul de la demande intérieure, a toutefois engendré de sévères contraintes financières dans de nombreuses entreprises, ce qui n'a fait qu'accroître le stock déjà volumineux de prêts improductifs détenus par les banques. La dépréciation de la monnaie a entraîné, en outre, un alourdissement du coût du service de la dette extérieure, qui représentait près de 50% du PIB à la fin de 1992. Le flottement du mark finlandais n'a donc procuré en fait qu'une faible marge de manœuvre supplémentaire aux autorités monétaires.

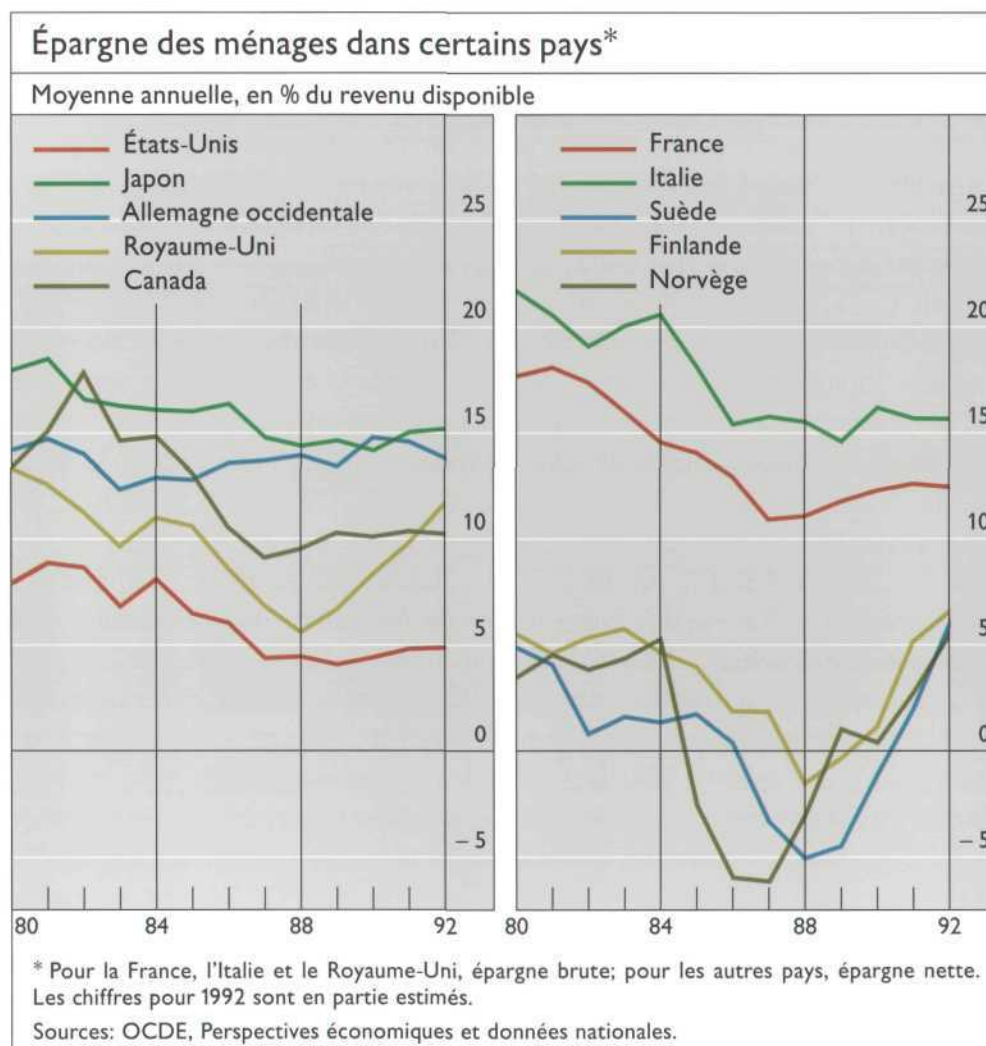
Vaste secteur  
public en Suède  
avec des besoins  
financiers  
croissants

Le recul de la production en Suède a été modéré par rapport à l'évolution enregistrée en Finlande, mais les problèmes structurels sont probablement aussi graves, spécialement dans le secteur public. Bien que les efforts de redimensionnement de ce dernier aient connu un certain succès à la fin des années quatre-vingt, la part des dépenses publiques dans le PIB demeurait, avec 60%, la plus élevée des pays de l'OCDE. En outre, la réforme fiscale, caractérisée par un important transfert de la fiscalité directe vers la fiscalité indirecte en 1990-91, a provoqué un gonflement du besoin de financement des administrations publiques, les ménages ayant comprimé leurs dépenses de consommation. L'augmentation massive, l'an passé, du déficit de l'État, de 7% à 14% du PIB selon les estimations du gouvernement, en raison notamment de retards dans le paiement des impôts aux collectivités locales, a suscité une incertitude considérable sur le marché des capitaux et a été en partie à l'origine des remous sur le marché des changes et du haut niveau des taux d'intérêt réels. Dans son budget révisé pour 1993-94, le gouvernement prévoit une réduction à moyen terme des dépenses, en particulier des transferts sociaux, de l'ordre de quelque 5% du PIB.

Net retour-  
nement de  
l'épargne des  
ménages

Les années quatre-vingt ont été marquées en Suède et dans les autres pays nordiques par une vive contraction de l'épargne des ménages, les trois pays ayant enregistré des taux négatifs (graph. p. 20). Le recul, amorcé au milieu des années quatre-vingt, a coïncidé avec la déréglementation des marchés des capitaux et le début du cycle des prix des actifs, les ménages ayant alors emprunté massivement pour investir dans l'immobilier. L'an dernier, cependant, l'épargne des ménages s'est nettement redressée, en raison des efforts entrepris pour réduire l'endettement, mais du fait sans doute aussi d'une réaction de prudence devant l'incertitude croissante sur le marché du travail, à la suite de la montée du chômage à un niveau proche de 6%, fort élevé par référence au passé. La réduction de l'endettement et une restructuration des bilans ont également été observées dans le secteur





des entreprises avec, comme conséquence, une contraction marquée de l'investissement fixe. Au total, la demande intérieure a reculé de 2%, malgré la vigueur de l'investissement en logements au début de l'année, soutenu par diverses mesures de stimulation de l'emploi. Les exportations nettes ont favorablement influencé l'expansion de la production, mais le déséquilibre des paiements courants a continué de s'accroître, car la progression de l'épargne nette du secteur privé n'a pas été suffisante pour compenser la détérioration des finances publiques.

En Norvège, le fléchissement avait démarré dès 1986 et quelques timides signes de reprise se manifestent cette année. Dans le même temps, la crise dans le secteur financier a été aussi sérieuse qu'en Finlande et en Suède, et l'activité «continentale» a été très faible. Les principales causes du niveau élevé du chômage et de l'accumulation de prêts improductifs par les banques se situent également dans ces secteurs. La détérioration du solde budgétaire depuis le milieu des années quatre-vingt reflète la vive progression de la consommation publique et d'autres mesures budgétaires visant à stimuler les activités «continentales» et à compenser la contraction dans l'industrie manufacturière et les services du secteur privé. Le déficit global de 2¾% du PIB en 1992 masque des déficiences structurelles plus

Signes de reprise en Norvège...

... et quelques progrès sur la voie de la résorption des problèmes structurels

profondes, puisque le «déficit hors pétrole» dépasse 8% si l'on exclut les revenus nets du secteur pétrolier. Il a été remédié, dans une certaine mesure, aux faiblesses structurelles l'an dernier. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralentie (tab. p. 32) et le taux d'épargne des ménages est monté à plus de 5%, contre moins de 0,5% seulement deux années auparavant. Le secteur des entreprises a également amélioré sa situation financière, même si, pour ce faire, il a principalement comprimé les dépenses d'investissement fixe et dégraissé les effectifs. De nouveaux progrès sont possibles en matière de compétitivité cette année, en raison de la réduction des prélèvements sur les salaires et de la dépréciation de la couronne.

*Affaiblissement de la croissance de la production sous l'effet de la contraction de la demande extérieure et des contraintes de la politique économique interne*

Croissance plus forte en France...

Depuis plusieurs années, la France axe sa politique économique sur le freinage de l'inflation et l'amélioration des résultats du commerce extérieur grâce au maintien d'un taux de change fixe. L'année dernière, l'expansion du PIB (1¼%) a été supérieure à celle de 1991 et parmi les plus fortes d'Europe. Les exportations nettes ont été à l'origine de plus de la moitié de l'augmentation globale, étant donné que les entreprises françaises, à la faveur de mesures d'allégement des coûts prises antérieurement, sont parvenues à développer leurs parts de marché, en dépit d'une contraction de la demande d'exportations. La croissance des ventes à l'étranger s'est toutefois notablement ralentie après les réalignements au sein du MCE et a été négative au dernier trimestre. Le taux d'accroissement de la demande intérieure a fléchi dans le courant de 1992, du fait surtout de la réduction progressive des investissements fixes des entreprises. Dans les secteurs exposés à la concurrence étrangère, où les prix ont été généralement stables, les taux d'intérêt réels à court terme se sont situés la plupart du temps dans une fourchette de 8–10% en 1992. De plus, devant les perspectives médiocres d'évolution de la demande et la réduction des taux d'utilisation des capacités, les entreprises n'étaient guère incitées à investir, même si l'abaissement des coûts et la faible hausse des salaires nominaux ont contribué à maintenir les marges bénéficiaires.

... avec une montée du chômage

Les efforts des entreprises pour préserver leur compétitivité en présence de perspectives de croissance incertaines ont été principalement à l'origine de la montée du taux de chômage à 10½% à la fin de 1992. Pour prévenir une nouvelle dégradation, le gouvernement a appliqué diverses mesures, généralement temporaires, destinées à favoriser l'emploi: plans de recyclage, programmes de travaux publics et allègements fiscaux pour les entreprises embauchant des chômeurs de longue durée et des jeunes. Ces mesures, s'ajoutant à la baisse d'origine conjoncturelle des rentrées fiscales, expliquent en partie pourquoi le déficit des administrations publiques est à son plus haut niveau depuis 1982.

Les autres pays européens qui axent leur politique économique sur le maintien d'un taux de change fixe ont enregistré une évolution encore moins favorable l'an passé: croissance plus faible en raison de l'essoufflement



des exportations, notamment à destination de l'Allemagne, et décélération, voire décroissance, de l'investissement fixe des entreprises. On observe néanmoins des différences selon la vigueur de la reprise antérieure, la détérioration de la compétitivité consécutive aux réalignements monétaires et l'ampleur de la marge de manœuvre dont disposent les autorités. Tant en *Belgique* qu'aux *Pays-Bas*, l'assainissement budgétaire a constitué la contrainte majeure et les autorités n'avaient guère de possibilités de compenser la tendance négative de la demande. En Belgique, la construction de logements s'est fortement raffermie, en raison de l'intensification de la concurrence entre établissements de crédit hypothécaire et de la détente des taux d'intérêt. Cependant, pour la troisième année de suite, la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre a été plus rapide que celle des principaux partenaires commerciaux, ce qui autorise le gouvernement à adopter des mesures spéciales pour opérer une réduction de ces coûts. Les autorités néerlandaises se sont efforcées d'empêcher qu'une hausse temporaire des prix à la consommation, du fait surtout de l'augmentation des loyers, des prix réglementés et des impôts indirects, ne se répercute sur les salaires. Un accord tripartite, conclu au début de 1993, prévoit un gel des salaires pour une durée de deux mois. En *Autriche*, l'activité a été bien orientée au cours du premier semestre de 1992, puisque la réduction des exportations vers les pays occidentaux a été compensée par la bonne tenue des échanges avec l'Europe de l'Est, la consommation privée et la construction. Le second semestre a été caractérisé par un affaiblissement prononcé, le boum de la construction étant arrivé à son terme et plusieurs entreprises ayant perdu des parts de marché au profit de producteurs d'Europe de l'Est. Au *Danemark*, le déficit des administrations publiques s'est maintenu en dessous de 3% du PIB, l'inflation a continué de se ralentir et l'excédent des paiements courants s'est élevé à plus de 3% du PIB. La compétitivité s'est néanmoins détériorée en automne, car les pays européens dont la monnaie s'est dépréciée représentent quelque 40% du commerce extérieur danois. La croissance du PIB est restée faible et le taux de chômage a dépassé les 11% en fin d'année.

Contraintes  
budgétaires  
en Belgique et  
aux Pays-Bas

Tendances  
différentes  
en Autriche et  
au Danemark

L'*Italie* est entrée dans une phase de net ralentissement qui s'est accélérée pendant le second semestre de 1992. Tant la consommation des ménages que l'investissement des entreprises se sont, après la stagnation du début de l'année, inscrits en baisse à partir de l'été lorsque la confiance a été durement mise à mal par la crise monétaire. La croissance de l'emploi a aussi fortement chuté en cours d'année, car les effectifs licenciés par les grandes entreprises n'ont plus été absorbés par celles de plus petite dimension et la demande de main-d'œuvre dans les services a faibli (tab. p. 30). Les exportations nettes, en recul durant le premier semestre de 1992, ont vivement progressé au dernier trimestre sous l'effet de la dévaluation prononcée de la lire, mais cela n'a que partiellement compensé la compression de la demande intérieure. Pour l'ensemble de l'année, la croissance du PIB est revenue à environ 1%, la principale contribution ayant été fournie par la consommation privée. L'évolution défavorable de l'activité, qui caractérise la plupart des pays de la CE, a été aggravée dans le cas de l'Italie par la

Affaiblissement  
tendanciel de la  
production en  
Italie ...

... et problèmes  
financiers

persistance de problèmes financiers hérités du passé, notamment la nécessité impérieuse d'opérer un redressement viable de la situation budgétaire et de corriger la hausse excessive des coûts du travail et des prix.

Ralentissement  
de l'inflation,  
mais...

L'abolition, en juillet, de l'indexation automatique des salaires sur les hausses antérieures des prix a sensiblement modéré l'augmentation des salaires nominaux et des coûts unitaires de main-d'œuvre. L'atténuation des pressions sur les coûts, conjuguée aux incertitudes quant à l'évolution future des revenus et de l'emploi et à l'acceptation d'une réduction des marges bénéficiaires en présence d'un recul de la demande intérieure, a concouru à ramener l'inflation à 4,2% au début de 1993. Ce chiffre, à peine supérieur à la moyenne communautaire, dépasse néanmoins de 2½ points le niveau des trois pays de la CE où la hausse des prix est la plus faible.

... peu de progrès  
dans la réduction  
du déficit de l'État

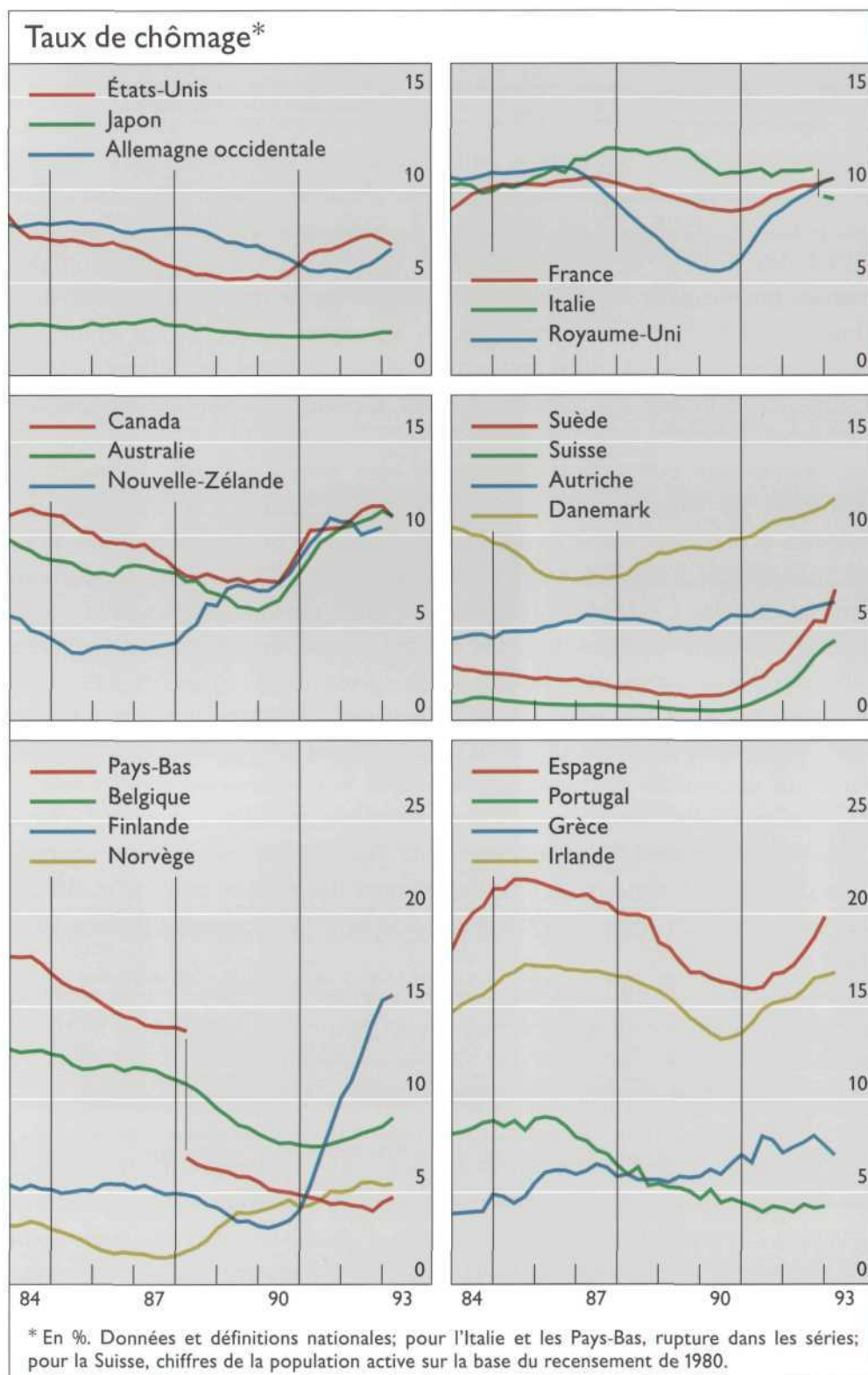
Sur le plan budgétaire, les progrès sont moins évidents. En dépit de l'adoption, au milieu de l'année, d'un collectif budgétaire d'urgence comportant des économies nettes de 2% du PIB, le besoin de financement de 1992 est monté à plus de 10% du PIB. Le budget de 1993 instaure un système d'imposition des travailleurs indépendants, table sur un alourdissement de la fiscalité sur l'immobilier et les actifs des entreprises et prévoit une première série de privatisations des sociétés d'État. Il envisage, en outre, des compressions notables des versements de pension, des transferts aux collectivités locales, des dépenses de santé et de l'emploi dans la fonction publique. Par suite cependant de recettes inférieures aux prévisions initiales, de la non-réalisation de certaines réductions des dépenses ainsi que de l'adoption de nouvelles mesures visant à raffermir la demande de main-d'œuvre par le biais d'incitations fiscales et de programmes de travaux publics, le déficit des trois premiers mois de 1993 a dépassé le niveau compatible avec l'objectif annuel de 10%.

Croissance stable  
en Irlande...

... et en recul  
au Portugal et  
en Espagne

Les trois pays de la CE qui ont dévalué leur monnaie au sein du MCE ont enregistré des évolutions économiques sensiblement différentes l'année dernière. L'Irlande a pu maintenir la croissance du PIB à un niveau assez stable, grâce à la vigueur des exportations et à la vive progression des dépenses de consommation, tandis que les investissements fixes se sont inscrits en baisse, peut-être en raison du niveau élevé des taux d'intérêt réels. Au Portugal, à l'inverse, la croissance du PIB est revenue à 1% seulement, malgré le dynamisme relatif de la demande d'investissement et le léger recul du chômage. En Espagne, en revanche, l'investissement fixe a fortement régressé, par suite d'une détérioration sensible de la situation financière des entreprises et de la chute des prix de l'immobilier; les exportations nettes ont reculé pendant la plus grande partie de l'année. La loi de finances rectificative du milieu de l'année, comportant un relèvement des taux de la TVA et de la retenue à la source sur l'impôt sur le revenu, a freiné la progression du besoin de financement des administrations publiques tout en accentuant l'évolution négative de l'emploi; le chômage s'est ainsi élevé à 20% à la fin de l'année. Pour éviter une nouvelle aggravation, le gouvernement a adopté au début de 1993 diverses mesures de stimulation de l'emploi dans le cadre d'un budget par ailleurs austère.





#### *Pays aux premiers stades de la récession*

La croissance de la demande et de la production s'est progressivement affaiblie au Japon et en Allemagne en 1992 et, à la fin de l'année, ces deux pays semblaient se trouver aux premiers stades de la récession. Au Japon, le fléchissement actuel peut être attribué à l'envolée des prix des actifs de la

Amorce de récession au Japon...

seconde moitié des années quatre-vingt, qui avait suscité un vif essor de l'investissement fixe des entreprises, de la construction de logements et des dépenses des ménages en biens de consommation durables. À partir du moment où les prix des actifs ont commencé à baisser, les excès du boum sont apparus clairement et la phase descendante de plusieurs cycles d'ajustement des parcs immobiliers, automobile et autres biens ne fait à présent plus de doute. Le mouvement de repli a d'abord touché la construction de logements au deuxième trimestre de 1991. L'an dernier, les achats de voitures neuves ont également reculé et la croissance de la consommation privée n'a jamais été aussi faible depuis 1981. Ces évolutions s'inscrivaient dans le cadre d'une érosion de la confiance des consommateurs, due en partie à l'incertitude politique et à la décélération du revenu des ménages provoquée par la compression des versements de primes et paiements d'heures supplémentaires ainsi qu'à la contraction des revenus d'intérêts nets.

... et recul de  
l'investissement

Le recul de l'investissement fixe des entreprises s'est accéléré l'année dernière. Le faible niveau des frais financiers, couplé aux tensions sur le marché du travail, avait provoqué une hausse cumulative des investissements d'économies de main-d'œuvre et d'extension des capacités au milieu des années quatre-vingt, de sorte qu'en 1991 le ratio investissement fixe non résidentiel/PIB s'élevait à 28%. Nombre d'entreprises avaient probablement envisagé une augmentation des capacités, tablant sur la poursuite de l'expansion vigoureuse de la demande totale. Lorsque l'économie a commencé à se ralentir et que la hausse des taux d'intérêt et la baisse des cours des actions ont mis un terme à la période de coûts modérés du capital, les rendements escomptés sont devenus difficiles à réaliser. En conséquence, le bénéfice d'exploitation du secteur des entreprises a fléchi durant les trois dernières années. Ce recul n'est pas uniquement dû aux capacités excédentaires, mais reflète aussi le relèvement progressif des déductions pour amortissement et une certaine rigidité des coûts de main-d'œuvre dans un système traditionnellement fondé sur l'emploi à vie. En outre, compte tenu de l'effondrement des achats de biens de consommation durables, les entreprises ont dû faire face à un accroissement des stocks, dont la réduction a constitué une cause essentielle de la baisse de la production industrielle.

Accroissement  
des exportations  
nettes et de  
l'investissement  
public

Dans ces conditions, les seuls facteurs de soutien de l'activité au Japon l'an passé ont été la consommation de biens non durables, les dépenses publiques et les exportations nettes. La croissance de ces dernières a entraîné une progression de près de 1% du PIB, du fait en partie de la réduction des importations, tandis que l'amélioration notable des termes de l'échange a atténué la pression sur les coûts des entreprises. L'investissement public a été à l'origine de la moitié environ de l'accroissement de la demande intérieure, et la consommation publique s'est également redressée. Les mesures proposées en août 1992 – correspondant à quelque 2¼% du PIB et destinées essentiellement à stimuler les marchés boursiers et immobiliers et à accroître les programmes de travaux publics – ainsi que le budget de 1993 et les nouvelles dispositions du mois d'avril devraient



fournir une importante impulsion supplémentaire à l'investissement public en cours d'année.

L'Allemagne n'a pas connu de cycle des prix des actifs, ni les conséquences d'une restructuration des bilans d'un secteur privé endetté. La récession actuelle a plutôt été engendrée par des problèmes de répartition, liés en partie à l'unification. Ces derniers se sont manifestés au cours des discussions entre autorités fédérales, régionales et locales sur la répartition des coûts de l'unification et lors des négociations entre employeurs et syndicats concernant le partage du revenu en Allemagne occidentale et la vitesse de l'alignement des salaires d'Allemagne orientale sur ceux de la partie occidentale. Généralement, l'incapacité de résoudre les problèmes de répartition se traduit par une accentuation de l'inflation et en fin de compte, en cas de recours à une politique monétaire restrictive pour y faire face, par une moindre croissance du revenu réel et une montée du chômage.

Sous l'impulsion de l'investissement fixe des entreprises, le PIB a continué de croître à un taux de plus de 2% en Allemagne occidentale durant le premier trimestre de 1992. Des signes de faiblesse se sont néanmoins manifestés au milieu de l'année, et pendant le second semestre l'économie a régressé à un rythme exceptionnellement rapide, le PIB réel se contractant de 2% (taux annuel). Au quatrième trimestre, les dépenses d'équipement ont reculé de plus de 6% et la production industrielle de plus de 5% par rapport à l'année précédente. En revanche, l'expansion de la consommation publique et privée s'est poursuivie, cette dernière principalement au second semestre, conséquence de la suppression de la taxe de solidarité et de la hausse de la TVA à compter du 1er janvier 1993. La construction de logements a également connu une vive expansion en 1992, sous l'influence combinée de déductions fiscales plus généreuses et de la pénurie de logements provoquée par l'immigration. Le revirement brutal de l'investissement fixe des entreprises doit être replacé dans le contexte de la réduction des bénéfices, des faibles taux d'utilisation des capacités et de l'érosion de la confiance des milieux d'affaires ainsi que, probablement, de la politique de promotion de l'investissement en Allemagne orientale au moyen de crédits d'impôt et de subventions.

En dépit de la sous-utilisation croissante des capacités et du recul des prix à l'importation, les tensions inflationnistes ne se sont pas notablement atténuées l'an dernier. La hausse des loyers et des prix dans le secteur des services a largement compensé l'évolution plus favorable des biens soumis à la concurrence internationale. L'augmentation des salaires nominaux est demeurée forte et les gains de productivité se sont amenuisés au fur et à mesure que s'intensifiait la récession. À noter cependant qu'au début de 1993 un accord a été conclu dans le secteur public sur une hausse de 3% des salaires sans provoquer de perturbations sociales comme en 1992. Préfigurant l'évolution des négociations dans d'autres secteurs, cet accord devrait entraîner une atténuation sensible de la pression des coûts salariaux.

L'incidence sur les salaires et la hausse des prix du «pacte de solidarité» conclu récemment est plus incertaine. Dans un premier temps, le

Problèmes  
de répartition  
du revenu en  
Allemagne ...

... et sérieuse  
récession en  
1992 ...

... mais  
faible détente  
des tensions  
inflationnistes

Pacte de solidarité  
visant à résoudre  
les problèmes  
de répartition  
du revenu

gouvernement avait espéré réconcilier employeurs et employés ainsi que les divers niveaux des administrations dans un large accord sur les problèmes de répartition du revenu. Cependant, le pacte conclu ne comprend jusqu'à présent que le secteur public. Il prévoit essentiellement un accroissement des transferts en direction de l'Allemagne orientale en 1995, l'alourdissement des charges pour les Länder d'Allemagne occidentale devant être en partie supporté par l'attribution à ces derniers d'une part plus importante des recettes de TVA, tandis que le gouvernement fédéral accroîtra ses recettes au moyen d'une surtaxe de 7½% sur l'impôt sur le revenu ainsi que d'un relèvement de l'impôt sur la fortune. Le pacte met également un volume de crédits accru à la disposition de l'Allemagne orientale avec effet immédiat, les programmes antérieurs de réduction des dépenses sociales pour faire face au coût des transferts étant abolis.

Revirement  
en Allemagne  
orientale ...

Alors que la croissance de la production s'est progressivement inscrite en baisse en Allemagne occidentale, des signes de reprise, à partir d'un très bas niveau il est vrai, sont apparus en Allemagne orientale. Sous l'impulsion de l'investissement fixe (tab. ci-dessous), le PIB réel a progressé de près de 7%, malgré un recul de 50% de la contribution de la production agricole pour cause de sécheresse. Cependant, les conditions d'une reprise autonome sont loin d'être réunies. Si, l'an dernier, la demande intérieure a atteint près de deux fois le niveau du PIB, c'est grâce aux transferts et subventions de la partie occidentale destinés à combler la différence entre salaires et productivité en Allemagne orientale. Depuis l'unification, de nombreuses entreprises déficitaires, notamment dans l'industrie, ont été fermées et le niveau de l'emploi a baissé de plus de 25% en Allemagne orientale, d'où une

... toujours  
tributaire de  
transferts massifs

Évolution en Allemagne orientale: indicateurs représentatifs		
	1991*	1992
Consommation réelle des ménages, variation en %	- 1,9	5,4
En % de la demande intérieure	52,0	50,3
Taux d'épargne, en %	6,4	13,0
Investissement fixe réel, variation en %	14,2	24,0
En % de la demande intérieure	23,1	26,3
Demande intérieure réelle, variation en %	10,6	9,0
En % du PIB	192,5	196,5
Production, variation en %		
PIB	-16,5	6,8
Industrie manufacturière	-34,3	- 1,2
Prix à la consommation, variation en %	13,3	11,1
Salaire nominal par salarié, variation en %	32,5	40,5
En % des salaires en Allemagne occidentale	47,5	63,2
Productivité, variation en %	- 2,6	21,0
En % de la productivité en Allemagne occidentale	29,0	34,8
Emploi, variation en %	-14,4	-11,7
Travailleurs à temps partiel, variation en %	6,7	-77,1
En % de l'emploi	22,5	5,8
Taux de chômage, en %	10,4	14,8
* Variation calculée par rapport au second semestre de 1990.		



accélération des dépenses au titre des allocations-chômage et des programmes de travaux publics. En outre, même si la production par salarié s'est élevée à 35% du niveau de l'Allemagne occidentale l'an passé, elle se situait toujours bien en dessous du ratio correspondant de 63% pour les salaires. En conséquence, les entreprises en activité restent, largement, tributaires des subventions de la partie occidentale pour financer les coûts de production courants.

Pour empêcher une détérioration supplémentaire de la rentabilité, les employeurs de l'industrie métallurgique ont dénoncé récemment un accord signé antérieurement, prévoyant une hausse des salaires de 26%, et n'ont offert en contrepartie que 9%. Ce conflit n'est toujours pas réglé, mais la conclusion d'un accord dans un Land, jointe à la révision des accords dans d'autres secteurs, peut être le signe d'un rattrapage plus lent des salaires et d'une nécessité moins grande d'opérer des subventions.

## Évolution du marché du travail dans le cycle actuel

Le taux de chômage moyen dans la zone de l'OCDE est monté à 8% l'an dernier, soit près de 2 points au-dessus du niveau de 1990. Bien que la progression ait été nettement moindre qu'au cours de la récession du début des années quatre-vingt et que l'emploi se soit vigoureusement développé pendant la phase d'expansion 1983-89, le chômage, l'an passé, a été aussi élevé qu'en 1982 et à peine inférieur au maximum de 1983. Cela traduit une hausse du chômage structurel et frictionnel, ce dernier étant en partie la conséquence de la restructuration, en Europe pour préparer l'avènement du marché unique, en Amérique du Nord liée à l'automatisation et à la conclusion récente d'accords de libre-échange.

Durant les récessions antérieures, l'emploi a généralement été le plus affecté dans le secteur industriel, tandis que dans les services il a joué un rôle d'amortisseur. Au cours de la phase descendante récente, cependant, on note que l'emploi s'est ralenti dans les services dans la plupart des pays et a même parfois régressé (tab. p. 30). En outre, à la différence des récessions antérieures, où la décélération de l'emploi dans les services était limitée aux secteurs du commerce et des transports, sensibles aux évolutions cycliques, la compression a, cette fois, également affecté le personnel administratif des entreprises industrielles et le secteur des services financiers. Cette évolution, observée dans plusieurs pays, peut être attribuée à l'automatisation et aux capacités excédentaires dans le secteur financier.

Compte tenu de l'accroissement à plus long terme des emplois liés aux services, les évolutions récentes ont également affecté la répartition du chômage par catégorie professionnelle et région. Le nombre des employés de bureau sans travail a été nettement plus élevé que durant les récessions précédentes. Ils ont représenté plus de la moitié de la hausse globale du chômage aux États-Unis et à peine moins au Canada. Les difficultés du secteur financier ont aussi influencé la répartition régionale. Généralement, les différences régionales en matière de chômage tendent à s'accroître en période de récession. En 1989-92, cependant, on a constaté un nivellement

Chômage  
proche  
du record  
précédent

Stagnation dans  
les services ...

... et accrois-  
sement du  
chômage des  
employés de  
bureau

considérable (particulièrement au Royaume-Uni et en Australie), les régions les plus touchées par les difficultés du secteur financier ayant aussi été celles qui avaient les taux de chômage les plus faibles avant la récession.

Croissance lente  
des petites  
entreprises

Un second trait dominant l'an passé a été la croissance relativement faible des petites et moyennes entreprises qui, lors des reprises précédentes, avaient été à l'origine de la plupart des nouveaux emplois. Ce phénomène a surtout été constaté aux États-Unis, où les PME occupent les deux tiers des actifs et ont créé 80% des postes de travail au cours des années quatre-vingt. Il a également été observé au Canada, au Japon, au Royaume-Uni et en Suède et peut être attribué à un resserrement des conditions et normes d'octroi de crédits bancaires. À la différence des grandes entreprises, qui peuvent accéder aux marchés financiers, les PME recourent presque exclusivement aux crédits bancaires et sont donc particulièrement vulnérables à un durcissement des conditions de prêt.

Modification  
des politiques  
d'embauche et de  
licenciement ...

Troisièmement, de nombreuses entreprises semblent avoir modifié leur politique d'embauche et de licenciement. Dans plusieurs pays, il ne fait aucun doute que les entreprises ont adapté l'emploi plus rapidement à la décélération de la production, mais qu'elles se sont montrées réticentes à engager de nouveaux travailleurs au cours de la reprise. Aussi la décrue des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les pays qui ont connu les récessions les plus profondes peut-elle s'expliquer, pour près de la moitié, par le redressement remarquable des gains de productivité (tab. p. 32). Une brusque accélération de la productivité a également été constatée dans le passé et le recul enregistré de l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre est en partie un effet non répétitif de la compression des effectifs et de la tendance à embaucher des travailleurs à temps partiel au détriment du personnel à temps complet, en vue de réduire les cotisations de sécurité sociale, d'assurance maladie et les contributions aux caisses de retraite. Il est toutefois possible que la hausse des gains de productivité ne soit pas simplement un phénomène temporaire, puisqu'elle a démarré juste après, sinon avant, le point bas de la production et que le personnel en surnombre a été limité. Au demeurant, cette amélioration n'a pas concerné seulement l'industrie, mais aussi le secteur des services, en raison de l'intensification de la concurrence à l'échelle internationale et de l'automatisation. Enfin, dans un environnement faiblement inflationniste, les entreprises sont fortement incitées à abaisser les coûts et à accroître la productivité de la main-d'œuvre.

... accompagnée  
d'une amélioration  
de la  
productivité ...

... et d'une  
réduction  
de l'emploi

Étant donné que les gains de productivité les plus importants ont été le fait des pays qui ont subi les récessions les plus sévères, il est trop tôt pour se prononcer sur la durée de ce mouvement. Les pertes d'emploi permanentes sont cependant en hausse plus forte que les licenciements temporaires; même si le phénomène revêt un caractère essentiellement conjoncturel, il affectera les perspectives d'emploi à court terme. Parce qu'il est plus difficile de remplacer des postes de travail qui ont été supprimés que de réengager des travailleurs mis à pied temporairement, le taux de croissance de la production requis pour générer la même progression de l'emploi que dans le passé sera, pendant un certain temps, plus élevé. En outre, le chômage frictionnel pourrait se maintenir à un haut niveau, puisque



Emploi par secteur dans certains pays						
Pays	Secteur	1980-85	1985-90	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
		variation annuelle en %				
États-Unis	Total	1,5	2,0	0,5	-0,9	0,5
	Industrie	-0,2	0,6	-1,2	-4,3	-2,0
	Services	2,4	2,6	1,2	0,3	1,7
	Financiers <sup>2</sup>	2,9	2,5	0,5	-0,8	-0,1
Japon	Total	1,0	1,5	2,1	1,9	1,1
	Industrie	0,7	1,0	1,6	3,0	1,5
	Services	1,7	2,3	3,0	2,2	1,3
	Financiers <sup>2</sup>	2,5	3,3	2,0	1,1	0,8
Allemagne <sup>3</sup>	Total	-0,3	1,4	2,8	1,9	0,5
	Industrie	-1,6	0,9	2,8	0,4	-0,8
	Services	1,0	2,3	3,2	3,3	1,7
France	Total	-0,4	0,7	1,1	0,0	-0,3
	Industrie	-2,8	-0,6	0,1	-1,5	-2,5
	Services	1,3	1,7	1,8	1,1	1,0
	Financiers <sup>2</sup>	1,3	3,9	0,9	0,0	-0,3
Italie	Total	0,2	0,8	1,8	0,9	-0,6
	Industrie	-2,2	0,1	2,8	-0,3	-1,0
	Services	3,2	1,8	2,3	2,1	0,4
Royaume-Uni	Total	-0,6	1,8	0,4	-3,3	-2,8
	Industrie	-3,8	-0,1	-1,9	-7,0	-6,1
	Services	1,4	2,8	1,4	-1,7	-1,5
	Financiers	2,3	3,6	-5,3	-1,8	-3,3
Canada	Total	0,9	2,3	0,7	-1,8	-0,9
	Industrie	-1,4	1,6	-3,4	-7,3	-3,2
	Services	2,0	2,8	2,3	-0,3	0,2
	Financiers	0,9 <sup>4</sup>	3,3	2,4	0,5	-2,2
Voir notes et sources du tableau ci-contre.						

l'occupation de nouveaux postes de travail nécessite souvent la réinstallation et la reconversion des travailleurs.

Globalement, l'évolution du chômage à court terme dépendra également de la situation dans les deux pays – Japon et Allemagne – qui se trouvent aux premiers stades de la récession. Le marché du travail japonais a fait preuve jusqu'à présent d'une capacité d'adaptation remarquable face à la décélération de la demande, le taux de chômage demeurant pratiquement stationnaire et le ratio offres d'emploi/demandeurs d'emploi se situant toujours bien au-dessus du point bas du milieu des années quatre-vingt. En Allemagne, cependant, tant le nombre des chômeurs que celui des travailleurs à horaire réduit sont en forte hausse.

Marché du travail au Japon et en Allemagne

### Nouveau ralentissement de l'inflation

La hausse des prix à la consommation dans les pays industriels est descendue à 3¼% seulement à la fin de l'année passée, soit près d'un point en



Emploi par secteur dans certains pays (suite)						
Pays	Secteur	1980-85	1985-90	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
		variation annuelle en %				
Australie	Total	1,2	3,3	1,6	- 1,8	- 0,5
	Industrie	-1,0	1,5	-2,6	- 6,7	- 1,6
	Services	2,4	4,0	3,2	0,1	0,1
	Financiers <sup>2</sup>	5,3	6,2	3,3	- 2,0	0,8
Espagne	Total	-1,6	3,4	2,6	0,2	- 2,0
	Industrie	-4,1	4,5	4,2	- 0,9	- 3,9
	Services	0,5	5,4	4,0	3,0	0,1
	Financiers <sup>2</sup>	2,3	8,8	5,0	7,6	- 0,8
Finlande	Total	0,9	0,1	-0,1	- 5,2	- 7,1
	Industrie	-0,8	-0,4	-0,3	-10,5	-11,6
	Services	2,7	1,7	0,7	- 2,6	- 5,2
	Financiers <sup>2</sup>	5,2	4,8	1,3	- 1,3	- 3,7
Norvège	Total	1,1	0,2	-1,1	- 1,0	- 0,2
	Industrie	-0,6	-2,0	-3,2	- 5,3	- 0,9
	Services	2,3	1,2	-0,1	1,4	0,5
	Financiers	6,4 <sup>5</sup>	3,2	-2,6	2,0	0,0
Suède	Total	0,3	1,0	0,9	- 1,7	- 4,1
	Industrie	-1,3	0,5	-0,1	- 4,7	- 9,7
	Services	1,2	1,5	1,8	- 0,3	- 1,9
	Financiers	2,9	3,5	6,5	- 0,6	- 7,7
Suisse	Total	1,1	1,2	1,3	- 0,1	- 2,0
	Industrie	-0,2	0,9	0,9	- 1,7	- 3,9
	Services	2,3	1,6	1,6	0,8	- 1,0
	Financiers	-	1,7	2,5	0,5	- 2,5

<sup>1</sup> Chiffres provisoires. <sup>2</sup> Finance, assurances, immobilier et services aux entreprises. <sup>3</sup> Allemagne occidentale uniquement. <sup>4</sup> 1983-85. <sup>5</sup> 1981-85.  
Sources: OCDE, Statistiques sur la main-d'œuvre et données nationales.

Faible inflation  
par référence  
au passé ...

dessous du chiffre de 1991 (tab. p. 33) et le taux le plus faible depuis le début des années soixante. À la différence de la décélération entre 1990 et 1991, dominée par l'incidence exceptionnelle des variations des prix pétroliers, le résultat de l'an dernier est largement dû à l'évolution des prix et salaires internes. La progression des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralentie dans de nombreux pays et l'augmentation des prix a été particulièrement modérée dans les secteurs exposés à la concurrence internationale. Quant aux prix des biens non soumis à cette concurrence, ils se sont ajustés plus difficilement et l'écart entre la hausse des prix des services et l'inflation générale s'est creusé (tab. p. 34).

L'Allemagne constitue une exception notable à l'évolution plus modérée des prix. Sous l'effet en partie de l'évolution des salaires allemands, l'inflation s'est intensifiée en Autriche, tandis qu'en Belgique elle n'a que légèrement reculé. Aux Pays-Bas, qui ont connu le taux d'inflation moyen le plus faible pendant les années 1985-90, l'influence de facteurs spéciaux (voir page 22) s'est progressivement atténuée. Dans les deux pays (Canada et Nouvelle-Zélande) qui affichent des objectifs explicites en

... avec des  
variations d'un  
pays à l'autre

Variation de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, des salaires et de la productivité ainsi que du taux de chômage <sup>1</sup>					
Pays	Coûts unitaires de main-d'œuvre (CUM)	Salaires	Productivité	Taux de chômage	Pour mémoire: croissance moyenne des CUM 1989-91
	en points de pourcentage				
Finlande	-12,7	-8,8	3,9	7,5	7,1
Suède	-6,5	-3,9	2,6	2,7	9,0
Australie	-5,5	-4,0	1,5	2,6	6,2
Royaume-Uni	-5,0	-2,3	2,7	3,0	9,0
États-Unis	-4,0	-1,5	2,5	1,3	4,1
Canada	-3,6	-1,0	2,6	2,0	5,4
Suisse	-3,5	-2,8	0,7	2,0	5,2
Italie	-2,0	-2,0	0,0	0,0	7,1
France	-1,5	-0,5	1,0	1,0	2,9
Norvège	-1,2	-1,6	-0,4	0,6	3,0
Espagne	-0,7	1,0	1,7	2,1	5,5
Belgique	-0,5	-1,6	-1,1	1,3	3,4
Japon	-0,5	-3,0	-2,5	0,1	1,8
Danemark	1,0	-1,0	-2,0	1,0	1,0
Pays-Bas	1,0	0,8	-0,2	-0,4	1,1
Allemagne <sup>2</sup>	1,5	0,1	-1,4	0,0	2,2
Autriche	2,0	0,2	-1,8	0,2	2,3

<sup>1</sup> Variation calculée comme la différence entre les *taux de croissance* moyens de 1990-91 dans le secteur des entreprises (pour le chômage, *niveaux* dans l'ensemble de l'économie) et chiffres provisoires pour 1992. <sup>2</sup> Allemagne occidentale uniquement.

Sources: OCDE, Perspectives économiques et estimations BRI.

matière de hausse des prix, le résultat pour 1992 s'est situé en dessous ou à la limite inférieure de la fourchette. Autre particularité: la plupart des pays dont la monnaie s'est dépréciée sont parvenus à freiner l'inflation. Si la mollesse de la demande intérieure et la détérioration de la situation sur le marché du travail ont exercé un effet de modération, on constate également que l'aggravation des termes de l'échange liée à la dépréciation monétaire a été «absorbée» par la progression plus lente des salaires réels et le rétrécissement des marges bénéficiaires des entreprises. Il en a été ainsi en Italie, au Canada, en Australie et en Finlande, tandis qu'en Espagne la croissance des salaires nominaux demeure assez forte en raison du manque de souplesse du marché du travail.

### Désinflation, taux d'intérêt réels élevés et apparition de dilemmes pour les responsables de la politique économique en Europe

Devant la persistance des tensions inflationnistes en Allemagne, la banque centrale ne disposait que d'une marge de manœuvre limitée pour opérer une détente monétaire rapide. Compte tenu des liens entre les diverses monnaies au sein du MCE, il en est résulté un conflit croissant entre



l'obligation de défendre la parité de la monnaie et l'aptitude des politiques macro-économiques à faire face à l'affaiblissement plus prononcé que prévu de la demande globale.

L'évolution des taux d'intérêt à l'échelle internationale affecte le niveau de ceux de la plupart des pays industriels à marchés financiers ouverts. Dans un système de changes flottants, cependant, la divergence d'évolution du cycle économique et des politiques conjoncturelles peut fort bien se traduire par d'importants écarts à court terme par rapport à ces tendances générales. De tels mouvements asynchrones ont pu jouer un rôle significatif dans la présente récession. Comme le montre le graphique de la page 35, les rendements en Allemagne ont suivi la tendance à la baisse des taux à long terme à l'échelle mondiale. Fin 1992, les taux réels à long terme en Allemagne avaient régressé de quelque 3 points par rapport au sommet du cycle actuel, la moitié environ de ce recul reflétant une diminution du taux long nominal. Il s'agit là d'un fléchissement nettement plus prononcé que celui d'un point du taux réel à long terme aux États-Unis au cours de la même période.

Recul des  
taux d'intérêt  
à long terme...

Hausse des prix à la consommation								
Pays	1982-89	1990	1991	1992				1993
				Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
	variation annuelle en %, sur la base des chiffres de fin de période <sup>1</sup>							
États-Unis	3,7	6,1	3,1	3,2	3,1	3,0	2,9	3,1
Japon	1,4	3,8	2,7	2,0	2,3	2,0	1,2	1,2
Allemagne <sup>2</sup>	1,6	2,8	4,2	4,8	4,3	3,6	3,7	4,2
France	4,6	3,4	3,1	3,2	3,0	2,6	2,0	2,2
Italie	7,3	6,4	6,0	5,4	5,4	5,1	4,6	4,2
Royaume-Uni	5,3	9,3	4,5	4,0	3,9	3,6	2,6	1,9
Canada	4,3	5,0	3,8	1,6	1,1	1,3	2,1	1,9
Australie	7,4	6,9	1,5	1,7	1,2	0,7	0,3	1,2
Autriche	2,7	3,5	3,1	4,1	4,0	3,9	4,2	3,9
Belgique	3,4	3,5	2,8	2,7	2,6	2,3	2,4	2,9
Danemark	4,7	1,9	2,3	2,6	2,3	2,0	1,5	1,1
Espagne	7,8	6,5	5,5	6,9	6,2	5,8	5,4	4,0
Finlande	5,5	4,9	3,9	2,8	2,7	2,6	2,1	2,7
Grèce	17,7	22,9	18,0	18,3	15,1	15,3	14,4	16,4
Irlande	5,0	2,7	3,6	3,7	3,6	2,8	2,3	1,9
Israël	89,6	17,6	18,0	17,3	12,2	8,0	9,4	10,8
Norvège	6,4	4,4	2,9	2,5	2,5	2,0	2,2	2,5
Nouvelle-Zélande	9,6	4,9	1,0	0,8	1,0	1,0	1,3	1,0
Pays-Bas	1,3	2,6	4,9	4,2	4,0	3,4	2,6	2,3
Portugal	16,1	13,7	9,2	8,5	9,5	9,1	8,4	7,3
Suède	6,3	10,9	8,1	2,6	2,1	2,5	1,9	4,9
Suisse	2,4	5,3	5,2	4,9	4,2	3,5	3,4	3,6
Turquie	50,8	60,4	71,1	78,7	65,8	67,7	66,0	58,0
Moyenne <sup>4</sup>	4,5	5,8	4,1	4,0	3,7	3,5	3,2	3,2

<sup>1</sup> Chiffres trimestriels pour l'Australie, l'Irlande et la Nouvelle-Zélande. <sup>2</sup> Allemagne occidentale uniquement. <sup>3</sup> Nouvel indice. <sup>4</sup> Moyenne pondérée, calculée sur la base des cours de change et des pondérations de la consommation de 1990.

Écart entre la variation des prix des services et de la hausse générale des prix dans certains pays <sup>1</sup>			
Pays	1990	1991	1992
	en points de pourcentage		
États-Unis	0,1	0,9	0,9
Japon	0,0	-0,6	1,1
Allemagne <sup>2</sup>	0,1	0,2	1,6
France	0,7	1,0	2,0
Italie	1,2	1,1	1,6
Royaume-Uni <sup>3</sup>	0,2	3,5	2,6
Canada	0,9	0,7	0,8
Belgique	-0,3	1,2	1,8
Suisse	0,8	2,1	2,5
Espagne	1,9	2,8	2,9

<sup>1</sup> Variation en % de la composante services de l'indice des prix à la consommation moins variation de l'indice général. <sup>2</sup> Allemagne occidentale uniquement. <sup>3</sup> Hors versements d'intérêts hypothécaires.

La situation se présente sous un jour plus diversifié si l'on examine les taux d'intérêt à court terme. Alors que les taux réels à court terme sont tombés à 2% ou moins au Japon ainsi qu'aux États-Unis – sous l'effet principalement de réductions rapides des taux nominaux – ils se sont maintenus entre 5 et 6% en Allemagne presque tout au long de 1992. Ce n'est que depuis le mois de septembre 1992 que la tendance à la hausse des taux d'intérêt nominaux à court terme s'est inversée.

Le niveau élevé des taux courts en Allemagne a fortement influencé la situation sur les marchés des capitaux dans les pays européens dont la monnaie est liée au deutsche mark, soit au sein du MCE, soit par rattachement unilatéral à l'Écu. Après des réductions impressionnantes des écarts de taux nominaux par rapport à l'Allemagne au début des années quatre-vingt-dix, la convergence des taux nominaux, tant courts que longs, s'était ralentie dans la plupart des pays européens au début de 1992. Entre mai 1990 et mai 1992, c'est-à-dire avant le référendum danois et le déclenchement de la crise monétaire, les écarts des taux nominaux courts par rapport à l'Allemagne se sont réduits de 2 points en moyenne, les baisses les plus marquées ayant été enregistrées dans des pays tels que le Royaume-Uni, l'Espagne, la Suède et la Norvège, où le loyer de l'argent dépassait sensiblement le niveau des taux allemands en 1990.

Au cours de la même période, de nombreux partenaires de l'Allemagne dans le MCE et les pays nordiques ont vu leurs résultats s'améliorer en matière d'inflation. Durant les trois dernières années, l'inflation a été inférieure en moyenne à celle de l'Allemagne aussi bien en France qu'au Danemark et en Belgique. Même en Suède et au Royaume-Uni, le rythme de hausse des prix est descendu en dessous du taux allemand l'an passé. Étant donné que cette désinflation relative a plus que compensé la réduction des écarts de taux nominaux dans la plupart des pays, les taux réels à court et à long terme ont augmenté par rapport aux taux allemands. Compte tenu de la divergence croissante de l'évolution conjoncturelle en

... et convergence des taux nominaux

Divergence des taux réels ...

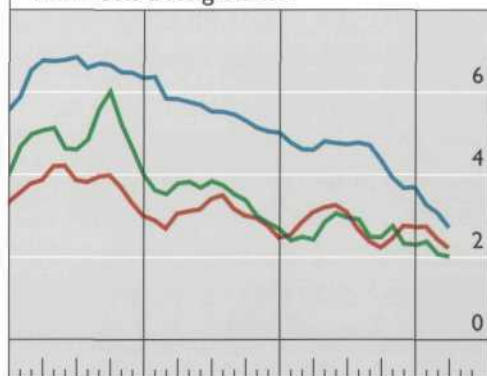


## Évolution des taux d'intérêt dans les trois principaux pays industriels

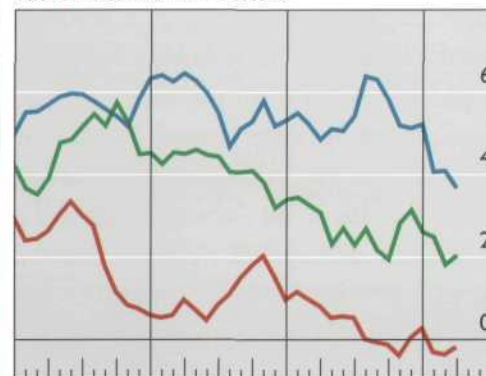
Moyenne mensuelle, en %

— États-Unis — Japon — Allemagne occidentale

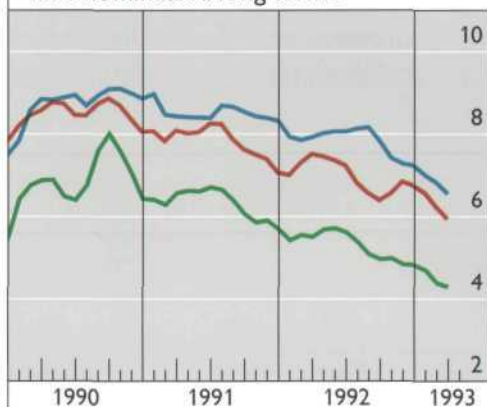
Taux réels à long terme<sup>1</sup>



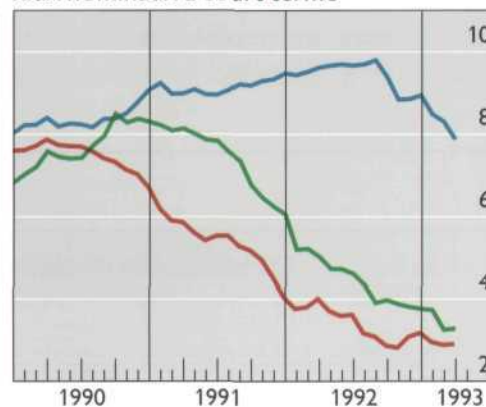
Taux réels à court terme<sup>2</sup>



Taux nominaux à long terme



Taux nominaux à court terme



<sup>1</sup> Rendement des titres d'État à dix ans moins variation (taux annualisé) des prix à la consommation sur les trois années précédentes. <sup>2</sup> Taux représentatifs du marché monétaire à trois mois moins variation annuelle des prix à la consommation.

Sources: données nationales.

Europe, il est apparu de plus en plus clairement que le niveau élevé des taux d'intérêt était incompatible avec les conditions économiques internes.

La divergence d'évolution conjoncturelle en Europe résulte en partie de développements spécifiques aux divers pays, qui ont contribué à une détente beaucoup plus rapide que prévu de l'inflation et rendu plus restrictive l'orientation de la politique monétaire en liaison avec le système de taux de change fixes. En Finlande, Norvège et Suède, les déséquilibres structurels et les problèmes de restructuration financière ont profondément influencé la situation conjoncturelle, tandis qu'au Royaume-Uni les problèmes de bilan ont également joué un rôle crucial. La désinflation rapide et la chute des prix des actifs dans ces pays ne sont pas sans rappeler un cycle de «déflation par la dette», dans lequel les charges d'endettement élevées en termes réels obligent les ménages et les entreprises à comprimer leurs dépenses en volume, d'où un ralentissement supplémentaire de l'activité économique et une désinflation. Une autre évolution asymétrique en Europe a résulté de la poussée de la demande provoquée par l'unification

... reflétant  
des facteurs  
spécifiques ...

... et les effets  
de l'unification  
allemande

allemande. Si cette dernière a été à l'origine, selon les estimations, d'une augmentation d'environ 1/2 point en moyenne en 1991 et en 1992 des taux de croissance dans les pays de la CE, cette incidence a varié d'un pays à l'autre selon le degré d'intégration avec l'économie allemande. Dans les pays les plus étroitement liés à l'Allemagne, l'impact favorable sur la demande a été plus prononcé que l'effet négatif de la hausse des taux d'intérêt. En revanche, les pays à échanges commerciaux moins intégrés ont été aussi exposés à la montée des taux d'intérêt tout en ne bénéficiant que d'une stimulation modérée des exportations.

Après le référendum danois en juin 1992, la convergence des taux nominaux s'est brusquement inversée. Dans la plupart des pays qui ont dû relever le loyer de l'argent pour défendre leur taux de change, la hausse des prix a encore reculé de 1/2-1 point depuis juin, d'où un écart de taux d'intérêt réel même plus marqué. En revanche, des trois pays (Autriche, Belgique et Pays-Bas) dont l'écart d'intérêt était pratiquement nul, seuls les Pays-Bas ont enregistré une inflation nettement plus faible. Dans certains cas, le niveau des taux d'intérêt réels lié à l'objectif de taux de change, dans un contexte de problèmes économiques croissants sur le plan interne, a contribué à la décision de dévaluer ou d'abandonner l'engagement de change fixe.

Divergence  
croissante après  
le référendum  
danois

## Politique budgétaire et accumulation d'endettement public

### *Évolutions budgétaires au cours du cycle récent*

Au cours des années quatre-vingt, la plupart des pays industriels ont orienté leur politique budgétaire vers un assainissement à moyen terme. Ce mouvement, provoqué par l'accroissement des déficits budgétaires et de l'endettement public durant les années soixante-dix, a conduit à une amélioration des soldes primaires moyens dans la zone de l'OCDE pendant la seconde partie des années quatre-vingt. Autre conséquence: l'orientation de la politique budgétaire a été de plus en plus évaluée en termes d'écarts des déficits budgétaires par rapport à la trajectoire à moyen terme prévue dans le cadre de l'assainissement.

Durant la période récente de croissance anémique de la production, la politique budgétaire a moins stimulé l'activité qu'au cours des reprises antérieures. Dans de nombreux pays, les autorités budgétaires ont été assujetties à la nécessité d'abaisser le haut niveau de l'endettement à moyen terme. De plus, dans ceux qui se sont fixé un objectif de taux de change, il était redouté que des déviations par rapport à la stratégie à moyen terme ne mettent en cause l'engagement à l'égard du taux de change fixe et de la politique monétaire anti-inflationniste. Parallèlement, dans les pays où entreprises et ménages opéraient une restructuration de leurs bilans, le recours aux mesures budgétaires traditionnelles était entravé par la nécessité d'empêcher une hausse des taux et charges d'intérêts.

Contraintes  
de la politique  
économique  
au cours du  
cycle récent ...

Il n'en demeure pas moins, comme le montre le tableau ci-contre, que la plupart des pays ont connu une détérioration considérable de leur



... mais poursuite  
d'une vive  
dégradation ...

... suscitant des  
questions au sujet  
de la viabilité des  
politiques  
budgétaires

situation budgétaire au cours des trois dernières années. Le ralentissement conjoncturel a inversé le redressement antérieur des soldes primaires par l'action des stabilisateurs automatiques à la fois sur les recettes et les dépenses. Dans un certain nombre de cas, cette détérioration cyclique a été amplifiée par l'incidence des taux d'intérêt élevés et des faibles rythmes de croissance sur les charges d'intérêts de la dette publique existante et, dans quelques-uns, par l'adoption de mesures discrétionnaires. Il en est résulté, parfois, une aggravation du problème de la viabilité des politiques budgétaires actuelles, c'est-à-dire l'aptitude à maintenir les dépenses et revenus sur les trajectoires prévues sans accroître le niveau de l'endettement par rapport au PIB. L'écart de stabilisation sur une période, calculé dans le tableau ci-dessous, indique l'ampleur que doit revêtir l'ajustement, l'an prochain, du solde primaire pour pouvoir stabiliser le ratio endettement net/PIB à son niveau de 1992. Il comporte deux éléments: le ratio déficit primaire/PIB et l'effet de la charge d'intérêts. Ce dernier entraîne une augmentation du ratio d'endettement chaque fois que le taux d'intérêt moyen de la dette publique dépasse le taux de croissance nominal du PIB. Selon les estimations actuelles de la hausse des taux d'intérêt et du PIB nominal en 1993, l'écart de stabilisation sur une période peut être également interprété

Variation des soldes budgétaires et de l'endettement des administrations publiques									
Pays	1989			1992				Effet de la charge d'intérêts <sup>1</sup>	Écart de stabilisation <sup>2</sup>
	Endette- ment brut	Solde budgétaire		Endette- ment brut	Solde budgétaire		Endette- ment net		
		Capacité de finan- cement	Solde primaire		Capacité de finan- cement	Solde primaire			
	en % du PIB								
Belgique	130,5	- 6,4	3,1	135,8	- 7,0	2,9	124,5	6,9	4,0
Italie	97,9	- 9,9	-1,5	107,3	-10,1	0,4	105,7	5,6	5,2
Irlande	108,0	- 1,1	5,2	96,8	- 2,8	3,5	96,5	1,1	-2,4
Grèce	76,3	-17,7	-9,5	92,3	-10,6	1,0	89,5	4,8	3,8
Canada	69,5	- 3,0	1,8	83,0	- 6,4	-1,0	54,7	2,5	3,5
Pays-Bas	77,8	- 5,5	-0,5	79,2	- 3,9	1,3	62,0	3,7	2,4
Japon	70,6	2,5	3,4	66,2	1,8	2,0	4,2	0,1	-1,9
États-Unis	54,0	- 1,5	0,5	63,2	- 4,7	-2,5	38,0	0,0	2,5
Danemark	58,5	- 0,5	3,3	62,4	- 2,5	1,2	29,5	2,9	1,7
Suède	48,4	5,6	6,0	54,8	- 9,1	-8,6	5,0	3,2	11,8
Autriche	56,9	- 2,8	0,3	55,7	- 2,1	1,1	55,5	1,7	0,6
France	47,5	- 1,1	1,1	51,3	- 3,7	-1,0	29,7	2,1	3,1
Espagne	47,0	- 2,8	0,3	51,7	- 4,7	-0,8	36,0	1,7	2,5
Allemagne <sup>3</sup>	43,2	0,1	2,3	44,2	- 3,1	-0,4	24,5	2,0	2,4
Norvège	42,7	1,6	-0,9	43,4	- 2,8	-4,2	-17,0	-0,1	4,1
Royaume-Uni	36,8	0,9	3,3	40,5	- 6,4	-4,6	35,5	0,9	5,5
Australie	27,0	1,5	3,3	29,3	- 4,5	-2,9	15,5	0,6	3,5
Finlande	16,4	2,9	3,3	31,4	- 8,9	-7,8	13,0	2,7	10,5

<sup>1</sup> Calculé comme le ratio d'endettement net de 1992 multiplié par  $(i-c)/(1+c)$ ,  $i$  étant le taux d'intérêt moyen présumé sur l'endettement net pour 1993 et  $c$  le taux de croissance présumé du PIB nominal en 1993. <sup>2</sup> Effet de la charge d'intérêts moins ratio solde primaire/PIB. Un chiffre positif montre le renforcement du solde primaire requis pour maintenir la stabilité du ratio d'endettement net. <sup>3</sup> Avant 1991, Allemagne occidentale uniquement.

Sources: OCDE, Perspectives économiques et estimations BRI.

comme l'accroissement du ratio d'endettement qui aurait lieu en l'absence de toute modification du solde primaire.

Les chiffres du tableau donnent à penser que, sur la base des hypothèses actuelles, la récente hausse des ratios dette/PIB se poursuivra en 1993. Compte tenu des soldes primaires courants, seuls l'Irlande et le Japon semblent en mesure d'éviter un accroissement. La stabilisation de la dette dans la plupart des autres pays nécessiterait un resserrement notable de la politique budgétaire allant, dans certains cas, au-delà de ce qui est objectivement réalisable. L'importance relative des deux sources d'accumulation de dettes est sensiblement différente selon qu'il s'agit de pays à faible ou à fort endettement. Les premiers ont généralement enregistré des déficits primaires substantiels en 1992. Des facteurs essentiellement cycliques, mais des mesures de stimulation budgétaire également, ont été principalement à l'origine de l'accroissement de 4,5% en moyenne de leur déficit primaire au cours des trois dernières années.

Accroissement  
des ratios  
d'endettement  
dans la plupart  
des pays

Parmi les sept grands pays, c'est au Royaume-Uni que le solde primaire s'est le plus détérioré, en raison d'une récession relativement profonde et d'un certain nombre de mesures de relance. Aux États-Unis, en Allemagne et en France également, un excédent primaire a fait place à un déficit. Un facteur déterminant de l'accroissement assez prononcé du ratio d'endettement américain a été le plan de sauvetage du système d'assurance des dépôts et de restructuration des caisses d'épargne et de prêt. La dégradation a cependant résulté aussi de l'élargissement du déficit structurel, surtout au niveau fédéral. En Allemagne, la hausse modérée de l'endettement des administrations publiques ne reflète pas entièrement les coûts budgétaires de l'unification, compte tenu des engagements de dépenses venant à échéance après 1992 et d'opérations financières inscrites hors budget (en particulier Fonds de l'Unité allemande, organisme de distribution des crédits bonifiés et Treuhandanstalt). La France se trouvait dans une situation assez favorable au début de la récession, mais une série de mesures de stimulation de l'emploi ont conduit à une détérioration modérée du solde primaire. Le Japon, enfin, n'a enregistré qu'une faible augmentation du déficit public, du fait en partie du démarrage plus tardif du fléchissement conjoncturel que dans les autres pays.

Évolution  
récente dans les  
principaux pays

Parmi les pays plus petits de la catégorie à endettement faible à moyen, seule l'Autriche est parvenue à accroître effectivement son excédent primaire, du fait surtout que le ralentissement conjoncturel n'a commencé que l'année dernière, tandis que le Danemark et l'Espagne ont vu leur besoin de financement s'amplifier de 2% environ. Les détériorations les plus importantes ont été enregistrées par les trois pays nordiques et l'Australie, la principale cause étant, dans chaque cas, la profonde récession.

Par ailleurs, la plupart des pays à endettement élevé dégagent un excédent primaire. Conscients du coût considérable que peuvent représenter les déficits primaires, même s'ils résultent du jeu des stabilisateurs automatiques, les pays de la catégorie à endettement élevé ont estimé nécessaire de neutraliser, dans la mesure du possible, l'incidence des stabilisateurs budgétaires de façon à empêcher un effet «boule de neige» des paiements futurs au titre du service de la dette. Depuis l'automne dernier, les

Excédent pri-  
maire dans les  
pays à endette-  
ment élevé...



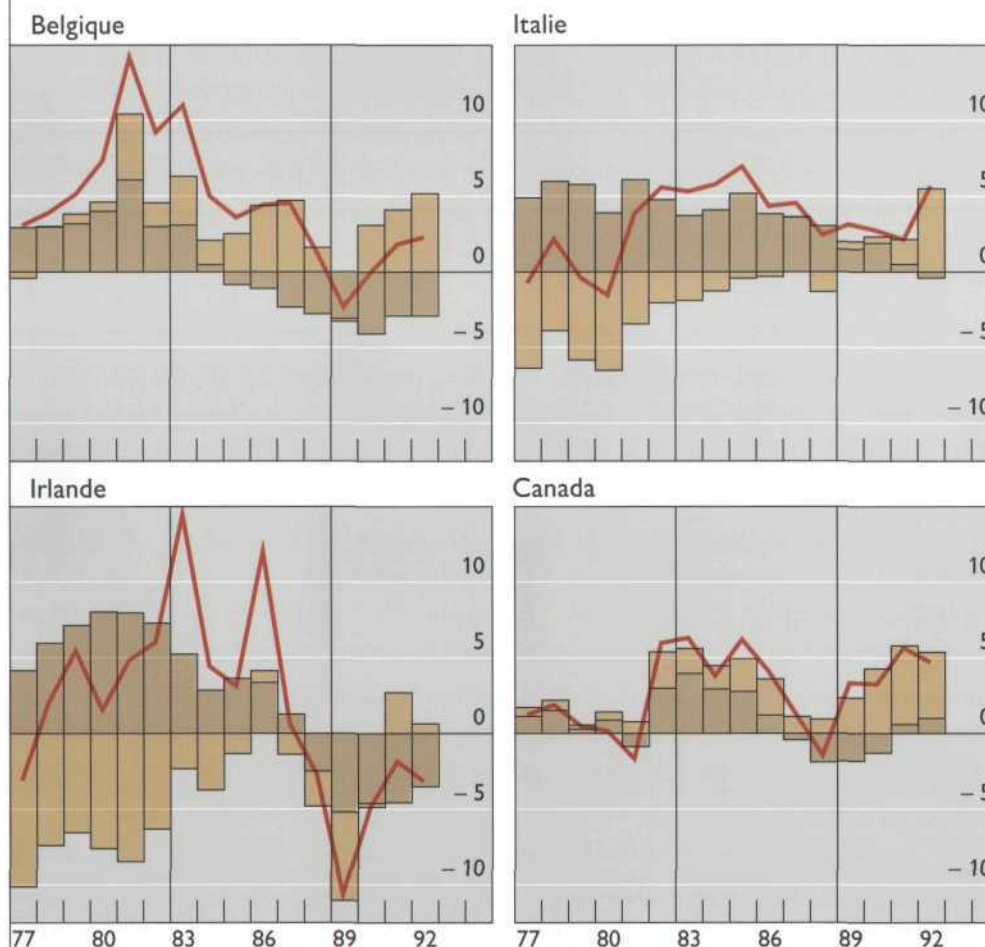
gouvernements de la quasi-totalité des pays fortement endettés ont pris de nouvelles mesures budgétaires pour compenser l'incidence de la dégradation des perspectives économiques sur leurs besoins de financement.

... mais charges d'intérêts élevées

La détérioration récente des finances publiques dans les pays à endettement élevé est principalement due à l'effet des charges d'intérêts. Avec un ratio dette/PIB aux alentours de 100%, tout élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt moyens et la croissance nominale conduit à une augmentation équivalente de ce ratio. La menace que représentent d'importantes charges d'intérêts peut également être observée dans quelques pays nordiques. Le ratio d'endettement net y demeure faible, mais une

### Variation de la dette publique, du déficit primaire et des charges d'intérêts

— Variation du ratio endettement net/PIB<sup>1</sup>  
 ■ Déficit primaire<sup>2</sup>  
 ■ Effet de la charge d'intérêts<sup>2,3</sup>



La différence entre la variation du ratio d'endettement net et la somme du déficit primaire et de l'effet de la charge d'intérêts reflète des modifications dans l'évaluation de la dette et des différences comptables.

<sup>1</sup> En points de pourcentage. <sup>2</sup> En % du PIB. <sup>3</sup> Pour les explications, voir tableau de la page 37. Une contribution négative indique que la croissance nominale du PIB est supérieure au taux d'intérêt moyen sur l'endettement net.

Source: OCDE, Perspectives économiques.

comparaison avec l'expérience de certains pays fortement endettés montre qu'une situation semblable y a entraîné un gonflement rapide de l'endettement public par rapport au PIB. La Belgique, l'Italie et l'Irlande ont démarré avec des ratios d'endettement public de 50–60% en 1974 et ont enregistré des déficits primaires substantiels pendant le reste des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt avec, comme conséquence, un accroissement progressif du ratio dette/PIB, même lorsque la croissance nominale était supérieure aux taux d'intérêt. Le Canada, de son côté, a connu un ratio net très faible jusqu'au début des années quatre-vingt, mais a dû faire face ensuite à une accumulation rapide de dettes publiques, en raison de déficits primaires élevés et d'effets positifs des charges d'intérêts, liés en partie à la gravité de la récession en 1981–82.

Augmentation  
rapide de  
l'endettement  
public ...

Comme le montre le graphique de la page 39, ces quatre pays ont tous inversé leur politique à des moments et rythmes différents au cours des années quatre-vingt. La Belgique a modifié sa politique budgétaire assez tôt, mais son ratio d'endettement était encore plus élevé en 1992, du fait surtout de l'incidence des charges d'intérêts sur la dette. Comme au Canada, l'effet «boule de neige» des taux d'intérêt a démarré très tôt en Belgique, entraînant une accumulation de dettes pratiquement chaque année depuis le début des années quatre-vingt. En Italie et en Irlande, les charges d'intérêts n'ont accru le ratio d'endettement que plus récemment, les différences dans le déroulement chronologique de la désinflation semblant avoir joué un rôle important. En Belgique, la désinflation a démarré dans la seconde moitié des années soixante-dix, où la hausse des prix est revenue de 12–13% à moins de 4%. Par suite, cependant, de la lenteur de l'ajustement des taux d'intérêt nominaux à la réduction de l'inflation, l'écart par rapport à la croissance nominale s'est sensiblement élargi, d'où une majoration de 4% du ratio d'endettement en 1981. En Italie, l'inflation est demeurée au-dessus du seuil des 10% jusqu'en 1985 et l'écart taux de croissance/taux d'intérêt nominaux a fluctué en dessous de 2% pendant la seconde moitié des années quatre-vingt. La poursuite de la désinflation et de la croissance faible au début des années quatre-vingt-dix a engendré un écart inégalé entre taux d'intérêt nominal et croissance, ce qui a contribué en 1992 pour plus de 5% au ratio d'endettement estimé. Les implications pour l'endettement ultérieur en Italie sont particulièrement préoccupantes et commandent une amélioration du solde primaire. Au Canada, la désinflation provoquée par l'adoption de l'objectif de hausse des prix s'est accompagnée d'une contribution tout aussi ample et sans précédent de la charge d'intérêts à l'accumulation de dette publique.

... suivie d'un  
revirement des  
politiques mises  
en œuvre ...

... et de rythmes  
de désinflation  
différents

Les résultats relativement meilleurs de l'Irlande depuis 1986 sont dus à deux facteurs. Ce pays a opté pour un redressement radical du solde primaire et réussi à limiter la charge d'intérêts en recourant à l'endettement en devises. Cela a permis au gouvernement de réduire le coût de financement tant que le taux de change fixe a pu être maintenu au sein du MCE.

### *Prévisions budgétaires pour 1993*

Sur la base de cette analyse, très peu de pays sont donc à même de prendre des actions de stimulation budgétaire actuellement. Le programme de



Mesures de stimulation dans quelques pays ...

relance à court terme de la nouvelle Administration américaine représente moins de 0,5% du PIB et risque encore d'être rejeté par le Congrès; en accroissant les recettes fiscales et en comprimant les dépenses, il vise à réduire de moitié le déficit fédéral par rapport au PIB au cours des cinq prochaines années. Au Japon, les mesures prises en août dernier exerceront pleinement leur effet au premier semestre de 1993. Le budget pour 1993-94 comporte une hausse supplémentaire de 10% des dépenses de travaux publics; en avril 1993, le gouvernement a proposé un nouveau programme d'incitation (le plus important jamais adopté) pour un total de quelque 2¾% du PIB; fortement axé sur les travaux publics et l'investissement dans les infrastructures sociales, il comprend également des mesures d'aide à l'investissement résidentiel et non résidentiel et à l'activité des petites et moyennes entreprises ainsi que des actions destinées à soutenir l'emploi, à stabiliser les marchés des capitaux et à réactiver le marché boursier. Les mesures appliquées par le gouvernement britannique en novembre dernier, jointes aux perspectives économiques moins favorables, ont entraîné une hausse de 2% du besoin de financement prévu par rapport au PIB. Le budget pour 1993 est généralement neutre, des relèvements d'impôts étant annoncés pour 1994. Enfin, le gouvernement australien a adopté des mesures de stimulation fiscale et de relance au début de cette année, ce qui peut porter le déficit fédéral aux alentours de 4% du PIB.

... avec une détérioration conjoncturelle dans d'autres ...

En Allemagne, le budget initial de 1993 tablait sur une réduction du besoin de financement. En raison, toutefois, des corrections imposées par la dégradation de la situation économique, les estimations les plus récentes laissent prévoir une aggravation de près de 50% du déficit par rapport aux prévisions. En France, la loi de finances pour 1993 visait à limiter le déficit à moins de 2½% du PIB nominal. Cependant, suite à un audit montrant que le découvert sera sans doute plus de deux fois supérieur à la projection initiale, le nouveau gouvernement a proposé en mai un vaste plan touchant tant les dépenses que les recettes et a révisé l'objectif de déficit à 4½%. En Italie, comme mentionné précédemment, les trois premiers mois de 1993 ont été caractérisés par des dépassements budgétaires considérables, et des dispositions sont actuellement à l'étude pour faire en sorte que ce pays se conforme aux engagements souscrits dans le cadre de la CE. Le Canada a pris des mesures restrictives en décembre pour limiter la progression du déficit, mais les compressions envisagées dans le budget de 1993-94 sont relativement modestes.

... mais la plupart assainissent leur budget

Divers pays plus petits d'Europe continentale ont diminué leurs dépenses et relevé les impôts pour respecter les objectifs à moyen terme. Dans certains cas, les réductions de dépenses étaient associées à des mesures de relance de l'emploi ou à des dispositions visant à alléger la situation des chômeurs. En Finlande et en Suède, il est possible que la marge de manœuvre supplémentaire fournie par la mise en flottement de la monnaie soit en grande partie neutralisée par la hausse du déficit public. En conséquence, ces deux pays ont adopté, ou envisagent d'adopter, une série de mesures d'assainissement devant prendre effet en cours d'année.

### III. Évolution dans les autres pays

#### Faits saillants

En Europe orientale, les pays les plus avancés sur la voie des réformes ont été en mesure de recueillir les premiers fruits de la stabilisation macro-économique et de la transformation de leur économie. Dans l'ex-Tchécoslovaquie, en Hongrie et en Pologne, la baisse de la production paraît avoir été enrayée au dernier trimestre de 1992 et l'inflation s'est ralentie. Les résultats n'ont pas été aussi positifs dans les pays qui ont poursuivi des politiques moins énergiques et moins cohérentes, ce qui donne à penser que des efforts soutenus de stabilisation sont une condition nécessaire, quoique non suffisante, à la création d'une économie de marché. La mise en œuvre de politiques incohérentes ne permet pas aux agents économiques de prévoir l'orientation des réformes. Il semble que tel est l'enseignement que la Slovaquie et les États baltes ont, à ce jour, tiré de leur expérience des réformes. À l'inverse, la stabilité macro-économique s'est révélée absente en Russie et dans les autres ex-républiques soviétiques, en raison, notamment, de l'insuffisance du consensus politique et d'accords monétaires qui ont alimenté l'inflation. Dans tous les pays, les problèmes essentiels, en particulier l'aggravation des déficits budgétaires et la subordination de la croissance aux résultats à l'exportation, ne sont toujours pas résolus et pourraient mettre à mal la stabilité macro-économique et les perspectives d'expansion. Plus fondamentalement, la question des crédits bancaires aux entreprises publiques déficitaires n'a pas été traitée de manière systématique, bien que des premières mesures aient été prises.

En 1992, la croissance a été une nouvelle fois beaucoup plus rapide dans les pays en développement et les NEI (nouvelles économies industrialisées) que dans les pays industriels, en raison pour une large part de la vive expansion en Asie, plus particulièrement en Chine. Le succès de la réforme en Inde s'est traduit par une accélération de la production et un ralentissement de l'inflation, même si un redémarrage dans l'agriculture a également joué un rôle. Les réformes entreprises ces dernières années en Amérique latine ont été consolidées et l'inflation a régressé dans la plupart des grands pays, à l'exception du Brésil. L'augmentation marquée de la demande intérieure, conjuguée à la politique de modération des tensions inflationnistes par le biais du cours de change mise en œuvre par certains pays, a toutefois été source de préoccupations, les déficits des paiements courants s'étant sensiblement creusés. En Afrique, l'expansion a été médiocre l'an dernier, tandis que la hausse de la production au Moyen-Orient est imputable à la reprise de l'extraction pétrolière au Koweït. Conséquence des schémas de croissance divergents depuis de nombreuses années, la répartition du revenu mondial s'est faite plus inégale, surtout si l'on ne tient pas compte



de la Chine. Les facteurs de ce déséquilibre grandissant ne sont pas clairement perçus, mais les premières conclusions donnent à penser que les politiques économiques ont eu un rôle majeur à cet égard. Des programmes d'éducation et de formation de la main-d'œuvre, l'encouragement de l'épargne et de l'investissement, la réduction des déficits budgétaires publics et de l'inflation ainsi que des mesures visant à contenir l'expansion démographique rapide constituent visiblement les facteurs déterminants d'une politique de croissance.

### Évolution en Europe orientale

Les différences  
d'orientation  
des politiques ...

Au cours de 1992, les différences d'orientation des politiques et résultats économiques sont devenues de plus en plus manifestes, contrastant fortement avec l'année précédente, où des chocs communs à la plupart des économies de la région avaient été la caractéristique dominante. Hors de l'ex-Union soviétique, l'effondrement du système commercial du CAEM (Conseil d'assistance économique mutuelle) et les variations des termes de l'échange avaient provoqué une baisse importante de la production, au même titre que la nécessité de réaliser un meilleur équilibre macro-économique. Le rythme annuel élevé de l'inflation correspondait à l'absorption des excédents de liquidités dans certains pays, à la dégradation notable des termes de l'échange et à la réduction des subventions à la consommation. Ces éléments n'ont plus été présents en 1992, ou d'une façon beaucoup moins sensible, de sorte que les indicateurs de résultats ont reflété plus étroitement les différentes politiques et situations économiques; seule la sécheresse a affecté l'ensemble de la région et son incidence sur la baisse de la production totale pourrait se situer entre 1 et 3%. Il est par conséquent utile de distinguer trois groupes de pays. Ceux qui se trouvent à un stade avancé de transition et ont mis en œuvre ces dernières années des politiques monétaires restrictives et des politiques budgétaires appropriées ont réussi à faire diminuer l'inflation. Ils sont également parvenus à limiter le recul de la production grâce à une expansion rapide du secteur privé, à réorienter leurs exportations vers les marchés des pays industriels et à attirer des investissements étrangers. Un deuxième groupe comprend des pays qui, dans de nombreux cas, ont amorcé les réformes plus tardivement et dans des conditions de départ plus difficiles. La chute de la production y a été plus prononcée (sauf en Slovaquie) et la stabilité économique n'a pas été au rendez-vous ou ne s'est concrétisée que très récemment. Un troisième groupe de pays ne s'est engagé dans le processus de réformes que depuis peu. Le manque de discipline budgétaire et monétaire et l'effondrement des échanges dans l'ex-Union soviétique, exception faite des États baltes, ont débouché l'an dernier sur une très vive inflation, une baisse marquée de la production et d'énormes déséquilibres extérieurs.

... se reflètent  
dans les résultats  
économiques

#### *Pays parvenus à un stade avancé de transition*

Dans les pays les plus avancés dans le processus de transformation (République tchèque, République slovaque, Hongrie et Pologne), la contraction de

Évolution du PIB réel <sup>1</sup>					
Pays	1988	1989	1990	1991	1992 <sup>2</sup>
	variation en %				
Albanie	-1,4	9,8	-10,0	-27,7	- 8
Bulgarie	2,6	-0,3	- 9,1	-16,7	- 8
Croatie	-0,9	-1,9	- 9,3	-28,7	-25
Hongrie	3,2	-0,2	- 4,0	-11,9	- 5
Pologne	4,1	0,2	-11,6	- 7,6	1
Roumanie	-0,5	-5,8	- 7,6	-13,7	-15
Slovénie	-1,9	-2,7	- 4,7	- 9,3	- 7
Tchécoslovaquie	2,6	1,4	- 1,4	-14,7	- 7
<i>République tchèque</i>	-	-	- 0,4	-14,2	- 7
<i>République slovaque</i>	-	-	- 2,7	-15,8	- 6
Yougoslavie	-1,3	-1,9	- 8,4	-12,2	-25
Moyenne <sup>3</sup>	1,6	-1,0	- 7,6	-13,0	- 9
Ex-Union soviétique	4,4	2,5	- 2,2	- 9,0	-19
<i>Russie</i>	4,5	1,9	- 2,0	- 9,0	-19
<i>États baltes</i>	8,0	4,9	- 3,0	-11,2	-34
Moyenne globale <sup>3</sup>	3,5	1,3	- 3,9	-10,3	-16

<sup>1</sup> Croatie: produit social brut; République tchèque et République slovaque: PNB; Yougoslavie: produit matériel brut et, à partir de 1990, Serbie et Monténégro uniquement; ex-Union soviétique (comprenant la Russie et les États baltes) avant 1990: produit matériel net (PMN).  
<sup>2</sup> Chiffres provisoires et en partie estimés. <sup>3</sup> Moyenne pondérée, établie sur la base du PIB/PMN et des cours de change de 1990-91.  
Sources: FMI; BERD; Institut d'études économiques comparées de Vienne; ONU, Commission économique pour l'Europe; données nationales.

la production s'est peut-être achevée en 1992 (tab. ci-dessus). Il n'est toutefois pas du tout certain que cela annonce d'ores et déjà une expansion durable. À ce jour, la croissance est restée en grande partie tributaire des exportations, qui pourraient se développer moins rapidement à l'avenir. Les déficits budgétaires se sont creusés en Hongrie et en Pologne et la masse monétaire au sens large s'est gonflée en termes réels dans tous les pays (tab. p. 59). Néanmoins, l'inflation a sensiblement reculé (tab. p. 47); en effet, les revendications salariales semblent avoir été contenues (Pologne), le cours de change est resté stable (Tchécoslovaquie) ou le rythme de sa dépréciation s'est ralenti (Hongrie). Le secteur privé a connu une expansion vigoureuse et accru sa part du PIB à près de la moitié en Pologne, environ un tiers en Hongrie et un cinquième en Tchécoslovaquie.

La République tchèque et la République slovaque ont fait montre d'une remarquable stabilité sur le plan macro-économique l'an dernier. L'inflation n'a été que de 11% et le rythme mensuel de hausse des prix au premier trimestre de 1993 restait faible dans les deux pays, après le bond enregistré en janvier suite à l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée. Cette stabilité est, pour une grande part, à mettre à l'actif de la politique de cours de change fixe, qui a freiné les tensions inflationnistes en dépit d'un assouplissement des politiques économiques: on note une augmentation en termes réels de la masse monétaire et du crédit, et la progression des salaires réels

Ralentissement  
du recul de la  
production ...

... et décéléra-  
tion de l'inflation

Remarquable  
stabilité en  
Tchécoslovaquie ...



... mais la  
séparation ...

a induit une reprise de la consommation. Le recul du chômage à 5,1% (tab. p. 50) constitue une évolution surprenante. Il semble s'expliquer par la conjonction d'une croissance dynamique du secteur privé, d'un durcissement des règles ouvrant droit aux allocations-chômage et du report de licenciements dans les entreprises d'État. Les niveaux les plus bas sont observés dans les régions proches de l'Allemagne, ce qui témoigne du rôle joué également à cet égard par l'emploi de la main-d'œuvre tchèque dans les firmes allemandes, et l'expansion extrêmement rapide des échanges commerciaux bilatéraux avec l'Allemagne souligne l'augmentation des accords transfrontaliers de travail à façon. Les investissements directs étrangers ont été multipliés par deux, pour s'élever à 3% du PIB environ.

Depuis la séparation de l'ex-Tchécoslovaquie en deux États souverains le 1er janvier 1993, le gouvernement slovaque, contrairement à son homologue tchèque, a privilégié une approche plus graduelle des réformes: il a ralenti le rythme des privatisations, diminué le rôle des coupons, continué de financer massivement les entreprises et mis en œuvre une politique industrielle volontariste. Cette attitude peut s'expliquer en partie par les différences importantes entre les deux pays (tab. ci-dessous). La République tchèque dispose d'un revenu par habitant plus élevé, connaît un chômage nettement inférieur et un déficit budgétaire moindre; enfin, elle a attiré, à ce jour, l'essentiel des investissements étrangers. D'après des estimations, elle aurait transféré en 1992 3½% de son PIB à la République slovaque sous forme de subventions budgétaires. Son industrie est par ailleurs plus diversifiée et davantage tournée vers les marchés occidentaux. À l'inverse, l'économie slovaque dépend plus fortement des importations en provenance des pays de l'ex-CAEM et des exportations vers ces derniers. Après la séparation, les réserves de change ont reculé dans un premier temps dans les deux

République tchèque et République slovaque en 1992		
Rubrique	République tchèque	République slovaque
Population (en millions)	10,3	5,3
Part du PIB total	70	30
Part des ressources totales en énergie primaire (1991)	88	12
PIB par habitant (au cours de change courant, en dollars EU)	2.536	2.113
Mortalité infantile (pour 1.000, 1991)	10,4	13,2
Ventes destinées à l'autre république (% du PIB)*	14	28
Exportations vers les pays industriels (% des exportations totales)	68	56
Part du montant total des investissements directs étrangers	90	10
Taux de chômage (% en fin d'année)	2,6	10,4
Déficit budgétaire (% du PIB)	1,3	4,9
Transferts vers (-) ou en provenance de (+) l'autre république (% du PIB)	-3,5	+8,3
* Estimation établie sur la base d'une enquête auprès des entreprises pour le premier semestre de 1992.		
Sources: Economist Intelligence Unit; données nationales; estimations BRI.		

pays, provoquant, en février, la dissolution de l'union monétaire temporaire et la réévaluation de la couronne tchèque vis-à-vis de la couronne slovaque pour le commerce bilatéral. Malgré l'union douanière mise en place entre les deux pays, les échanges se sont brutalement contractés en raison des difficultés de paiement éprouvées par les entreprises slovaques à la suite de la limitation de leur accès aux devises.

... débouche sur  
une contraction  
des échanges

La Hongrie met en œuvre des réformes économiques depuis de nombreuses années et en est venue à symboliser l'approche gradualiste de la transformation économique. L'an dernier, le rythme des réformes s'est nettement accéléré. Le gouvernement a commencé à durcir sérieusement les contraintes budgétaires des entreprises en s'attellant à la restructuration industrielle et bancaire. Des progrès ont été également réalisés dans la lutte contre l'inflation. Le ralentissement de la hausse des prix à 23% a été obtenu, pour beaucoup, grâce à la réduction du rythme de dépréciation du forint à quelque 6%, ce qui implique une appréciation réelle de la monnaie. Ce résultat est intervenu à la faveur d'un excédent des paiements courants, généré par la croissance persistante des exportations, et des investissements directs étrangers (4% environ du PIB). Un repli des ventes à l'étranger au premier trimestre de 1993 a cependant soulevé des interrogations sur la viabilité de cette stratégie et entraîné une dévaluation du forint. La politique monétaire a été globalement restrictive l'an dernier, avec des taux d'intérêt réels supérieurs à 10% sur les crédits aux entreprises et une croissance des prêts internes inférieure à celle du revenu nominal. Compte tenu des problèmes rencontrés dans la maîtrise du déficit budgétaire et de l'assouplissement de la politique monétaire au second semestre, il pourrait se révéler difficile de comprimer davantage l'inflation.

Hongrie

La Pologne a été le seul pays à renouer avec la croissance en 1992. Cette évolution est due, pour l'essentiel, au dynamisme du secteur privé, à présent suffisamment vaste pour compenser la contraction de la production des industries d'État. Les autorités ont vu également leurs efforts de stabilisation couronnés de succès et l'inflation est tombée à 43%. Ce qui a peut-être davantage contribué à l'atténuation des tensions inflationnistes sous-jacentes a été la modération des salaires nominaux et réels, malgré une succession de grèves au second semestre (tab. p. 47). Le gouvernement est parvenu à tenir son objectif de déficit pour 1993 à 5% du PIB, en dépit d'une forte opposition parlementaire à la réduction en termes réels des pensions de retraite et des rémunérations du secteur public. Les mesures d'accroissement des dépenses votées depuis lors par le Parlement soulèvent cependant des interrogations sur les chances d'atteindre cet objectif.

Pologne

#### *Pays se trouvant aux premiers stades de transition*

La situation dans le deuxième groupe de pays a été caractérisée par la persistance de déséquilibres macro-économiques dans certains (Albanie, Bulgarie et Roumanie) et de récents succès en matière de stabilisation dans d'autres (États baltes et Slovaquie). Tous ont enregistré des rythmes d'inflation d'au moins 90%.

Les déséqui-  
libres macro-  
économiques...



... s'aggravent  
en Bulgarie ...

En *Bulgarie*, la mise en place de la réforme s'est faite dans des conditions extérieures difficiles et a été entravée par l'extrême fragilité du consensus politique. Néanmoins, l'apparition d'une spirale inflationniste a été évitée l'an dernier, sous l'effet conjugué d'une politique des revenus qui a maintenu les salaires réels en deçà de leur niveau de décembre 1991, d'une contraction en termes réels du crédit interne (arriérés inter-entreprises non compris) et de politiques budgétaires qui ont contenu le déficit de trésorerie (à l'exclusion des intérêts dus mais impayés sur la dette extérieure) à 5% du PIB. La stabilité du cours de change flottant y a aussi contribué, au prix, toutefois, d'une vive appréciation en termes réels. Le cadre législatif d'une économie de marché a été en grande partie instauré, à l'exception notable d'une loi sur les faillites. Une loi de privatisation a été approuvée et le processus d'assainissement des nombreuses petites banques s'est amorcé. Au second semestre, cependant, le fragile consensus sur la stratégie de réformes du gouvernement s'est mis à se dégrader. Les dépenses publiques se sont accrues au dernier trimestre et, en décembre, un nouveau gouvernement a partiellement inversé les politiques macro-économiques restrictives de son prédécesseur. Il a commencé à exercer depuis lors des

Hausse des prix à la consommation (pc) et des salaires (s)							
Pays		1988	1989	1990	1991	1992	1993 T1 <sup>1</sup>
		variation en %					
Albanie	pc	0,0	0,0	0,0	35,5	226	266 <sup>2</sup>
Bulgarie	pc	1,3	5,5	23,9	474	92	83
	s	7,6	8,8	31,7	153	107	
Croatie	pc	200	1.200	610	123	669	
Hongrie	pc	15,5	17,0	28,9	35,0	23	25
	s	11,1	17,4	24,3	27,9	26	
Pologne	pc	60,2	251	586	70,3	43	40
	s	84,3	276	381	73,1	37	
Roumanie	pc	2,8	0,8	5,1	166	210	171
	s	2,6	3,9	10,6	121	170	
Russie	pc	0,0	2,4	5,6	92,7	1.353	800
	s	8,8	9,9	14,8	78,6	1.062	
Slovénie	pc	212	1.306	550	118	210	58
	s	166	1.541	379	82,5	199	
Tchécoslovaquie	pc	0,2	1,4	10,0	57,9	11	
	s	2,1	2,3	3,1	16,7	18	
République tchèque	pc	0,2	1,5	9,7	56,7	11	22
	s	1,9	2,3	3,0	16,7	18	
République slovaque	pc	0,2	1,3	10,4	61,2	10	19
	s	2,5	2,3	3,1	16,8	18	
Yougoslavie <sup>3</sup>	pc	194	1.240	610	127	8.720	

Les salaires couvrent tous les secteurs en Russie, le secteur public en Bulgarie et en Slovénie (Slovénie: comprend les entreprises privées à partir de 1992), six grands secteurs en Pologne et l'industrie dans tous les autres pays.

<sup>1</sup> Variation sur un an. <sup>2</sup> Décembre 1992. <sup>3</sup> À partir de 1990, Serbie et Monténégro uniquement.

Sources: FMI; BERD; données nationales.

pressions sur la Banque Nationale en faveur d'une politique de relance, prévoit un déficit budgétaire de 8% du PIB pour 1993 et envisage d'intensifier l'aide financière aux entreprises publiques, assouplissant ainsi davantage les contraintes budgétaires.

La Roumanie a opté pour une «réforme graduelle à vitesse soutenue». Les principaux éléments du cadre juridique d'une économie de marché ont été introduits sans tarder, mais leur mise en application a été lente et incomplète. S'agissant de la gestion macro-économique, l'approche progressive s'est traduite par la poursuite d'un contrôle partiel de l'État sur les prix et la répartition des produits de première nécessité et des matières premières. Le cours de change officiel, qui a été en règle générale maintenu au-dessus des niveaux d'équilibre du marché en dépit du très faible montant des réserves de change, s'est néanmoins déprécié rapidement. La répercussion de la dévalorisation du cours de change sur les prix a été délibérément différée pendant toute l'année dernière, d'où la médiocre performance des exportations destinées aux pays industriels. Le déficit budgétaire officiel s'est élevé à 1% du PIB, mais, si l'on tient compte des règles comptables spéciales et des opérations hors budget, le déficit effectif était beaucoup plus important. Après avoir été apurées fin 1991 par l'apport de crédits banque centrale et la compensation, les dettes inter-entreprises se sont à nouveau accrues et ont débouché sur un rythme d'inflation de 210%.

... et demeurent importants en Roumanie

Suite à l'aggravation de la crise économique au premier semestre de 1992, l'Albanie a mis en œuvre, au mois d'août, un programme de stabilisation soutenu par le FMI. Les prix ont été libérés, les autorités ont laissé flotter le cours de change, et l'énorme déficit budgétaire a été ramené à 20% du PIB dans la deuxième moitié de l'année. La situation demeure toutefois très précaire et le pays est toujours tributaire de l'aide alimentaire.

Albanie

La Slovénie et les États baltes ont poursuivi des politiques monétaires et budgétaires restrictives qui ont entraîné un ralentissement de l'inflation au second semestre. Le problème pour ces pays consiste à consolider la stabilité macro-économique et à trouver de nouveaux débouchés pour leurs exportations.

Stabilisation en Slovénie ...

La production a baissé de 7% en Slovénie sous l'effet d'une contraction persistante des échanges avec les autres républiques de l'ex-Yougoslavie. Le cadre juridique et institutionnel d'une économie de marché a été mis en place rapidement. La privatisation du secteur du logement s'est faite sans tarder et une loi de privatisation des entreprises publiques a été votée en novembre. Cette année, le Parlement a approuvé un texte sur la recapitalisation des banques et les premières mesures ont été prises pour échanger les prêts improductifs détenus par la plus grande banque slovène contre des obligations à long terme garanties par l'État. Les politiques macro-économiques ont été rigoureuses, avec un solde budgétaire en excédent et une expansion du crédit nettement inférieure à la hausse des prix. Aussi le rythme mensuel de l'inflation est-il tombé à moins de 3% au second semestre.

Dans les États baltes, la production a régressé d'un tiers environ en 1992 du fait de l'effondrement des échanges avec l'ex-Union soviétique, de



... de même  
qu'en Estonie  
et en Lettonie

la vive détérioration des termes de l'échange et de graves pénuries de combustibles. Ces trois pays ont tous mis en circulation leur propre monnaie et accompli des efforts considérables sur le plan de la stabilisation macro-économique. L'Estonie a émis sa nouvelle monnaie, la couronne estonienne, en juin et l'a rattachée au deutsche mark par le biais d'un fonds de stabilisation de la monnaie. Les bases d'une discipline monétaire stricte ont ainsi été posées, cependant qu'une politique budgétaire restrictive se soldait par un excédent supérieur à 1% du PIB. Sous l'effet de ces mesures, l'inflation était revenue à un rythme mensuel inférieur à 2% au cours des trois premiers mois de 1993. En juillet 1992, la Lettonie a introduit son propre rouble temporaire – destiné à être ultérieurement remplacé par le lat – et ramené l'expansion monétaire nettement en deçà du rythme de l'inflation. Au premier trimestre de 1993, la hausse des prix était tombée à moins de 5% par mois. La forte appréciation du cours de change flottant traduit la rigueur des politiques macro-économiques, comprenant des taux d'intérêt réels positifs. Ces politiques ont été moins restrictives en Lituanie, puisque le crédit s'y est accru rapidement et que les taux d'intérêt réels sont restés très sensiblement négatifs.

#### *Évolution dans l'ex-Union soviétique*

La crise  
économique ...

La désintégration politique et économique a dominé l'évolution dans l'ex-Union soviétique (hormis les États baltes) et plusieurs républiques de l'ex-Yougoslavie l'an dernier. Les troubles politiques et les conflits armés ont été largement répandus. La crise économique s'est traduite par l'effondrement de la production et la montée en flèche de l'inflation.

... entraîne un  
effondrement de  
la production ...

L'aggravation des troubles politiques a débouché sur une guerre civile ouverte dans certaines anciennes républiques soviétiques. D'autres, dont la Fédération de Russie, ont pris les premières mesures en vue d'instaurer une économie de marché. Dans tous ces pays cependant, les séquelles du passé sont demeurées le facteur déterminant. Les médiocres résultats de la production s'expliquent principalement par les bouleversements consécutifs à la dissolution de l'appareil de planification ainsi que par l'effondrement des échanges commerciaux (voir Chapitre IV).

... cependant  
qu'une mauvaise  
coordination  
monétaire ...

L'héritage du passé a également joué un rôle dans l'accélération de l'inflation. Étant donné que toutes les banques centrales étaient en mesure d'émettre des crédits dans une monnaie unique, chacune d'elles était incitée à accroître rapidement les concours de manière à s'adjuger une part des ressources au sein de la zone monétaire. Les pays qui poursuivaient une politique de stabilisation risquaient en retour de voir leurs ressources réelles diminuer en raison de la dépréciation croissante des titres de créance. La Russie aurait ainsi accumulé des créances sur d'autres républiques jusqu'en juillet, lorsqu'elle a finalement appliqué un strict plafonnement du crédit sur leurs comptes correspondants auprès de la banque centrale russe. Une pénurie de liquidités s'est manifestée au premier trimestre de 1992 du fait de la libéralisation des prix et des politiques d'expansion du crédit poursuivies dans d'autres républiques, conjuguées à leur incapacité d'émettre des billets de banque. Cette évolution s'est traduite

Taux de chômage					
Pays	1989	1990	1991	1992	1993 T I
	en % de la population active, fin de période				
Albanie	1,9	2,1	5,1	12,5*	
Bulgarie	0,0	1,5	10,8	15,6	16,0
Hongrie	0,4	1,9	7,5	12,3	13,4
Pologne	0,1	6,3	11,8	13,6	14,2
Roumanie	0,0	0,4	3,0	8,4	9,6
Russie	0,0	0,0	0,1	1,4	
Slovénie	2,9	4,7	10,1	13,4	13,5
Tchécoslovaquie	0,0	1,0	6,6	5,1	
<i>République tchèque</i>	0,0	0,6	4,1	2,6	2,9
<i>République slovaque</i>	0,0	1,6	11,8	10,4	12,0
Dans la plupart des pays, les données se réfèrent uniquement aux demandeurs d'emploi officiellement inscrits. * Estimation. Sources: BERD et données nationales.					

par une importante décote du dollar par rapport au rouble sur le marché au comptant (graph. p. 51) et l'apparition de décotes spécifiques du rouble russe dans les diverses républiques, ce qui signifiait l'éclatement de fait de la zone rouble. De façon à éviter le resserrement de la liquidité, l'Ukraine a introduit ses propres coupons et quitté la zone rouble en novembre.

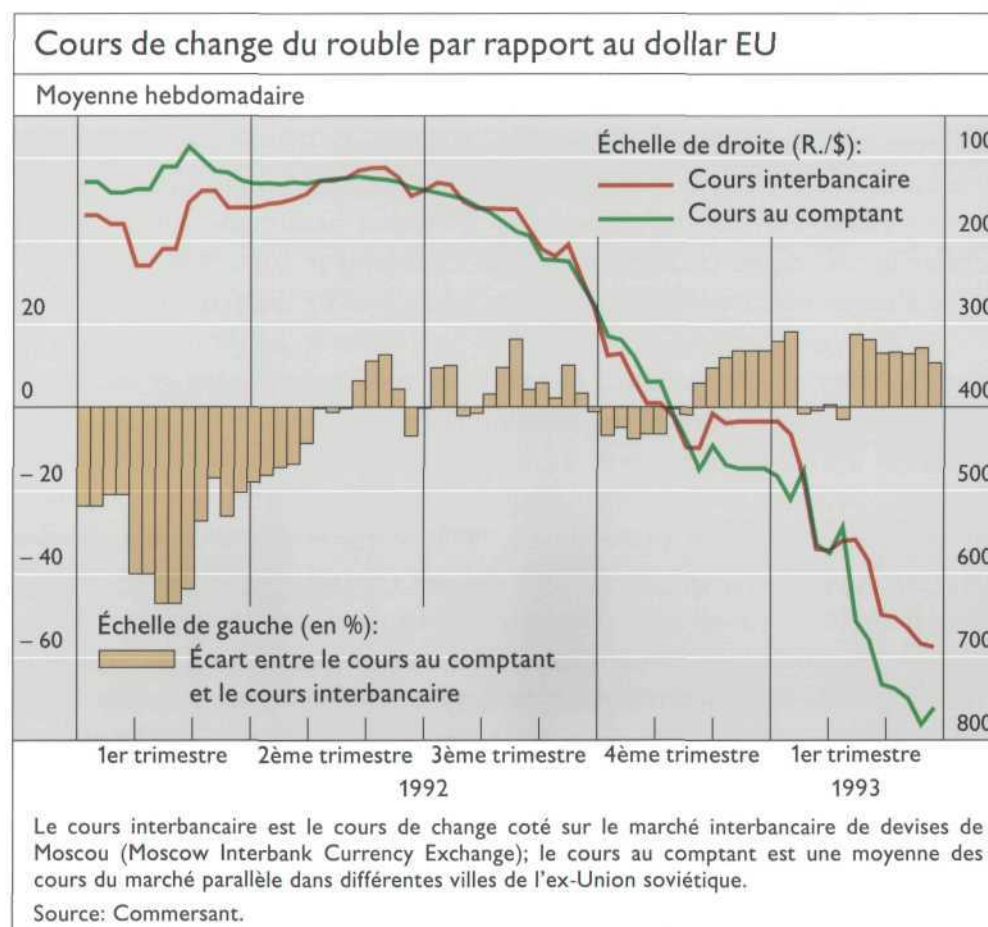
La Russie a libéré la plupart des prix en janvier 1992 et poursuivi des politiques macro-économiques relativement rigoureuses au premier semestre. Le déficit budgétaire des administrations publiques a été estimé à quelque 10% du PIB pour cette période, cependant que le déficit de trésorerie ressortait à seulement 3%, car l'État assurait une faible partie du service de sa dette extérieure et retardait le paiement des salaires et autres factures. Au deuxième trimestre, les pressions en faveur d'un assouplissement de la politique du gouvernement se sont intensifiées. Les entreprises avaient tenté d'échapper aux mesures d'austérité en accumulant des arriérés qui, en juin, dépassaient le niveau du crédit bancaire interne. Par ailleurs, le Parlement a voté de nouvelles dépenses sociales. Les efforts de stabilisation financière ont été finalement abandonnés au troisième trimestre: les arriérés des entreprises ont, en effet, été réduits au moyen d'une expansion accrue du crédit et le déficit de trésorerie s'est sensiblement creusé. En conséquence, le rythme mensuel de l'inflation s'est amplifié, à 30% environ en fin d'année, et s'est maintenu par la suite à un niveau élevé, ce qui s'est traduit par une dépréciation supplémentaire du cours de change.

En février 1993, un nouveau gouvernement a présenté un programme pour venir à bout de la crise en limitant le déficit budgétaire à 5% du PIB et en ramenant la hausse des prix à 5% par mois d'ici la fin de l'année. Pour atteindre cet objectif en matière d'inflation, la Russie devra maîtriser son expansion monétaire, ce qui ne sera possible que si l'objectif fixé pour le déficit est respecté et si les contraintes budgétaires des entreprises sont durcies. Pour stabiliser la situation macro-économique, il sera également

... et des  
politiques  
économiques  
laxistes ...

... alimentent  
l'inflation





nécessaire que les autres républiques cessent de consentir des crédits en roubles pour tirer profit du seigniorage aux dépens de la Russie. Cela supposerait qu'elles n'utilisent plus que leur propre monnaie ou qu'elles acceptent que la banque centrale russe détienne le monopole de l'émission de monnaie centrale. L'absence de progrès dans ces domaines risque de déboucher sur une hyperinflation.

Si la situation macro-économique a été sombre, quelques avancées ont cependant été enregistrées. Des programmes de privatisations sont en cours pour les petites entreprises et les premiers jalons ont été posés pour les grandes.

#### Endettement extérieur

La dette extérieure de l'ex-Union soviétique, de la Pologne et de la Bulgarie a continué d'éclipser l'action économique. Si des accords ont été conclus avec les créanciers publics du Club de Paris, les négociations avec les banques commerciales sur des réductions de la dette et de son service n'ont fait que des progrès limités et les positions des parties en présence demeurent très éloignées.

La dette extérieure de l'ex-Union soviétique, arriérés compris, est estimée à quelque \$80 milliards, dont plus de la moitié à l'égard de créanciers officiels. Le Club de Paris a rééchelonné la dette publique en avril 1993, réduisant son service de \$15 milliards, à moins de \$2 milliards pour

Rééchelonnement de la dette publique...

cette année. Si les créanciers bancaires privés accordent à la Russie des conditions de réaménagement similaires, le service de la dette s'élèvera au total à \$3,5 milliards environ en 1993. Le gouvernement russe a fait savoir qu'il était capable et désireux de régler ce montant.

La répartition de la dette fédérale entre les États qui ont succédé à l'ex-Yougoslavie est incertaine. Seule la *Slovénie* a assuré partiellement l'an dernier le service de la dette qui lui est directement imputable et est parvenue à un accord avec le Club de Paris sur sa part de la dette officielle.

La *Pologne* a conclu en mars 1993 un crédit de confirmation avec le Fonds monétaire international. Ce résultat est important car la réduction de 50% de la dette, décidée par le Club de Paris en avril 1991, est tributaire à hauteur des deux cinquièmes de la réalisation, d'ici fin 1993, de bonnes performances dans le cadre d'un programme du FMI. L'accord triennal avec cet organisme avait été suspendu en 1992 en raison du dépassement des objectifs budgétaires. Un programme du FMI constitue également la condition préalable à un éventuel accord avec les banques créancières du Club de Londres, auxquelles la Pologne doit \$12 milliards environ. L'arrangement avec le Club de Paris prévoit que la Pologne obtienne de ses créanciers bancaires privés un allègement de la dette dans des conditions comparables à celles concédées par les créanciers publics, mais les banques se sont montrées de plus en plus hésitantes à accepter une réduction aussi significative, compte tenu de l'amélioration de la situation économique du pays.

... mais accord  
limité avec  
les banques

La *Bulgarie* n'a guère assuré le service de son importante dette étrangère (\$13 milliards environ), économisant ainsi l'an dernier aux alentours de 8% du PIB au titre des seuls paiements d'intérêts. Elle est parvenue à un accord avec ses créanciers publics du Club de Paris, qui prévoit un rééchelonnement sur plusieurs années, assorti d'un délai de grâce de six ans. La dette totale du pays concerne, à hauteur de quelque 85%, des banques commerciales. L'État a repris en septembre le service d'un quart des intérêts exigibles sur cette dette et a conclu en novembre un accord avec les banques sur un programme global de réduction de l'endettement.

#### *Problèmes communs à tous les pays*

Malgré une différenciation croissante, quatre difficultés majeures continuent d'assaillir tous les pays d'Europe orientale et donnent à penser que la stabilité macro-économique restera fragile et la croissance de la production ténue.

Premièrement, les positions budgétaires se sont pour la plupart détériorées en 1992, confirmant les indications déjà apparues antérieurement (tab. p. 53) et analysées dans le Rapport annuel de l'an dernier. Pour diverses raisons, les réformes dans les anciennes économies à planification centralisée ne sont pas neutres en termes de recettes et ont tendance à aggraver la situation budgétaire à court terme: érosion des bénéfices des entreprises d'État et arriérés d'impôts résultant d'une sévère compression de la liquidité; retards dans l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée; enfin, difficultés à transférer de l'État vers le secteur privé les impôts sur le revenu sans abaisser les taux effectifs et perdre des rentrées par le biais de

Problèmes  
non résolus:  
accroissement  
des déficits  
budgétaires...



Solde budgétaire des administrations publiques					
Pays	1988	1989	1990	1991	1992
	en % du PIB				
Albanie	-0,2	-5,5	- 3,7	-45,0	-17,1
Bulgarie	-5,6	-1,4	- 8,5	- 3,6	- 5,2
<i>Y compris arriérés d'intérêts sur la dette extérieure</i>	-5,6	-1,4	-12,7	-14,9	-13,0
Hongrie	0,0	-2,1	0,9	- 4,6	- 7,2
Pologne	0,0	-7,4	3,5	- 6,2	- 7,2
Roumanie	5,9	8,4	1,0	1,9	- 1,1
Slovénie	0,9	0,3	- 0,3	2,6	0,3
Tchécoslovaquie	-1,5	-2,4	0,1	- 2,0	- 1,6

Sources: BERD; Institut d'études économiques comparées de Vienne; OCDE; ONU, Commission économique pour l'Europe; données nationales.

l'évasion fiscale. S'agissant des dépenses, leur expansion s'est révélée difficile à maîtriser, compte tenu des impératifs de la protection sociale. Dans plusieurs pays, les transferts aux chômeurs et aux retraités ont accru le montant des dépenses en pourcentage du PIB.

Deuxièmement, l'expansion de la production en Europe orientale est restée lourdement tributaire des exportations vers les pays industriels, principale composante de la demande à avoir contribué de manière positive et significative à la croissance l'an dernier. Les raisons de ces bons résultats sont les suivantes: libération de capacités dans les économies d'Europe orientale après l'effondrement de la demande intérieure et des ventes aux pays de l'ex-CAEM, coûts salariaux peu élevés et amélioration de l'accès, bien que toujours relativement limité, au marché de la Communauté européenne (voir Chapitre IV). Il est cependant très peu probable que cette expansion rapide des ventes à l'étranger puisse se maintenir, le temps que s'amorce un processus de croissance autonome. De fait, l'évolution au premier trimestre de 1993 met en évidence un ralentissement substantiel du rythme de progression des exportations.

Troisièmement, dans les pays qui sont parvenus à une certaine stabilité macro-économique, la politique monétaire et l'intermédiation financière ont été entravées par le fait que les prix ont augmenté beaucoup plus vite à la consommation qu'à la production. Au début du processus de transition, cette évolution était imputable à la suppression des subventions à la consommation et au relèvement progressif des prix de l'énergie facturés aux ménages pour les porter aux niveaux du marché mondial, ce qui explique que l'indice des prix à la consommation ait surestimé l'inflation sous-jacente. L'an dernier, l'élargissement de cet écart était dû en premier lieu aux services. Avec un rythme de hausse des prix à la consommation plus rapide que celui des prix à la production, le maintien de taux d'intérêt réels légèrement positifs sur les dépôts a entraîné des taux réels très élevés pour les entreprises emprunteuses. Cette situation a concouru aux mauvais résultats de la production et à la stagnation persistante des investissements (tab. p. 54), déjà en recul sensible en 1991.

Enfin, la liquidation des entreprises d'État non viables n'a pas encore véritablement commencé. Cette situation s'explique, dans une certaine mesure, par des préoccupations d'ordre social et politique dans un contexte de chômage déjà élevé et de faible mobilité de la main-d'œuvre, cependant que des villes ou régions entières peuvent dépendre d'un ou deux employeurs. Elle reflète aussi le manque de moyens d'action et d'institutions appropriés pour éliminer des entreprises déficitaires. Les gouvernements sollicitent de plus en plus le secteur bancaire pour qu'il joue un rôle accru dans ce domaine. La nécessité de restructurer ou de liquider des entreprises publiques risque de limiter sérieusement la croissance qui pourra être atteinte au cours de ces prochaines années.

... et restructuration  
d'entreprises

#### *Contrôle des entreprises et rigueur des contraintes budgétaires*

Sur les trois années passées, le recul cumulé de la production en Europe orientale a été spectaculaire, entre un cinquième en Hongrie et Pologne et 50% en Albanie, Bulgarie et Roumanie. S'il est vrai que l'évaluation constitue un problème majeur et que les statistiques officielles surestiment cette baisse en raison de la couverture incomplète du secteur privé en expansion rapide, il ne fait cependant guère de doute que le niveau de vie d'une partie importante de la population a diminué. Le soutien en faveur des réformes s'en est ressenti à des degrés divers. La viabilité politique de ces dernières dépend de l'anticipation d'une reprise de l'expansion dans un avenir assez proche, ce qui nécessitera à son tour une épargne abondante et son investissement dans des activités rentables à potentiel de croissance. L'épargne a toujours été forte en Europe orientale et celle des ménages a même progressé ces dernières années. Toutefois, une grande part de ces fonds a été affectée à des entreprises déficitaires.

Une telle évolution était inévitable aux premiers stades de la transition. De nombreuses entreprises ont cessé d'être rentables sous l'effet de changements de grande ampleur, inédits et imprévus, intervenus dans l'environnement économique: perte des marchés d'exportation traditionnels, refonte intégrale de la structure des prix relatifs, émergence soudaine de la concurrence étrangère et mise en œuvre de politiques macro-économiques rigoureuses. Immédiatement après ces bouleversements, la poursuite des

Poursuite  
inévitabile  
des prêts aux  
entreprises  
déficitaires...

Formation brute de capital fixe					
Pays	1988	1989	1990	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>2</sup>
	en % du PIB				
Bulgarie	26,1	25,2	20,4	11,3	13
Hongrie	21,0	19,9	17,8	17,8	18
Pologne	22,5	16,4	19,1	19,6	19
Roumanie	28,0	29,6	20,0	13,1	13
Slovénie	20,1 <sup>2</sup>	19,1 <sup>2</sup>	18,0	18,9	17
Tchécoslovaquie	25,2	25,1	25,0	18,2	20

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> Estimations.  
Sources: FMI; Institut d'études économiques comparées de Vienne; données nationales.



prêts bancaires aux entreprises et l'accumulation d'arriérés inter-entreprises ont fait office de soupape de sécurité pour prévenir un blocage total de l'économie. Cette situation était acceptable pour trois raisons. Premièrement, il n'existait aucune base permettant d'apprécier quelles entreprises seraient à même de survivre à moyen terme, compte tenu de l'incertitude entourant les marchés d'exportation et les prix relatifs. Deuxièmement, la déficience des systèmes de déclaration et de gestion comptable a rendu malaisée l'évaluation de la position financière des sociétés. Troisièmement, aucun moyen d'action n'était disponible pour répondre à une situation d'insolvabilité généralisée et aux exigences de restructuration des entreprises. La seule manière pour les banques et les entreprises de gagner du temps consistait à prêter aux clients établis.

... qui pèse, à présent, sur les perspectives de croissance

La persistance de cette pratique compromet toutefois les perspectives de croissance. Pourtant, la réduction ou la suppression des prêts d'urgence s'est révélée difficile en Europe orientale, en raison des pressions politiques liées à l'accroissement du chômage et du fait que banques et entreprises sont prisonnières d'une dépendance mutuelle au travers des prêts improductifs. Dans un premier temps, on pensait que l'instauration de contraintes budgétaires plus sévères serait facilitée par une privatisation rapide, mais compte tenu des problèmes rencontrés dans la mise en œuvre de ces programmes de privatisations, on a vite déchanté. Les gouvernements ont en définitive accepté qu'une part notable des entreprises reste entre les mains de l'État dans un avenir prévisible. Cela a accru la nécessité de durcir les contraintes budgétaires sur les entreprises par le biais d'une amélioration de leur contrôle. À cet égard, la réforme du système bancaire et le renforcement des fonds propres des banques sont désormais considérés comme des moyens importants de l'action gouvernementale.

#### *Situation des banques dans les pays parvenus à un stade avancé de transition*

Rôle des banques dans le resserrement des contraintes budgétaires ...

Dans plusieurs pays, les autorités se sont surtout attachées à confier aux banques le rôle-clé dans l'application de la rigueur des contraintes budgétaires, en leur donnant la possibilité d'exercer un contrôle accru sur les entreprises. L'objectif était de rompre le lien inefficace de dépendance mutuelle entre banques et entreprises et d'éliminer l'incitation perverse à octroyer des crédits au moyen de différentes mesures: recapitalisation des banques, amélioration de leur propre gestion par la mise en place d'organismes de surveillance, l'instauration de mécanismes plus performants de contrôle interne et l'exécution de programmes de privatisations; enfin, renforcement de leur capacité de négociation vis-à-vis des entreprises par l'affinement des lois sur les faillites et autres dispositions juridiques.

... et nécessité d'une recapitalisation

Une question importante a porté sur la méthode de recapitalisation des banques. Deux modèles de base ont été envisagés. Le premier consiste à éliminer les créances douteuses des bilans et à les remplacer par des obligations d'État. Il présente l'avantage de diminuer le risque subjectif pour les banques, car elles n'ont plus intérêt à prêter à des débiteurs douteux. Le problème que pose cependant cette approche concerne le traitement ultérieur de ces prêts, dont un grand nombre pourrait être recouvrable, tout

au moins en partie. Si ces créances sont transférées à un organisme gouvernemental, les débiteurs ne seront sans doute guère incités à les rembourser, puisque, de toute façon, cet organisme ne sera pas une source potentielle de financements futurs. Un tel organisme peut aussi manquer de motivations pour procéder à des saisies efficaces sur les entreprises. La solution de remplacement consisterait à fournir aux banques, sous forme de titres d'État, les fonds nécessaires pour constituer des provisions pour créances douteuses ou les amortir, mais en laissant ces créances dans leurs livres. Cela encouragerait les banques à restructurer la dette d'entreprises qui pourraient devenir viables et à effectuer des saisies à partir du moment où la restructuration n'a guère de chances de réussir. Outre l'éventualité du risque subjectif, le principal reproche formulé à l'encontre de cette solution est que les banques ne disposent pas des compétences requises pour évaluer et restructurer les entreprises. On a également fait valoir que la réorganisation de grandes entreprises d'État est politiquement trop importante pour être confiée aux banques commerciales. Une variante consisterait à transférer les dossiers graves à un organisme d'État et à laisser les banques traiter les autres cas. En pratique, les deux solutions ont été utilisées. La Hongrie a transféré les créances douteuses à une banque distincte; en Pologne, les banques devront gérer elles-mêmes les créances de ce type, aidées en cela par une recapitalisation substantielle; enfin, dans l'ex-Tchécoslovaquie, une combinaison de ces approches a été adoptée.

La Hongrie est le pays qui a entrepris les plus vastes réformes bancaires, dévoilant ainsi clairement la faiblesse sous-jacente du système bancaire et ses implications pour l'économie. Les problèmes n'y sont pas pour autant plus importants qu'ailleurs; cela indique, en revanche, qu'ils ont été portés au grand jour plus tôt et que des solutions sont instamment recherchées. Le processus de réformes s'est accéléré dans ce pays, l'an dernier,

Réforme  
bancaire en  
Hongrie ...

Indicateurs de la situation bancaire en Hongrie		
Rubrique	1991	1992
Prêts improductifs <sup>1</sup>		
En % de l'actif	3,9	9,3
En % des prêts	7,1	13,6
Recettes budgétaires en provenance des banques (impôts et dividendes)		
En % des recettes budgétaires des administrations publiques	3,4	0,1
En % du PIB	1,9	0,1
Écart entre taux débiteurs et créditeurs (points de %) <sup>2</sup>	4,4	11,2
Grandes banques	6,1	12,9
Petites banques	3,0	9,3
Expansion des crédits aux entreprises, variation en %	18,7	1,9 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Dettes dont le service n'a pas été assuré pendant soixante jours au moins, créances sur des emprunteurs qui ont enregistré des pertes au cours des deux années précédentes ou sont en restructuration ou en liquidation et créances qui sont classées d'une manière ou d'une autre par les institutions financières comme douteuses ou irrécouvrables. Pour 1992, septembre.  
<sup>2</sup> Prêts et dépôts à un an ou moins, fin d'année.    <sup>3</sup> Variation sur douze mois jusqu'en novembre.  
Sources: données nationales.



avec le vote de deux lois. La première, sur les faillites, stipule que les entreprises avec des dettes impayées depuis plus de quatre-vingt-dix jours doivent déposer leur bilan ou risquent d'être mises en liquidation par leurs créanciers. En 1992, cette disposition a concerné 14.000 entreprises. La deuxième, une nouvelle loi bancaire, demande aux banques d'atteindre un ratio de fonds propres/actifs à risque pondérés de 8% d'ici la fin de 1994 au plus tard, d'opérer une classification complète de leurs portefeuilles de prêts et de constituer des provisions pour prêts improductifs. Les nouveaux textes sur les faillites et les banques ont mis partiellement en lumière la fragilité sous-jacente de l'économie hongroise. La proportion des créances douteuses et irrécouvrables est passée de 7,1% fin 1991 à 13,6% en septembre 1992 (tab. p. 56).

Les banques ont réagi au nouvel environnement économique par un resserrement des conditions du crédit et des procédures internes d'approbation des prêts ainsi que par l'application d'une marge plus large entre taux débiteurs et créditeurs, de manière à générer des fonds pour provisionner les concours de qualité inférieure. Il en est résulté un effondrement des crédits bancaires aux entreprises. Contrairement à l'expérience antérieure, cette réduction des prêts bancaires n'a pas été compensée par une hausse massive des arriérés inter-entreprises, ce qui constitue sans doute le signe le plus tangible d'un véritable durcissement des contraintes budgétaires. L'augmentation des provisions a fait baisser de 2% du PIB les recettes budgétaires au titre des impôts sur les bénéfices et des dividendes, ce qui explique en grande partie l'aggravation du déficit de l'État (7% du PIB). Le gouvernement a réagi par l'introduction d'un plan d'assainissement des banques, destiné à les recapitaliser en regroupant les créances les plus douteuses au sein d'une banque d'État spéciale et en les échangeant contre des obligations d'État rémunérées aux taux du marché. Il a également participé à l'établissement d'une société qui cautionne les concours bancaires aux petites et moyennes entreprises dont le manque de garanties adéquates avait limité l'accès aux crédits bancaires. Des amendements à la loi sur les faillites sont à l'étude pour en éliminer les dispositions tendant à favoriser les liquidations.

... en Pologne ...

En Pologne, le Parlement a adopté une législation pour conférer aux banques un rôle plus important dans la restructuration des entreprises en renforçant les procédures de mise en faillite. Par ailleurs, un dispositif a été mis sur pied pour les conversions de dettes en participations et la négociation des prêts improductifs. Des possibilités de restructuration à l'amiable ont, de même, été instituées pour les sociétés endettées. Un vaste programme de recapitalisation des banques va entrer en vigueur en 1993; à cette fin, le gouvernement a octroyé des fonds budgétaires et demandé aux donateurs de souscrire à la redistribution de \$1 milliard du fonds de stabilisation de la monnaie, mis à disposition en 1989, mais qui n'a pas encore été utilisé. Le renforcement des fonds propres permettra aux banques de constituer des provisions en contrepartie de leurs prêts improductifs et de jouer un rôle actif dans la restructuration des entreprises. Une prudence accrue caractérise déjà l'attitude des banques en matière de crédits, après le

durcissement du contrôle des neuf plus grands établissements par leur propriétaire, le ministère des Finances, et par des auditeurs externes. La création de conseils de surveillance, composés d'administrateurs externes aux mandats non renouvelables, conjuguée aux mesures prises pour prendre en charge le quart des crédits estimés improductifs, a aussi atténué les pressions exercées sur les banques pour qu'elles accordent des prêts.

La République tchèque et la République slovaque tentèrent de résoudre le problème des prêts improductifs en 1991. Les prêts sans échéance sur stocks assortis de taux d'intérêt très bas représentaient alors plus de 40% du portefeuille des deux principales banques commerciales. Avec des ratios de fonds propres inférieurs à 2%, leur solvabilité fut menacée au moment où les taux d'intérêt augmentèrent. Le gouvernement prit deux mesures: premièrement, il transféra les deux tiers environ de ces prêts ainsi que les engagements correspondants, équivalant à 11% du PIB, à une banque de consolidation spéciale; deuxièmement, les banques se virent remettre des obligations d'État supplémentaires d'une valeur de 5% du PIB, aux fins de recapitalisation. La restructuration des entreprises fut toutefois différée. On s'attend à une hausse du nombre des faillites en République tchèque, ce qui mettra à l'épreuve la capacité des banques de jouer un rôle constructif dans la restructuration et le contrôle des entreprises. Leur aptitude à exercer une meilleure surveillance des sociétés s'est trouvée renforcée par la précédente vague de privatisations, où des entreprises d'État avaient été vendues contre des coupons distribués à la population pour une valeur symbolique. Les trois quarts des actions des 1.491 grandes et moyennes entreprises privatisées en 1992 sont regroupées dans des fonds de placement, appartenant pour la plupart à des banques. Ces dernières détiennent ainsi à la fois les dettes et le capital social des sociétés et sont, de ce fait, en position de les surveiller étroitement et d'influencer leur stratégie commerciale.

... et dans la République tchèque et la République slovaque

#### *Difficultés de la réforme du système bancaire*

Les gouvernements ont amélioré l'intermédiation financière et posé les premiers jalons pour intensifier l'octroi de crédits aux petites et moyennes entreprises privées en expansion rapide. Toutefois, le secteur public a lui-même absorbé davantage de crédits, les déficits budgétaires s'étant creusés (tab. p. 59). Lorsqu'elles ont eu le choix entre des emprunteurs privés à risques et des titres d'État garantis, les banques ont opté pour ces derniers. Le développement des compétences des banques en matière de prêt s'en est trouvé retardé et cela a comprimé le volume des crédits disponibles pour le secteur privé, où la rentabilité du capital est sans doute particulièrement élevée dans la phase de transition vers une économie de marché. L'expérience montre l'importance de la maîtrise des déficits budgétaires pour la mise en place d'un secteur bancaire efficace, capable de répondre aux besoins du secteur privé et de relancer l'investissement.

Persistance de difficultés majeures:

absorption du crédit par les déficits budgétaires ...

La recapitalisation des banques aura pour effet d'accentuer les contraintes budgétaires. La création d'une dette publique en remplacement des prêts improductifs est simplement une opération comptable. Les charges d'intérêts pourraient cependant accroître les dépenses et déficits



Évolution des agrégats de crédit et de masse monétaire					
Pays et agrégat	1988	1989	1990	1991	1992
	variation en %, fin d'année				
<b>Bulgarie</b>					
Crédit interne: total	10,7	4,2	25,6	148,0	50
<i>Au secteur non public</i>	6,1	8,0	10,7	112,5	31
Masse monétaire large	10,3	10,5	14,8	124,8	50
<i>Masse monétaire large en termes réels</i>	8,9	4,7	- 7,3	-60,6	-16
<b>Hongrie</b>					
Crédit interne: total	5,4	16,8	11,8	7,1	11
<i>Au secteur non public</i>	5,8	17,2	20,1	0,1	5 <sup>1</sup>
Masse monétaire large	3,0	15,3	28,9	27,7	29
<i>Masse monétaire large en termes réels</i>	-10,3	- 2,4	- 5,9	- 3,4	6
<b>Pologne</b>					
Crédit interne: total	46,8	220,9	193,9	97,5	60
<i>Au secteur non public</i>	38,8	193,7	262,6	62,3	26
Masse monétaire large	63,9	526,3	155,5	44,4	58
<i>Masse monétaire large en termes réels</i>	- 3,4	-15,3	-26,9	-10,0	9
<b>Roumanie</b>					
Crédit interne: total	- 1,2	9,3	22,7	116,5	33
<i>Au secteur non public</i>	5,1	- 0,3	-15,6 <sup>2</sup>	101,1	39
Masse monétaire large	10,2	6,3	22,0	101,2	71
<i>Masse monétaire large en termes réels</i>	7,2	5,5	-13,0	-37,7	-43
<b>Tchécoslovaquie</b>					
Crédit interne: total	7,3	7,6	9,7	18,0	16
<i>Au secteur non public</i>	3,1	- 1,9	1,4	20,3	18
Masse monétaire large	11,5	3,5	0,1	27,3	20
<i>Masse monétaire large en termes réels</i>	10,8	1,9	-15,2	-17,1	8
Le crédit au secteur non public comprend les entreprises d'État, la masse monétaire large équivaut pour l'essentiel à M3 et la masse monétaire large en termes réels est corrigée des prix à la consommation.					
<sup>1</sup> Estimation. <sup>2</sup> Non comparable avec le crédit interne total (rupture dans les séries).					
Sources: FMI et données nationales.					

... coûts de la  
recapitalisation ...

budgétaires de quelque 2% du PIB dans les pays les plus avancés. Le risque de voir l'expansion de la dette de l'État devenir incontrôlable a amené les gouvernements à rechercher d'autres sources de recettes pour financer le programme de recapitalisation. La Hongrie a affecté à cette fin une partie des revenus des futures privatisations et la Pologne a sollicité l'assistance de donateurs étrangers pour compléter les ressources budgétaires.

... rythme de  
resserrement  
des contraintes  
budgétaires ...

Les gouvernements sont conscients de l'importance du durcissement des contraintes budgétaires des entreprises. Le problème est de trouver le bon rythme. Le danger de procéder lentement est que les incitations ne changent pas, du fait que le secteur privé mettra en doute la détermination du gouvernement. À l'inverse, un durcissement rapide des contraintes peut ne pas être crédible, car la vive poussée du chômage amènerait à s'interroger sur son caractère politiquement supportable. Une telle démarche serait également inefficace, dans la mesure où les entreprises ont besoin de temps pour renforcer leur stock de capital et reconvertir leurs salariés.

Les pays les plus avancés se sont efforcés de doser ces considérations en resserrant les contraintes budgétaires tout en autorisant les banques à continuer de prêter à des entreprises insolvable pour capitaliser les intérêts et financer les dépenses de fonctionnement. Un des défis consiste à présent à libérer les banques de cette obligation. Un autre sera d'améliorer leur gestion interne en réduisant le contrôle de l'État par le biais d'une privatisation au moins partielle. Ce n'est qu'à ce moment-là qu'elles seront à même d'exercer un contrôle rigoureux sur les sociétés et d'intensifier leurs prêts à des entreprises rentables.

... et privatisation bancaire

## Évolutions récentes dans les pays en développement et les NEI

La croissance dans les pays en développement et les NEI s'est accélérée à près de 5% en 1992 (tab. p. 61), le redressement de l'activité en Asie et au Moyen-Orient compensant largement un certain affaiblissement en Afrique et en Amérique latine. Le rythme moyen de l'inflation est monté à plus de 100%, presque entièrement toutefois du fait de l'évolution au Brésil. La majorité des autres pays d'Amérique latine sont parvenus à freiner la hausse des prix, et l'Asie comme le Moyen-Orient ont amélioré leurs résultats dans ce domaine. Les déséquilibres des paiements courants (tab. p. 64) se sont élargis dans la plupart des régions. En Amérique latine, l'envolée des importations, conjuguée à une nouvelle détérioration des termes de l'échange (tab. p. 66), a entraîné l'apparition d'un déficit notable de la balance commerciale et, compte tenu de paiements d'intérêts en grande partie inchangés, le déficit des transactions courantes s'est creusé à \$33 milliards. Des tendances moins prononcées, mais dans l'ensemble similaires, ont été observées en Afrique et en Asie, tandis qu'au Moyen-Orient l'expansion du volume net d'exportations contribuait à stabiliser l'excédent commercial. Le recul du déficit des paiements courants au Moyen-Orient s'explique principalement par la baisse des transferts, qui, en raison du conflit du Golfe, s'étaient élevés à près de \$25 milliards en 1991. Globalement, le volume des exportations a progressé de 8½% sous l'effet d'une intensification des échanges intra-régionaux, surtout en Asie du Sud-Est du fait de l'influence de la Chine, mais aussi en Amérique latine. Cependant, l'expansion des importations a encore été plus forte, reflet du dynamisme de la demande intérieure, par rapport à celle des pays industriels. En conséquence, l'amélioration du solde net des transferts a été plus ou moins annulée par la détérioration essentiellement conjoncturelle de la balance commerciale.

Raffermissement de la croissance, ralentissement de l'inflation, mais élargissement du déséquilibre extérieur

### NEI

Après plusieurs années d'expansion rapide et continue, la croissance s'est ralentie dans les NEI l'an dernier. Ce fléchissement a été particulièrement net en *Corée du Sud*, où la demande intérieure s'est progressivement affaiblie sous l'effet d'un resserrement de la politique économique (restrictions des permis de construire et des crédits aux entreprises notamment), en vue de freiner la montée des tensions inflationnistes. Le volume des investissements privés fixes s'est de fait contracté, après une progression moyenne

Ralentissement marqué en Corée du Sud ...



supérieure à 16% durant la période 1985–91. En raison de l'essoufflement de la demande intérieure et d'une croissance globalement inchangée des ventes à l'étranger, le volume net des exportations a représenté un tiers environ de l'expansion totale du PIB et explique l'amélioration des paiements courants. De même, l'augmentation des prix s'est ralentie suite à l'atténuation des pressions liées à une demande excédentaire, tandis que la hausse des salaires nominaux restait relativement soutenue jusqu'en fin d'année, nonobstant la politique de modération salariale du gouvernement. Néanmoins, la position concurrentielle des entreprises sud-coréennes, qui s'était sensiblement dégradée au cours des dernières années quatre-vingt, s'est moyennement améliorée, du fait de la dépréciation du cours de change effectif nominal. Le nouveau gouvernement a récemment présenté un programme de relance de l'économie qui prévoit d'abandonner la politique monétaire rigoureuse et de contenir, si possible, le risque d'une poussée inflationniste au moyen d'un gel partiel des salaires et des prix.

Croissance du PIB et inflation dans les pays en développement et les NEI								
Pays et groupe de pays	PIB réel				Prix à la consommation			
	1984–89 moyenne	1990	1991	1992	1984–89 moyenne	1990	1991	1992
	variation en %							
Afrique	3,1	1,7	1,6	1,1	17,2	17,0	32,0	40,0
Afrique du Sud	1,5	–0,5	–0,4	–2,0	15,7	14,4	15,3	14,5
Nigeria	5,8	8,2	4,5	3,6	24,0	7,4	13,0	45,0
Pays subsahariens	2,8	0,9	0,5	0,4	20,5	26,0	65,0	73,0
Moyen-Orient	–0,5	5,5	2,1	6,0	11,6	7,5	13,0	12,5
Égypte <sup>1</sup>	6,9	2,6	2,3	0,7	18,8	16,8	19,8	13,6
Iran <sup>2</sup>	–4,1	11,7	8,1	6,5	20,2	7,6	17,1	25,0
Asie	7,1	5,8	5,2	6,9	8,3	7,5	8,5	7,5
Chine	9,2	4,8	7,7	12,8	12,8	2,1	3,0	6,5
Inde <sup>1</sup>	6,1	5,5	1,2	4,2	7,7	9,0	13,9	11,8
Indonésie	5,3	7,1	6,6	5,9	6,8	7,5	9,2	7,5
Malaysia	4,5	9,8	8,7	8,0	1,3	2,6	4,3	4,7
Philippines	2,2	2,7	–0,7	0,0	9,5	14,1	18,7	9,0
Thaïlande	8,6	10,0	8,2	7,4	3,2	5,9	5,7	4,0
NEI	8,6	6,8	7,1	5,3	3,3	7,0	7,6	6,0
Amérique latine	2,4	0,7	2,9	2,3	266,0	1.568	193,0	355,0
Argentine	–1,3	0,0	8,9	8,7	444,5	2.314	171,7	25,0
Brésil	4,5	–4,0	0,9	–0,9	391,5	3.118	428,0	982,0
Chili	6,2	2,1	6,0	10,4	20,5	26,0	21,8	15,5
Mexique	1,0	4,4	3,6	2,6	77,3	26,7	22,7	15,5
Pérou	–0,5	–4,4	2,6	–2,7	371,5	7.482	409,5	73,5
Venezuela	2,0	6,9	10,4	7,3	30,5	40,8	34,2	31,5
Ensemble des pays <sup>3</sup>	3,7	3,7	3,5	4,6	86,0	469,0	67,0	115,0

<sup>1</sup> Année budgétaire. <sup>2</sup> Année commençant le 21 mars. <sup>3</sup> Moyenne pondérée, établie sur la base du PIB et des cours de change de 1984–86.

Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale; ONU, Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes; données nationales.

L'évolution moins dynamique de la *Chine de Taipei* s'explique essentiellement par l'appréciation de la monnaie en termes réels, due surtout à une croissance relativement forte des salaires, et par l'anémie des principaux marchés d'exportation et de l'investissement privé, tandis que la demande intérieure a été soutenue par d'importants investissements d'infrastructure. À *Singapour*, l'activité est demeurée ténue au premier semestre, alors que le second a connu un brusque retournement en raison du boum mondial de la demande d'ordinateurs personnels. *Hong Kong*, en particulier, a tiré parti de l'expansion vigoureuse en Chine (voir ci-après), et la vive poussée des exportations nettes a porté la croissance de la production totale à 5%, taux le plus élevé en quatre ans. Après sept années d'excédents, le budget de Hong Kong prévoit un déficit pour 1993 du fait, principalement, de la hausse des investissements d'infrastructure.

... et modération dans les autres NEI, à l'exception de Hong Kong

#### *Autres pays en développement*

En *Afrique*, la croissance moyenne de la production est tombée à seulement 1% l'an dernier. Une grave sécheresse a affecté l'agriculture dans des parties importantes du continent, et les troubles politiques observés dans plusieurs pays ont amplifié cette évolution défavorable. Les termes de l'échange se sont détériorés de plus de 5% et certains pays aux premiers stades des réformes structurelles ont enregistré un ralentissement de l'expansion de la production. Au *Nigeria* (20% de la production globale), le PIB en volume a progressé de 3½%. Toutefois, l'envolée de l'inflation – reflétant une dévaluation de 50% de la monnaie, un écart grandissant entre le cours de change officiel et celui du marché «parallèle» et un doublement de l'expansion du crédit – conjuguée à une aggravation du déficit budgétaire et à l'augmentation des arriérés d'intérêts sur une dette extérieure qui dépasse à présent 100% du PIB donnent à penser que les problèmes fondamentaux n'ont pas été résolus. À l'inverse, la *Tunisie*, qui paraît avoir tiré profit d'un programme de réformes rigoureuses, affiche un taux de croissance de 8½%. L'*Afrique du Sud*, qui entre également pour 20% dans le PIB du continent, a vu sa production baisser pour la troisième année consécutive. Lors de la présentation du budget pour 1993–94, le gouvernement a proposé en outre un vaste programme d'austérité et de réformes. Afin d'encourager l'investissement et la croissance et de faire reculer la pauvreté, ce plan requiert une forte compression des dépenses publiques et une réorientation de la fiscalité sur les entreprises vers les impôts indirects dans le cadre d'un budget équilibré. Par ailleurs, il est prévu de supprimer les contrôles des changes et de limiter la hausse annuelle des salaires à moins de 1% en termes réels, cependant que, durant une période transitoire, diverses mesures de soutien du marché du travail devraient stimuler l'emploi.

Lenteur de la croissance et accentuation de l'inflation en Afrique

Programme de réformes en Afrique du Sud

Au *Moyen-Orient*, la croissance s'est vivement accélérée, cette hausse étant toutefois imputable, pour moitié environ, à la reprise de l'extraction pétrolière au *Koweït* et à la stabilisation de la production en *Irak*, après les fortes baisses enregistrées par ces deux pays en 1990–91. Elle s'est ralentie en *Iran*, en raison de l'essoufflement des réformes et du gonflement des importations. L'*Égypte* a connu un taux d'expansion inférieur à 1%, mais

Reprise au Moyen-Orient...



accompli des progrès dans la lutte contre l'inflation. Malgré des retards pris dans la limitation du déficit budgétaire et dans la réforme de l'économie, les conditions fixées par l'accord de confirmation du FMI ont été remplies, ce qui a permis de comprimer la dette publique.

... et dynamisme  
en Asie

L'expansion de la production s'est également intensifiée en Asie, reflétant le dynamisme des échanges intra-régionaux et la vigueur de la demande intérieure. Les disparités ont toutefois été marquées au sein de la région. Dans les pays où des politiques restrictives ont été mises en place pour contrecarrer la montée des tensions inflationnistes (Indonésie, Malaysia et Thaïlande, par exemple), la croissance a reculé à partir, il est vrai, d'un niveau élevé. Dans le même temps, l'activité s'est sensiblement renforcée en Inde et surtout en Chine, ces deux pays étant entièrement à l'origine de l'accélération globale.

Redressement  
prononcé en  
Inde sous l'effet  
des réformes

L'Inde, qui avait enregistré en 1991 une contraction de son revenu par habitant sous l'effet d'un durcissement de sa politique économique dans le cadre d'une initiative coordonnée visant à empêcher une crise de liquidité, a connu un net redressement. Cette évolution, qui s'explique en partie par des conditions météorologiques plus favorables, résulte néanmoins avant tout des récentes réformes économiques et de la lutte efficace contre l'inflation. Des mesures de réformes supplémentaires, dont la suppression du double système de change et une réduction sensible des taxes à l'importation – en particulier sur les biens d'équipement et les matières premières –, conjuguées à l'accroissement des investissements publics, devraient stimuler davantage encore la demande intérieure cette année et améliorer la position concurrentielle des exportateurs. Un point préoccupant concerne l'aggravation récente du déficit des paiements courants: en effet, les importations ont augmenté rapidement suite à leur libéralisation, tandis que les exportations se ressentaient de l'effondrement de la demande intérieure dans l'ex-Union soviétique. Avec 70% des actifs employés dans l'agriculture, la réussite des réformes et le soutien de la population à leur égard pourraient également être mis en danger par de mauvaises conditions climatiques.

Croissance  
vigoureuse en  
Chine, avec  
d'importantes  
différences  
sectorielles et  
régionales...

En Chine, le PIB en volume s'est accru de près de 13% en 1992 (taux plus de deux fois supérieur aux prévisions), à la faveur du dynamisme des investissements et de l'expansion des ventes à l'étranger. Les chiffres de la production globale masquent cependant de grandes différences sectorielles et régionales. Dans l'agriculture, la croissance a été médiocre, les revenus se trouvant pris en tenaille entre les prix à la production et le renchérissement des matières premières. Dans l'industrie, les deux tiers des entreprises d'État ont accusé des pertes, ce qui continue à mettre en péril le succès des réformes. Les entreprises d'État ne sont pas soumises à une contrainte budgétaire stricte et ont reçu l'an dernier des subventions directes s'élevant à 2% du PIB ainsi que des crédits bancaires pour financer leurs pertes. Outre le fait qu'elles intensifient l'expansion du crédit, ces pertes limitent la marge de manœuvre de la banque centrale pour utiliser l'instrument des taux d'intérêt, puisqu'un relèvement du loyer de l'argent augmenterait davantage le besoin de concours bancaires et de subventions des entreprises d'État. On constate également des différences sensibles d'une région à l'autre, avec un

risque de surchauffe grave dans les zones côtières et, à l'inverse, la persistance d'un développement lent à l'intérieur du pays. Sur le plan du commerce extérieur, l'expansion des importations a été plus forte que celle des exportations, la balance des paiements courants restant toutefois excédentaire. Les entrées de capitaux se sont renforcées et, pour la première fois, les investissements directs en ont constitué la principale composante.

L'inflation s'est accélérée l'an dernier, mais une partie de cette hausse est imputable à la libération des prix intervenue pour plus de 600 produits. La progression considérable de l'épargne des ménages – ressortant, selon certaines estimations, à plus de 25% du PIB – a eu un effet modérateur, et la croissance de 30% de M2 a été due, pour moitié, aux placements à terme et dépôts d'épargne. Néanmoins, des signes de plus en plus manifestes d'accroissement notable des tensions inflationnistes sont apparus au cours de 1992. La monnaie a nettement faibli (voir Chapitre IV) et le déficit public s'est creusé à près de 4% du PIB. Par ailleurs, les prix dans les grandes villes ont augmenté deux fois plus vite que la moyenne nationale, ce qui atteste la lenteur de la réaction de l'offre et l'existence de marchés en partie cloisonnés. Au début de 1993, suite à une nouvelle expansion de la production, l'inflation est montée à 8½% et des mesures ont été prises pour tempérer le boum des investissements.

... et une accentuation des tensions inflationnistes

Le risque croissant de surchauffe mis à part, les résultats de la Chine, depuis l'adoption des réformes, soutiennent favorablement la comparaison avec ceux enregistrés en Europe orientale et surtout en *Mongolie* voisine, un autre ancien pays socialiste. Malgré une aide étrangère s'élevant au total à \$130 par habitant, l'activité économique s'est contractée de près de 20% ces deux dernières années, cependant que la hausse des prix atteignait pratiquement 500%.

En dépit d'une décélération de la production, on a noté en *Amérique latine* de nouveaux et incontestables signes de consolidation des récentes mesures de stabilisation et de réformes structurelles. Si le Mexique et le Venezuela ont enregistré une diminution de la croissance, la détérioration des résultats de la région s'explique principalement par la contraction au Brésil, à Cuba et au Pérou, les mauvaises récoltes imputables aux conditions

Stabilisation en Amérique latine ...

Balance des paiements courants des pays en développement et des NEI									
Groupe de pays	Balance des paiements courants			dont					
				Balance commerciale			Paiements d'intérêts nets		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
en milliards de dollars EU									
Pays en développement	-18,8	-80,3	-75,5	59,7	17,9	-12,5	89,2	84,3	79,6
Afrique	- 2,4	- 3,9	- 7,8	9,1	8,2	2,4	14,4	14,3	14,2
Asie	- 6,5	- 6,6	-21,2	-8,1	-10,4	-18,4	21,6	22,6	22,3
NEI	14,4	9,3	7,8	7,5	3,0	1,9	4,3	4,0	4,2
Moyen-Orient	- 3,1	-51,4	-13,1	32,2	10,3	10,0	14,4	11,8	11,4
Amérique latine	- 6,8	-18,4	-33,4	26,6	9,9	- 6,5	38,8	35,6	31,7

Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.



climatiques défavorables et la progression relativement lente des ventes à l'étranger. En outre, les importations se sont fortement accrues et les termes de l'échange dégradés, ce qui porte à plus de 20% leur baisse cumulée depuis 1984.

... avec, en corollaire, un ralentissement sensible de la hausse des prix ...

La réussite la plus probante des politiques de stabilisation a été la décélération marquée du rythme de l'inflation, sauf au Brésil. Fin 1992, la moitié des pays de la région enregistraient des hausses de prix égales ou inférieures à 15%. Quoique cette évolution s'explique par l'adoption de différentes mesures, les progrès ont été surtout sensibles dans trois pays – Argentine, Pérou et Nicaragua – qui, il y a quelques années à peine, souffraient d'hyperinflation. L'assainissement budgétaire et les politiques monétaires restrictives ont contribué de manière significative à l'amélioration de la tendance sur les prix. Dans plusieurs pays dont la monnaie s'est appréciée, les contraintes sévères affectant l'évolution des prix dans les secteurs soumis à la concurrence internationale ont également exercé un effet modérateur. En revanche, à l'instar des pays industriels, l'inflation est demeurée relativement élevée dans les secteurs non exposés à la concurrence et la modification consécutive des prix relatifs a concouru à la détérioration du solde extérieur.

... mais un élargissement des déséquilibres extérieurs

L'élargissement persistant des déficits courants en Amérique latine est préoccupant. Sous l'effet d'une nouvelle envolée des importations et de la dégradation susmentionnée des termes de l'échange, la balance commerciale est passée d'un excédent à un déficit et les paiements courants ont enregistré leur solde négatif le plus important depuis 1982. Les entrées de capitaux ont permis à la plupart des pays de renforcer leurs réserves de change et de financer les importations. Les flux d'investissements directs ont poursuivi leur expansion, ce qui témoigne d'une confiance accrue des investisseurs étrangers dans les politiques appliquées. Toutefois, une forte proportion de l'apport total était à court terme, les capitaux étant attirés par des taux d'intérêt réels élevés et le boum des marchés boursiers.

Principale exception: le Brésil

La dérive du *Brésil* par rapport à l'évolution plus positive du reste de l'Amérique latine s'est encore accentuée l'an dernier, le rythme de l'inflation s'accéléralant en présence d'une aggravation de la récession. Après une reprise modérée au premier semestre, due en partie au déblocage d'actifs financiers gelés lors d'un programme de stabilisation antérieur, la production a diminué au second sous l'effet d'incertitudes politiques croissantes. La dépréciation de la monnaie et l'amplification du déficit budgétaire sont en partie à l'origine d'un rythme d'inflation mensuel de 20–25%, cependant que la politique monétaire restait restrictive, ce qui a engendré des taux d'intérêt réels élevés et d'importantes entrées de capitaux. Contrairement à la plupart des autres pays de la région, le Brésil a connu un redressement de sa balance extérieure, en raison de la faiblesse de la demande intérieure et d'une amélioration de la compétitivité vis-à-vis de ses partenaires commerciaux d'Amérique latine, la croissance relativement forte des salaires étant largement compensée par la dévalorisation de la monnaie.

Les politiques de stabilisation adoptées par l'Argentine en 1990 ont poursuivi leur consolidation l'an dernier, avec en corollaire un taux

Indicateurs du commerce extérieur des pays en développement et des NEI				
Groupe de pays	Période	Exportations en volume	Importations en volume	Termes de l'échange
		variation en %, moyenne annuelle		
Pays en développement	1985-90	8,5	6,3	- 2,4
	1991	7,6	9,1	- 3,7
	1992	8,5	10,5	- 1,6
Afrique	1985-90	3,7	0,3	- 4,8
	1991	1,7	-3,0	- 5,5
	1992	1,4	3,3	- 5,5
Asie	1985-90	11,6	11,5	0,7
	1991	11,3	11,2	- 0,3
	1992	11,1	11,9	- 0,4
NEI	1985-90	11,6	16,5	3,2
	1991	11,8	14,4	0,4
	1992	10,7	12,1	- 0,4
Moyen-Orient	1985-90	7,3	-1,3	- 7,0
	1991	3,0	3,6	-11,6
	1992	6,9	3,6	- 3,9
Amérique latine	1985-90	4,3	4,7	- 2,8
	1991	4,2	16,5	- 4,0
	1992	4,3	17,9	- 0,6
Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.				

d'inflation ramené à 18% fin 1992, chiffre le plus bas depuis plus de vingt ans. En dépit d'un certain ralentissement au second semestre, le PIB en volume s'est gonflé de 8¾%. Les investissements fixes ont progressé de quelque 35% et la consommation a été soutenue malgré la stagnation des salaires réels. Conséquence d'une politique s'appuyant sur un cours de change fixe par rapport au dollar EU comme principal instrument de lutte contre l'inflation, les ventes à l'étranger ont régressé en 1992, tandis que les importations ont quasiment doublé, entraînant une détérioration significative de la balance commerciale. Contrairement aux années antérieures, où les déséquilibres extérieurs étaient surtout imputables aux déficits budgétaires, le solde négatif a été, l'an dernier, la contrepartie du déficit financier du secteur privé, le budget de l'État étant excédentaire.

Le Mexique et le Chili, qui ont été parmi les premiers pays de la région à adopter des politiques de stabilisation et d'ajustement, ont tous deux ramené l'inflation autour de 15%, mais ont, pour le reste, évolué de façon très différente. Stimulée par la consommation des ménages et les investissements fixes privés, la demande intérieure finale a progressé de 7% au Mexique. Toutefois, l'expansion de la production n'a été que d'environ 2½% en raison du déstockage, de la faible demande d'exportations et d'une nouvelle détérioration de la compétitivité. Le déficit des paiements courants est ressorti à plus de 7% du PIB; à ce niveau, les ventes à l'étranger devraient augmenter près de deux fois plus vite que les achats si l'on voulait simplement éviter une

Poursuite de la consolidation en Argentine

Déficit extérieur important au Mexique...



... et évolution  
favorable au  
Chili

nouvelle aggravation du déficit. Depuis la conclusion du premier accord salaires-prix en 1987, le cours de change effectif réel s'est apprécié de quelque 50% et, afin d'améliorer la compétitivité des entreprises, la banque centrale a amplifié l'an dernier les ajustements journaliers du peso vis-à-vis du dollar EU. Le Chili, à l'inverse, a enregistré une croissance en hausse, à plus de 10%, portant ainsi la progression globale du revenu par habitant à plus de 45% depuis la récession de 1982. Sur la même période, le taux de chômage s'est contracté de 20% à seulement 5%. Les entrées de capitaux ont largement financé le déficit courant et, preuve supplémentaire de la confiance des investisseurs internationaux, ce pays a été le premier en Amérique latine à obtenir une cotation de bonne qualité pour sa dette.

Problème de  
la pauvreté

Le Chili a aussi été l'un des premiers pays d'Amérique latine à prendre des mesures pour soulager la situation précaire des groupes de population au revenu le plus faible. Malgré les progrès récents, près d'un tiers de la population vit toujours en état de pauvreté et, l'an dernier, les dépenses sociales dans leur définition large se sont élevées aux deux tiers du total des décaissements de l'État. Ailleurs en Amérique latine, la situation des pauvres est encore plus sombre, la moitié des ménages environ disposant de revenus inférieurs au seuil de pauvreté et près d'un quart vivant dans des conditions qualifiées d'«extrême pauvreté». Les inégalités de revenu sont également prononcées dans d'autres parties du monde en développement, encore que, dans plusieurs pays asiatiques, une croissance dynamique se soit accompagnée d'un partage plus équitable des gains. Par conséquent, outre le renforcement de la balance extérieure, la consolidation des progrès récents en Amérique latine pourrait bien dépendre de l'adoption de politiques destinées à réduire les inégalités de revenu et à accroître le niveau de vie des pauvres.

### Répartition du revenu mondial et croissance économique à moyen terme

Les évolutions très divergentes enregistrées l'an dernier d'une région à l'autre en matière de croissance s'inscrivent dans le droit fil d'une tendance observée pendant les années quatre-vingt: forte expansion en Asie, contrastant avec une croissance faible et une baisse des revenus par habitant en Afrique et Amérique latine. Étant donné qu'en Afrique et en Amérique latine la progression des revenus a également été sensiblement moindre que dans les pays industriels et que la plupart des pays aux niveaux de revenu par habitant extrêmement bas sont concentrés en Afrique, cette situation soulève deux questions: premièrement, dans quelle mesure la répartition du revenu mondial est-elle devenue plus inégale et, deuxièmement, comment peut-on expliquer les différences de croissance marquées d'un pays à l'autre?

#### *Évolution de la répartition du revenu mondial*

Le tableau de la page 68 présente la répartition du revenu mondial. Comme le montre la colonne a, les 20% de la population mondiale aux revenus par

habitant les plus bas n'ont reçu en 1960 que 5% du revenu mondial et leur part a depuis régulièrement baissé. Après un gain modéré durant les années soixante, la part des 20% disposant des revenus par habitant les plus élevés (uniquement des pays industriels) a aussi diminué au fil du temps, mais se situait encore à près de 63% en 1990. Le seul groupe de population à enregistrer une progression est le troisième quintile (40–60%), qui a pratiquement doublé sa part sur les deux dernières décennies.

Évolution de la répartition du revenu mondial ...

Cette amélioration est entièrement imputable aux résultats exceptionnels de la Chine, qui représente près de 20% de la population mondiale et occupe la totalité du troisième quintile. La hausse du revenu par habitant en Chine s'est élevée en moyenne à pratiquement 7% par an depuis l'amorce des réformes économiques en 1977–78, contre seulement 1½% antérieurement. Si l'on exclut la Chine (colonne b), l'accentuation de l'inégalité est patente, les pays les plus riches progressant par rapport à tous les autres groupes, surtout celui des 20% les plus pauvres.

... et importance de la Chine

L'aggravation de l'inégalité ressort également de l'évolution des revenus par région du tableau de la page 69. La position relative de l'Afrique, qui englobe la plupart des pays compris dans le premier quintile du tableau précédent, s'est constamment détériorée, cependant que celle de l'Amérique latine, après une période de stabilité relative jusqu'en 1980, a fortement chuté au cours de la décennie qui a suivi. À l'inverse, l'Asie a enregistré un gain indéniable, notamment dans les années quatre-vingt, la croissance des revenus diminuant beaucoup moins que dans d'autres régions. Outre le développement exceptionnel de la Chine, l'amélioration de la situation en Asie a été influencée par les quatre NEI, qui, en 1990, avaient atteint un niveau de revenu par habitant inférieur de 17% seulement à celui des pays industriels.

Tendances par région

Répartition du revenu mondial par groupe de population												
Groupe de population	Pourcentage du revenu mondial perçu par chaque quintile de la population colonne a: Chine comprise; colonne b: Chine non comprise										Variation 1960–90 en points de %	
	1960		1969		1979		1987		1990			
	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b
1er quintile	5,0	3,9	4,2	3,3	3,3	2,6	3,4	2,9	3,4	2,9	–1,6	–1,0
2ème quintile	6,2	4,9	5,2	4,0	5,9	3,7	6,1	3,6	6,0	3,7	–0,2	–1,2
3ème quintile	7,3	9,6	6,0	8,8	7,0	9,3	10,6	8,8	11,5	8,4	4,2	–1,2
4ème quintile	17,9	23,3	18,5	24,8	18,9	25,8	17,1	22,0	16,3	20,4	–1,6	–2,9
5ème quintile	63,7	58,3	66,1	59,1	64,9	58,6	62,7	62,7	62,8	64,6	–0,9	6,3
Pour mémoire:	ratio										5,8	7,4
20% les plus riches/20% les plus pauvres	12,7	14,9	15,7	17,9	19,7	22,5	18,4	21,6	18,5	22,3		
20% les plus riches/80% les plus pauvres	1,8	1,4	1,9	1,4	1,8	1,4	1,7	1,7	1,7	1,8		
Les calculs sont établis à partir de moyennes par pays et ne prennent pas en compte les différences de revenu au sein des pays.												
Sources: Summers, R. and Heston, A. (1991): «The Penn World Table (Mark 5): an expanded set of international comparisons, 1950–88», Quarterly Journal of Economics, pp. 327–348; FMI, Statistiques financières internationales; Banque mondiale, World Tables; estimations BRI.												



Répartition du revenu par région				
Pays	1960	1970	1980	1990
	Revenu par habitant par rapport à la moyenne des pays industriels			
Amérique latine	0,41	0,38	0,40	0,29
Afrique	0,17	0,14	0,14	0,11
Asie	0,25	0,26	0,31	0,35
Chine	0,14	0,12	0,13	0,20
NEI	0,31	0,40	0,59	0,83
Ensemble des pays en développement	0,25	0,24	0,24	0,20
<i>Pour mémoire:</i>	Croissance moyenne du revenu par habitant au cours des dix années se terminant en			
Amérique latine	–	3,0	3,1	–0,8
Afrique	–	2,2	2,0	–0,3
Asie	–	3,5	3,4	2,7
Chine	–	2,2	3,5	6,9
NEI	–	6,3	6,7	5,6
Ensemble des pays en développement	–	2,9	2,4	–0,1
Moyenne annuelle non pondérée par pays, établie sur la base des mêmes sources de données que le tableau précédent, mis à part que les producteurs de pétrole du Moyen-Orient sont exclus.				

### Facteurs de croissance: essai d'analyse

Les développements présentés aux tableaux précédents amènent à s'interroger sur l'hypothèse communément admise selon laquelle les pays pauvres tirent généralement profit de transferts de technologie et d'entrées de capitaux en provenance des pays plus avancés. En fait, le graphique de la page 70 laisse plutôt croire que d'autres conditions doivent être remplies si l'on veut que ces pays bénéficient des retombées de la technologie. Ceux qui ne sont pas dotés de l'infrastructure ou de la main-d'œuvre qualifiée nécessaire pour attirer les investissements étrangers et intégrer les technologies modernes restent prisonniers de la pauvreté.

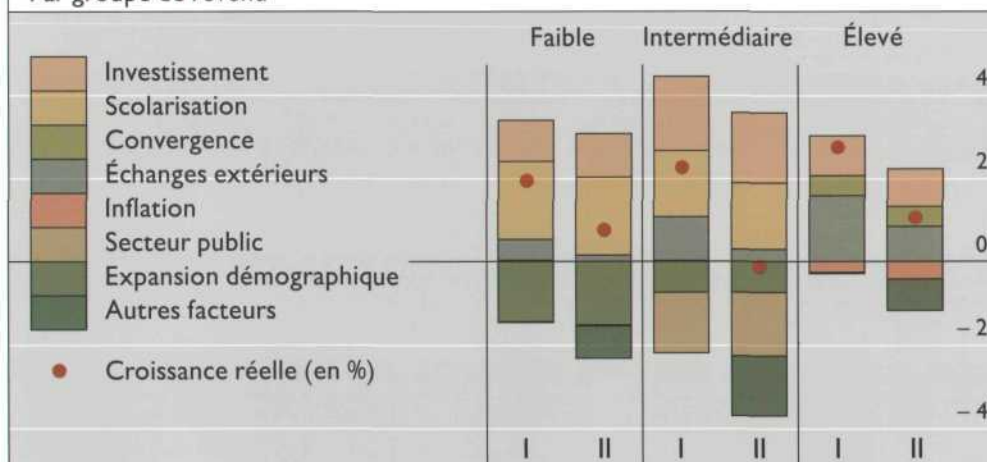
Le graphique est établi sur la base des facteurs qui contribuent à la progression du revenu par habitant; il utilise un cadre analytique global qui comprend des déterminants de croissance généralement reconnus, tels que: ratio investissement/PIB, rythme d'expansion démographique, taux de scolarisation et niveau du revenu par habitant en 1960 par rapport à celui des États-Unis (pour plus de détails, voir la remarque au bas du graphique). Cette dernière variable est également utilisée comme mesure de convergence et a été incorporée à la plupart des études sur la croissance, en partant du principe que les pays qui démarrent avec de faibles niveaux de revenus devraient parvenir à des taux d'expansion plus élevés que ceux qui, au départ, disposent de revenus importants. Ces facteurs fondamentaux de croissance sont complétés par des éléments plus directement liés aux politiques mises en œuvre, notamment le rythme de l'inflation, la part des dépenses publiques dans le PIB et diverses mesures du degré d'ouverture de l'économie.

Facteurs-clés  
de croissance

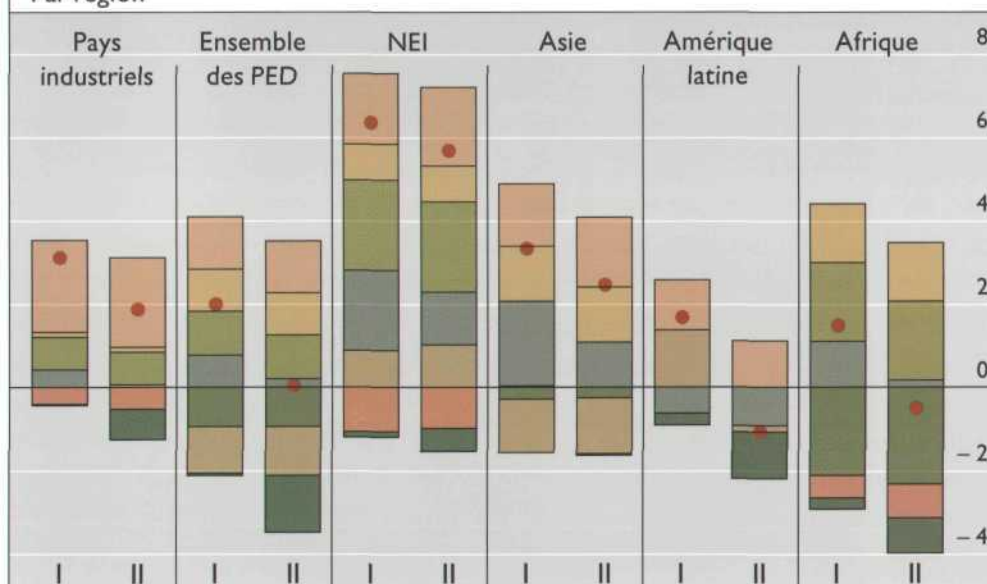
## Évolution du revenu par habitant en fonction des facteurs de croissance

En points de pourcentage pour les périodes 1960–90 (I) et 1980–90 (II) respectivement

Par groupe de revenu



Par région



Ces contributions ont été obtenues en régressant la croissance du PIB par habitant sur les éléments suivants: part de l'investissement dans le PIB, rythme de l'expansion démographique, proportion de la population scolarisée dans les écoles primaires ou secondaires, rapport entre le revenu par habitant en 1960 et celui des États-Unis (convergence), hausse des exportations (ou part des échanges extérieurs dans le PIB), rythme moyen de l'inflation et ratio dépenses publiques/PIB (ou croissance réelle des dépenses publiques); elles ont été calculées à partir de variations moyennes des facteurs de croissance. Les estimations sont établies sur la base des chiffres de parités de pouvoir d'achat pour le revenu par habitant dans 113 pays (88 pays en développement et 25 pays industriels) sur la période 1960–90. Des études récentes de nature similaire ont identifié au total 50 facteurs différents qui ont une incidence significative sur la croissance. Par conséquent, même si les calculs ont été limités à des domaines où existe un large consensus, les résultats restent évidemment quelque peu arbitraires.

Sources: voir tableau de la page 68.

Comme le montre la partie supérieure du graphique, la convergence s'est limitée essentiellement au groupe à haut revenu, composé en quasi-totalité de pays industriels. Dans celui des pays à revenu intermédiaire, qui englobe une grande partie de la région Amérique latine, la convergence



Facteurs de croissance selon les principales tranches de revenus...

semble avoir été tout juste modérée, tandis que la scolarisation et le ratio investissement/PIB ont constitué des facteurs positifs. Dans le même temps, l'évolution au sein de ce groupe s'est ressentie de l'expansion démographique. Une mauvaise affectation des ressources est probablement allée de pair avec un ratio dépenses publiques/PIB élevé. Dans le groupe à revenu faible, dominé par l'Afrique, la convergence paraît avoir été absente, alors que la scolarisation a eu un effet favorable sur la croissance. Toutefois, les résultats relativement médiocres de ce groupe sont dus principalement au fort taux d'expansion démographique, qui pourrait avoir réduit de 1½% annuellement la hausse du revenu par habitant.

... et les groupes de pays

Une autre explication de la croissance dans les pays à revenu faible ou intermédiaire pourrait être que la convergence s'est *effectivement* produite, mais qu'elle a été occultée par les évolutions spécifiques à certains pays dans une région donnée. Cette éventualité est analysée dans la partie inférieure du graphique, qui utilise le même cadre général. Pour l'ensemble des pays en développement, l'expansion moyenne sur la période 1960-90 a été globalement inférieure de plus d'un point de pourcentage à celle des pays industriels, mais cet écart n'est pas dû à un manque de convergence, puisque cet élément a contribué pour plus d'un point à la croissance moyenne. La scolarisation et les échanges extérieurs ont joué un rôle plus significatif que dans les pays industriels, alors que l'apport de la formation de capital fixe était inférieur de moitié. Plus important, le rythme élevé de l'expansion démographique a réduit d'un point entier de pourcentage la hausse du revenu par habitant en abaissant sensiblement le rapport population en âge de travailler/population totale et en provoquant une surutilisation des rares ressources.

Le recul de la croissance dans les pays les moins avancés est dû également à la récession marquée des années quatre-vingt, caractérisée par la stagnation du revenu par habitant. Le ralentissement de l'expansion des exportations en a été une cause importante, mais, pour les pays les moins développés considérés globalement, ce repli est difficile, sinon, à expliquer, car son ampleur a beaucoup varié d'une région à l'autre.

Causes de la forte croissance en Asie

Les pays *asiatiques* ont réussi à maintenir un taux de croissance relativement soutenu pendant les années quatre-vingt et leurs résultats globalement plus positifs sont, semble-t-il, surtout imputables au ratio d'investissement élevé, à l'expansion vigoureuse des ventes à l'étranger et à un fort taux de scolarisation. À l'instar d'autres pays asiatiques, les *NEI* ont accusé une baisse de croissance des exportations, mais ont été en mesure de la compenser partiellement par une intensification des investissements et une limitation de l'inflation. Elles sont également parvenues à obtenir une contribution positive de la part des dépenses publiques, en évitant les déficits budgétaires importants et la mauvaise affectation des ressources qui y est associée. Toutefois, l'élément principal qui explique la meilleure performance des *NEI* a été l'absence de toute incidence défavorable sur le plan démographique ainsi que leur capacité de tirer parti des technologies de pointe, comme l'indique le facteur de convergence, dont la contribution est supérieure à 2 points.

D'amples fluctuations ont caractérisé l'évolution en *Amérique latine*. Dans les années soixante et soixante-dix, ces pays ont été en mesure d'atteindre un taux de croissance supérieur à 3% en moyenne, grâce surtout à la stimulation de la demande intérieure par des politiques de relance budgétaires. La hausse consécutive des importations et l'aggravation des déséquilibres extérieurs ont été financées par des entrées de capitaux qui ont permis de surmonter les effets indésirables d'une forte inflation. Le coût de ces politiques axées sur le très court terme a cependant été payé dans les années quatre-vingt lorsque, du fait de la crise de l'endettement et des mesures d'assainissement prises pour réduire les déficits budgétaires, la contribution du secteur public est devenue négative et que le revenu par habitant s'est contracté de 1%. Autre signe de politiques à court terme et tournées vers l'intérieur, le commerce extérieur a exercé une incidence défavorable, en particulier dans les années quatre-vingt.

Fluctuations et politiques déstabilisatrices en Amérique latine

La lenteur de la croissance en *Afrique* a été due, pour l'essentiel, à l'absence de tout effet d'investissement et à une population en expansion rapide. Ces deux caractéristiques ne sont sans doute pas indépendantes l'une de l'autre. Lorsque le revenu par habitant est faible, le taux d'épargne l'est également et ne suffit pas à financer une augmentation plus soutenue des investissements. Dans le même temps, quand la population s'accroît de près de 3% par an et que la proportion en âge de travailler baisse, il n'est guère possible d'amener le revenu par habitant à un niveau qui entraînera une hausse de l'épargne. Le résultat global a aussi été influencé par la récession des années quatre-vingt, période où la croissance est devenue en moyenne négative, du fait d'une chute prononcée de l'expansion des exportations et d'une accélération de l'inflation. En revanche, une certaine convergence s'est produite, bien qu'à un rythme lent, et la scolarisation a aussi constitué un facteur positif. L'impact global de ces deux éléments a malgré tout été éclipsé par les incidences négatives susmentionnées.

Incidence défavorable de l'expansion démographique en Afrique

En résumé, il semblerait que les conditions préalables les plus importantes pour la croissance économique et la réduction des inégalités entre pays industriels et pays en développement sont une épargne et un investissement élevés, une augmentation vigoureuse des exportations et une main-d'œuvre bien formée. Un rythme d'accroissement rapide de la population crée le risque d'un cercle vicieux de la pauvreté, où la progression du revenu est trop faible pour faire passer le revenu par habitant au-dessus du seuil qui générerait les taux d'épargne et d'investissement requis pour une croissance plus forte et plus durable. Mais, avant tout, la croissance dépend des politiques mises en œuvre. Le niveau d'alphabétisation de la population est tributaire pour beaucoup des ressources affectées à l'éducation. De même, la capacité d'intégrer les technologies de pointe et d'attirer les investissements étrangers est fonction d'une série de conditions institutionnelles et structurelles liées aux politiques en place. Pareillement, l'épargne et l'investissement peuvent être influencés par l'action des autorités au moyen des taux d'intérêt et, en particulier, de l'épargne publique. Les politiques macro-économiques jouent également un rôle-clé, bien qu'il soit difficile d'en mesurer précisément l'incidence. Des mesures d'expansion

Conditions préalables à la croissance et ...

... rôle fondamental des politiques



monétaire et budgétaire peuvent se révéler avantageuses à court terme, mais au risque d'aggraver les déficits budgétaires et extérieurs et d'accélérer l'inflation, avec des effets induits indésirables sur la croissance. À l'inverse, des politiques d'encouragement des investissements et des exportations axées sur le moyen terme offrent de meilleures perspectives pour stimuler la croissance et réduire les inégalités de revenu, tant à l'intérieur des pays qu'entre eux.

## IV. Échanges et paiements internationaux

### Faits saillants

Les événements de l'an dernier ont mis en lumière la dépendance actuelle des économies nationales à l'égard des évolutions extérieures, tant dans la sphère financière que réelle. La part de la production mondiale faisant l'objet d'échanges internationaux est beaucoup plus importante aujourd'hui qu'il y a seulement dix ans. Les mouvements de capitaux ont connu une expansion plus rapide encore et les opérations de portefeuille entre pays dépassent à présent l'ensemble des transactions commerciales dans la plupart des grands pays industriels.

La fin brutale d'une longue période de stabilité des changes en Europe constitue une illustration assez spectaculaire de cette évolution. L'accumulation à moyen terme de modifications significatives des cours de change réels intra-européens avait déjà commencé à influencer sur les balances des paiements courants et le tassement prolongé de la demande d'importations en Allemagne à partir de 1991 est venu en accentuer les effets. La situation est devenue critique à l'automne 1992, lorsque des doutes sur la possibilité de maintenir la configuration de taux de change et de taux d'intérêt ont déclenché d'amples mouvements de capitaux, contraignant cinq pays à renoncer à une relation fixe en matière de change. Trois autres pays ayant également dévalué, les parités ont ainsi subi leurs ajustements les plus importants depuis des années.

La stagnation de la demande d'importations en Europe continentale a pratiquement coïncidé avec une période de ralentissement encore plus marqué au Japon. En dépit d'une forte progression des achats à l'étranger des principaux pays anglo-saxons, dans un contexte d'interruption temporaire de la croissance, les échanges entre pays industriels sont restés globalement peu soutenus. La morosité de la demande, l'accroissement du chômage et des capacités excédentaires dans nombre de secteurs ont contribué à intensifier la concurrence. En outre, l'accentuation des déséquilibres extérieurs du Japon et des États-Unis et l'ampleur du déficit en Europe ont exacerbé les tendances protectionnistes. Dès lors, les conditions macro-économiques n'étaient guère favorables aux négociations multilatérales sur la libéralisation des échanges. Les conflits commerciaux ont pris un tour plus aigu et, en avril 1993, les discussions si souvent différées de l'Uruguay Round n'avaient toujours pas abouti.

Parallèlement, on a pu constater dans plusieurs régions du monde que des politiques axées sur une plus grande intégration à l'économie mondiale portaient leurs fruits. L'Asie en constitue le meilleur exemple puisque la croissance des exportations y est restée soutenue, en dépit de la récession au Japon et de la stagnation ailleurs, les échanges et investissements



intra-zone ayant connu un puissant développement. À cet égard, la poursuite de l'intégration économique rapide de la Chine à d'autres pays d'Asie du Sud-Est s'est de nouveau accompagnée d'un essor de ses échanges avec les nations industrielles.

En Europe orientale, les exportations ont constitué le principal moteur de la croissance. Plusieurs États baltes, qui n'avaient entamé que l'an dernier ce processus d'internationalisation, ont adopté avec succès des mesures spectaculaires destinées à garantir la stabilité de leur nouvelle monnaie nationale; il s'agissait là de la première étape sur la voie d'une réduction de leur forte dépendance vis-à-vis de l'ex-Union soviétique. Par ailleurs, les investissements étrangers, directs notamment, vers certains pays d'Europe orientale se sont accrus. Comme en 1991, l'Amérique latine a également enregistré de substantielles entrées de capitaux en réponse au niveau élevé des taux d'intérêt et aux réformes économiques déjà mises en œuvre par de nombreux pays, qui ont apparemment contribué pour beaucoup à gagner la confiance des investisseurs étrangers et nationaux. Cependant, les résultats à l'exportation ont été moins probants, à cause parfois de taux de change surévalués, et le déficit des paiements courants de l'ensemble de la région a été le plus important depuis 1982.

Face au succès des ajustements dans les autres régions du monde, on ne peut que constater, en revanche, l'incapacité des États issus de l'ex-Union soviétique de mettre sur pied une politique économique internationale. L'absence de stabilité du rouble et l'existence d'écarts sensibles entre prix internes et internationaux ont incité à dissimuler des recettes d'exportations et provoqué d'importantes fuites de capitaux. Peu de progrès ont été accomplis pour promouvoir les échanges commerciaux entre les ex-républiques – politique commerciale, dispositions de change et systèmes de paiement étant tous marqués par une grande confusion et traités le plus souvent au cas par cas. Au début de 1993, cependant, les autorités ont réaffirmé leur volonté de mettre en œuvre des réformes économiques et reçu des promesses de substantielles aides financières extérieures.

## Commerce international

### *Évolution*

Faible croissance  
des échanges  
commerciaux  
dans les pays  
industriels...

Le commerce international a, une nouvelle fois, enregistré une faible croissance, les échanges du monde en développement continuant de s'accroître à un rythme beaucoup plus rapide que ceux des pays industriels. Bien que l'Amérique du Nord ne soit sortie que lentement de la récession, le volume d'importations des États-Unis et du Canada s'est néanmoins inscrit en forte progression. Cependant, en raison du ralentissement marqué de l'activité au Japon et en Europe continentale, l'expansion globale des achats à l'étranger des nations industrielles a été limitée (4% environ, contre 2½% en 1991) et les exportations en volume n'ont augmenté que de 3%.

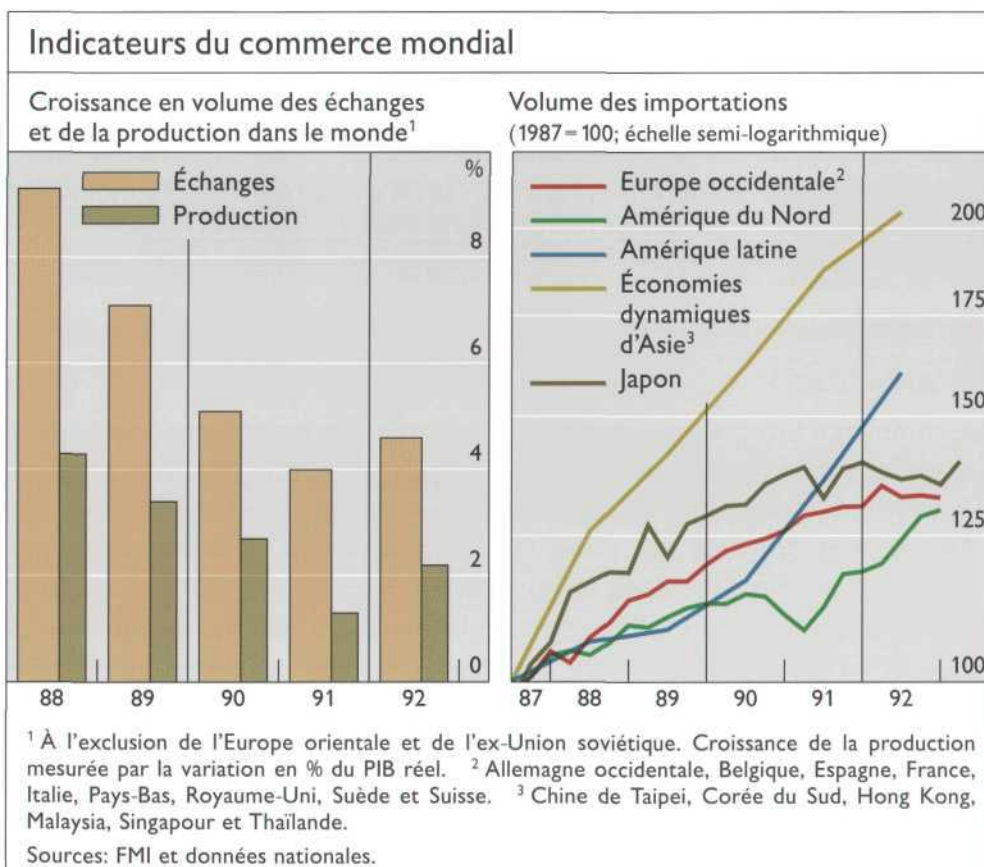
Les nouvelles économies industrialisées d'Asie ont connu une hausse de plus de 12% de leurs importations en volume, alors que leurs exportations progressaient de 11%, et leur poids dans les échanges s'est donc

encore accru; elles exportent désormais autant que le Japon, même si leur production en valeur (mesurée en parités de pouvoir d'achat) est trois fois moins élevée. Les autres pays en développement ont vu leurs importations s'accroître de près de 10% et leurs exportations de 7½%, tandis que la part de marché des économies asiatiques (en particulier Chine, Thaïlande et Malaysia) s'est renforcée. Dans la plupart des pays d'Amérique latine, à l'exception notable du Brésil, la vigueur de la demande intérieure et l'appréciation du taux de change réel se sont traduites par une forte expansion des importations en volume. Celle des exportations ayant été beaucoup plus limitée, le solde négatif des paiements courants de l'ensemble de la région s'est considérablement élargi. Ainsi, le déficit du Mexique a dépassé \$20 milliards; à l'opposé, le Brésil a pu faire état d'un excédent supérieur à \$5 milliards. Par ailleurs, les échanges de l'Europe orientale avec les pays industriels ont continué à se développer en 1992, alors que le commerce extérieur de l'ex-Union soviétique enregistrait une nouvelle contraction.

... mais  
dynamisme  
dans les pays en  
développement

En raison de la relative anémie de l'économie mondiale, les prix en dollars des produits manufacturés n'ont augmenté que de 4%. Après trois années de baisses consécutives, les cours des produits de base hors pétrole se sont stabilisés à de bas niveaux; ceux des denrées agricoles se sont légèrement repris, mais les boissons tropicales ont chuté pour la sixième année de suite. L'existence de capacités excédentaires dans l'industrie lourde a continué de peser sur les métaux et les produits miniers. Globalement, les cours réels des produits de base non pétroliers (corrigés des prix à l'exportation des biens manufacturés) ont cédé 22% depuis 1989. La production

Cours mondiaux





mondiale de pétrole s'est un peu accrue, un important recul en Russie ayant été compensé par une hausse au Moyen-Orient, notamment au Koweït; en raison de la faiblesse de la demande, le cours moyen du pétrole est resté pratiquement stable, malgré une remontée temporaire en milieu d'année. De ce fait, les termes de l'échange des pays industriels se sont améliorés de près de 2%, alors que ceux des pays en développement se détérioraient pour la seconde année consécutive.

#### Services

Au cours des quinze dernières années, les échanges de transferts et services ont nettement progressé. Selon les calculs du GATT, depuis 1980 les services de nature commerciale – essentiellement voyages, transports, communications et prestations techniques et professionnelles – se développent beaucoup plus rapidement que les échanges de marchandises. L'an passé, la valeur en dollars des services à caractère commercial s'est accrue de 8%, contre 5½% pour les marchandises; ils représentent désormais près de 21% des exportations totales, soit 4 points de plus qu'en 1980.

#### *Politiques commerciales*

L'année 1992 n'a pas été faste pour le système multilatéral d'échanges. Le nombre inhabituellement élevé d'arrangements régionaux négociés ou mis en œuvre comportait inévitablement des éléments de discrimination. Plus préoccupant peut-être est le fait que les accords bilatéraux ad hoc semblent avoir gagné en importance; dans le même temps, les négociations de l'Uruguay Round ont traîné en longueur et l'on a assisté à une recrudescence des conflits commerciaux entre les principaux pays industriels.

#### Les accords régionaux ...

Le programme du marché unique de la Communauté européenne a été appliqué dans ses grandes lignes au début de 1993, ce qui s'est traduit par un très net renforcement de la concurrence au sein de cette zone. Dans maints domaines, cependant, plusieurs Directives de la CE nécessaires pour donner toute sa mesure à ce programme doivent encore être approuvées; de plus, même lorsque de telles directives existent, certains pays n'ont pas encore adopté les dispositions législatives permettant leur mise en œuvre. Par ailleurs, le Canada, les États-Unis et le Mexique ont conclu en août un projet d'accord de libre-échange nord-américain (ALENA); si ce texte est ratifié dans sa forme actuelle, il devrait donner un puissant élan au commerce intra-régional entre les pays signataires. En outre, le GATT a reçu notification d'accords commerciaux bilatéraux de portée moins vaste, beaucoup plus nombreux qu'en 1991. Cette évolution s'explique, en partie, par un désir d'ouverture de la part de pays en développement qui étaient auparavant extrêmement protectionnistes.

#### ... risquent de comporter des discriminations ...

Tout accord commercial régional comporte presque inévitablement, cependant, un risque de discrimination à l'encontre de producteurs plus performants dans le reste du monde, et certains aspects des récents accords incitent à la vigilance. L'inclusion de l'article 115 du Traité de Rome dans l'accord de Maastricht laisse à chaque pays de la CE la possibilité de prendre, sous réserve de l'accord de la Commission, des mesures de protection ponctuelles contre les importations de pays tiers, d'où le risque que ce marché unique entre membres de la CE ne soit pas toujours aussi ouvert

pour les autres pays. Parallèlement, bien que l'ALENA ait été soigneusement conçu pour être compatible avec les règles du GATT, le principe du pays d'origine, qui conditionne l'application d'un traitement préférentiel, y est posé de façon plus stricte que ce n'était le cas jusque-là. En outre, la proportion requise de composantes locales pour les automobiles sera portée de 50% à 62,5%, ce qui incitera les constructeurs hors Amérique du Nord à produire davantage au sein de la zone et à réduire leurs exportations nationales, même si leur coût de production y est moindre.

L'importance croissante des négociations bilatérales, au détriment des accords multilatéraux, a encore été démontrée l'an dernier; en outre, ces négociations ont été parfois assorties de menaces de sanctions. Un accord bilatéral octroyant apparemment aux fabricants américains de semi-conducteurs 20% du marché nippon d'ici la fin de 1992 a finalement pu être appliqué, grâce uniquement à un sursaut d'énergie au quatrième trimestre. Un arrangement semblable a été conclu afin d'accroître les importations japonaises de pièces détachées automobiles de fabrication américaine d'ici le milieu des années quatre-vingt-dix. L'accord CEE/Japon sur la poursuite de l'application de mesures «transitoires» de contingentement des exportations d'automobiles japonaises vers l'Europe jusqu'à la fin de la décennie s'est effectivement traduit par le maintien d'obstacles, fort divers d'un pays à l'autre. En outre, le conflit opposant les États-Unis à la Communauté européenne au sujet des soumissions publiques a atteint son point culminant au début de 1993, avec une menace de sanctions de la part des États-Unis. Le différend le plus important par son étendue a été provoqué par la surproduction mondiale d'acier, qui a suscité une vague de demandes de protection de presque tous les pays producteurs. Au cours des quelque douze derniers mois, l'Europe, les États-Unis, le Canada, le Japon, la Chine de Taipei et le Mexique ont tous imposé des restrictions aux importations d'acier ou de produits dérivés, leurs propres exportations se trouvant elles-mêmes bloquées par les entraves appliquées à l'étranger.

Les négociations menées dans le cadre de l'Uruguay Round ont traîné plus de deux ans au-delà de la date initialement prévue pour leur conclusion. Néanmoins, on avait suffisamment progressé sur la voie d'un accord provisoire pour permettre de présenter un projet d'Acte final à la fin de 1991. Ce texte annonçait la réorganisation du système multilatéral d'échanges la plus ambitieuse jamais tentée depuis les débuts du GATT, puisqu'elle concernait quelque vingt-huit accords portant sur quinze domaines différents.

Lors des pourparlers qui ont suivi, les pressions qui se sont exercées pour défendre les intérêts acquis ont toutefois empêché la conclusion d'un accord définitif. Les divergences entre pays industriels sur la politique agricole se sont révélées largement inconciliables. Même si nombre de questions impliquant d'autres pays sont restées sans réponse (par exemple, les restrictions quantitatives du Japon sur les importations agricoles), le désaccord entre la Communauté européenne et les États-Unis sur les aides aux exportations agricoles et aux prix internes a été l'un des points les plus

... tout comme  
les accords  
bilatéraux

Uruguay Round  
retardé

Conflits relatifs  
aux échanges de  
produits agricoles



sensibles. Les négociations ont achoppé sur les exportations d'oléagineux de la CE, c'est-à-dire l'une des rares catégories de produits agricoles déjà prises en compte par le GATT et pour laquelle les États-Unis avaient obtenu de cette instance deux décisions de groupes spéciaux condamnant les pratiques de la CE. Au début de novembre 1992, les États-Unis réagissaient à une rupture des négociations bilatérales en cherchant à obtenir du GATT l'autorisation d'imposer des droits de douane prohibitifs sur des produits d'une valeur de \$1 milliard en provenance de la CE. Cette menace n'a pu être éludée que grâce à la reprise de négociations ayant permis d'aboutir à un arrangement États-Unis/CE sur la question des oléagineux, auquel la France refusa cependant de s'associer. Quoi qu'il en soit, la poursuite des négociations multilatérales sur l'ensemble des dossiers à traiter n'avait toujours débouché, début mai 1993, sur aucun accord définitif au sein du GATT.

Avantages du  
multilatéralisme

L'absence de conclusion satisfaisante à l'Uruguay Round laisse mal augurer de l'avenir du multilatéralisme. L'importance du système du GATT sur un plan pratique est absolument indéniable puisque c'est lui qui donne son contenu spécifique à la notion d'accords multilatéraux. Les engagements pris par les gouvernements sous son égide contribuent à créer un environnement stable pour les échanges commerciaux, tout en renforçant la concurrence et en encourageant l'investissement. Les conflits commerciaux peuvent également être désamorcés par ce biais. La nécessité d'améliorer l'accès des exportateurs aux différents marchés incite à réduire les obstacles aux importations, ce dont bénéficie le consommateur. Étant donné que les concessions faites à un pays doivent normalement être étendues à l'ensemble des participants au GATT (en vertu de la clause de la nation la plus favorisée), les intérêts des petits pays sont beaucoup mieux protégés que dans un cadre bilatéral. C'est la raison pour laquelle tant de pays ont rejoint récemment cette structure ou cherchent activement à y adhérer. Il serait regrettable que des accords de portée véritablement mondiale conclus dans le cadre du GATT soient ternis par une intensification d'arrangements bilatéraux entre pays industriels.

## Évolution des paiements courants des pays industriels

### *Forces sous-jacentes*

Forte position  
concurrentielle  
des États-Unis ...

Pour la première fois en cinq ans, le déficit des paiements courants des États-Unis s'est creusé, sous l'effet conjugué de la reprise de la demande intérieure après trois années de faible augmentation et de l'aggravation du recul de l'activité dans le reste du monde industriel. Néanmoins, le déficit est resté proportionnellement bien moins élevé, avec 1% environ du PNB, qu'à la fin des années quatre-vingt, grâce surtout au maintien d'une forte position concurrentielle. Sur la base des trois mesures des cours de change effectifs réels présentées dans le graphique de la page 81, il apparaît clairement que la dépréciation du dollar en termes nominaux entre 1985 et 1987 s'est traduite par une amélioration soutenue de la compétitivité. La hausse des salaires est demeurée relativement modeste et le cours nominal effectif du dollar, tout en fluctuant, n'a montré aucune nouvelle tendance à la

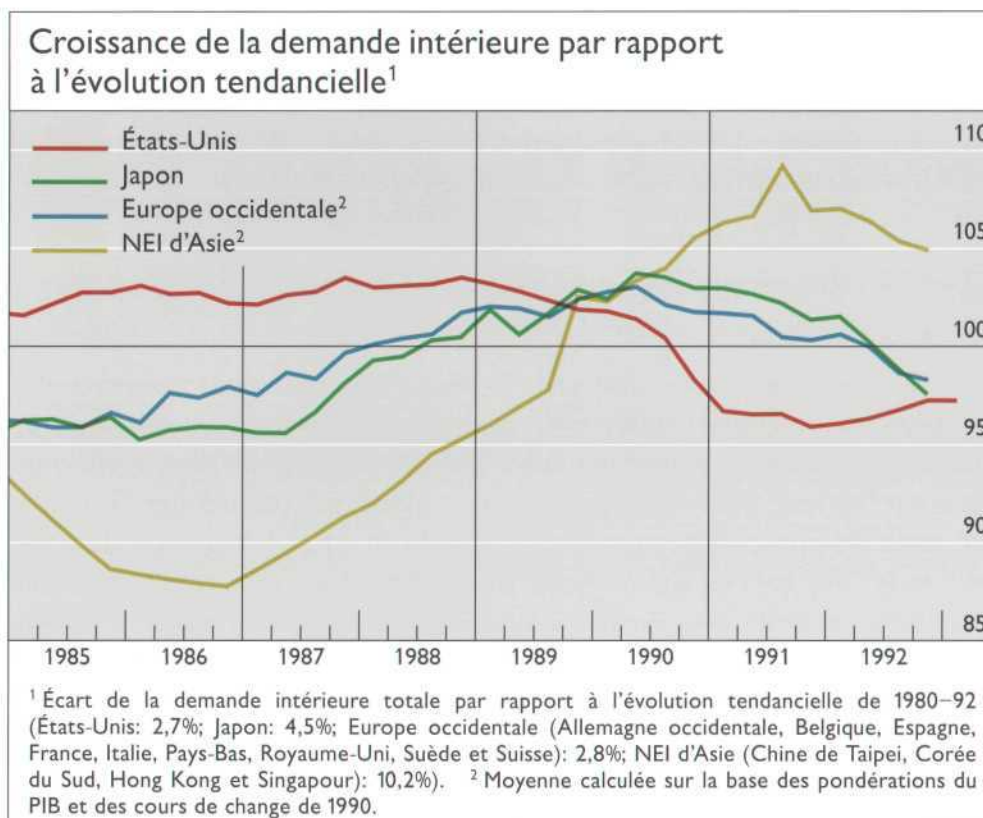
dépréciation après 1987. En résumé, une modification de sa valeur nominale a entraîné un changement durable en termes réels sans relancer l'inflation.

Le ralentissement prononcé de la demande intérieure au Japon l'an dernier a porté l'excédent au-dessus de \$117 milliards (soit plus de 3% du PNB) ce qui, exprimé en dollars, constitue un record. Pour sa part, le déficit de l'Europe occidentale s'est creusé, à près de \$70 milliards, malgré un affaiblissement progressif de la demande intérieure. La persistance d'un important déficit en Europe traduit les effets de l'unification allemande et, d'une manière plus générale, la détérioration sensible de la compétitivité globale. À cet égard, le graphique ci-contre, qui présente diverses mesures des cours de change effectifs réels pour l'ensemble de l'Europe (hors échanges intra-européens), donne une idée de l'ampleur de ce recul de la compétitivité. À l'exception d'un bref fléchissement au premier semestre de 1991, correspondant à une appréciation momentanée du dollar, le cours effectif des pays européens a été orienté à la hausse au début de la décennie quatre-vingt-dix. Au milieu de 1992, à la veille de la crise des changes en Europe, les cours effectifs réels calculés sur la base des différentes mesures retenues se situaient entre 15 et 20% au-dessus des niveaux de la fin des années quatre-vingt.

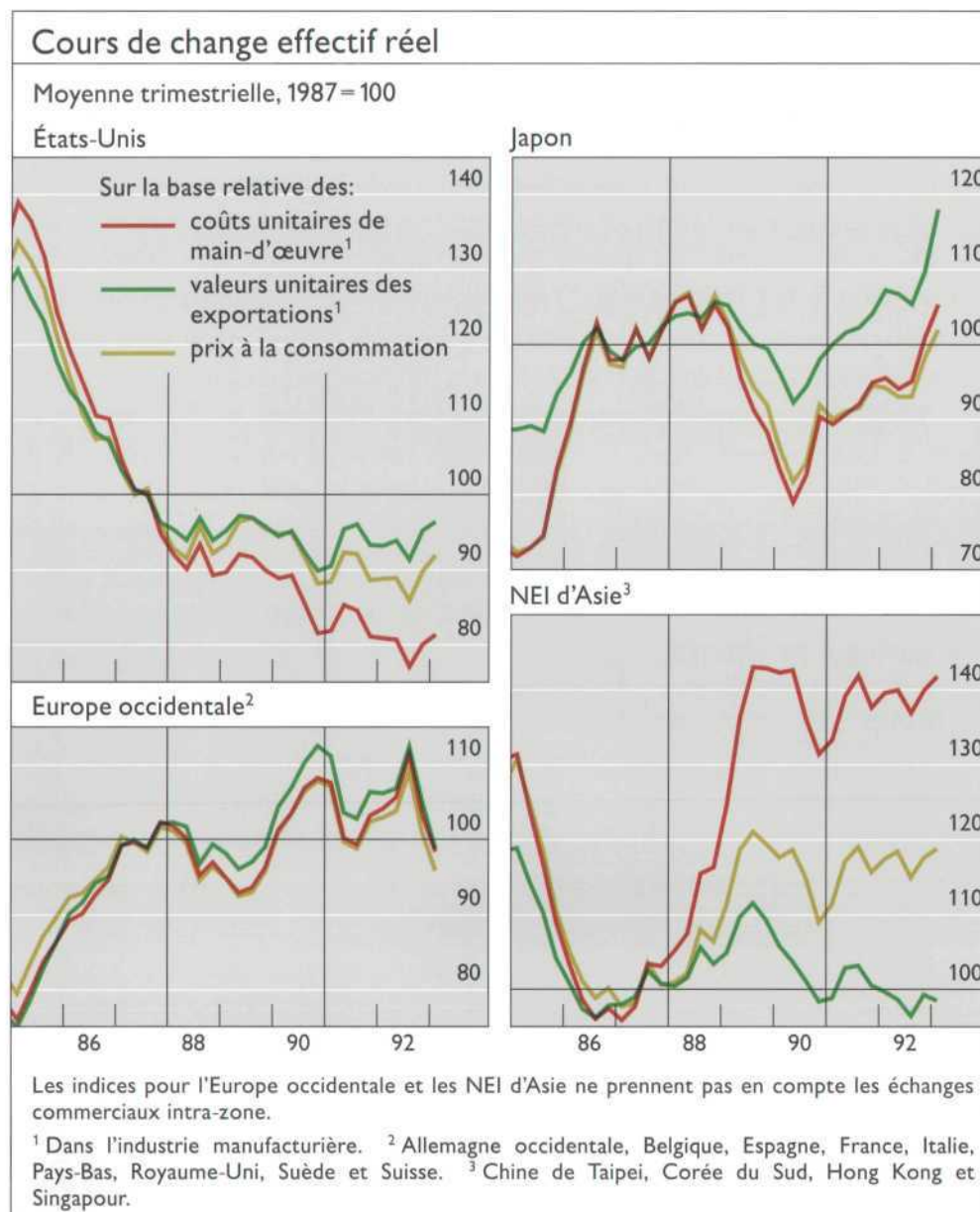
... contrairement à l'Europe ...

Des études des niveaux *absolus* de compétitivité – fondées sur des appréciations détaillées de la productivité, la production étant évaluée aux prix en vigueur sur le marché international – semblent indiquer que les coûts unitaires de main-d'œuvre en Europe sont sensiblement plus élevés qu'aux États-Unis et dépasseraient même ceux du Japon. Bien que ces études ne fournissent que des résultats très approximatifs, il ressort d'un calcul global qu'au milieu de 1992, dans l'industrie manufacturière, ces coûts

... où les coûts de main-d'œuvre sont élevés







étaient supérieurs en moyenne de 70% à ceux des États-Unis et 40% plus hauts qu'au Japon. Parmi les principaux pays européens, ils étaient particulièrement élevés en Allemagne.

Cette perte de compétitivité a fait suite à une décennie de médiocres performances de l'Europe sur les marchés mondiaux. Au début des années quatre-vingt, les producteurs européens détenaient 33% environ de l'important marché que constituent les États-Unis pour les importations de produits finis; en 1992, cette part était retombée à 24% et l'Europe occidentale était dépassée à la fois par le Japon et par le groupe des économies dynamiques d'Asie (graphique ci-après), ces dernières ayant également effectué des percées sensibles sur les marchés japonais et européens.

La montée en puissance des pays asiatiques dans l'économie mondiale s'explique pour beaucoup par la modicité de leurs coûts de main-d'œuvre et la croissance rapide de la productivité. Comme, dans un premier temps, ces avantages ne se sont pas reflétés dans les cours de change nominaux,

NEI d'Asie

d'importants excédents des paiements courants sont apparus: en 1987, celui de l'ensemble des NEI d'Asie représentait plus de 9% du PIB. La forte appréciation du cours de change nominal de ces économies entre 1987 et 1989 a annulé une grande partie de cet avantage concurrentiel. Le fait, cependant, que la hausse considérable des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre sur cette période n'ait pas été répercutée sur les prix à l'exportation (graph. p. 81) permet de penser que les marges bénéficiaires antérieures étaient tout à fait confortables. Néanmoins, en raison de la très vive progression de la demande intérieure en volume à la fin des années quatre-vingt, l'excédent courant des NEI s'est notablement amenuisé.

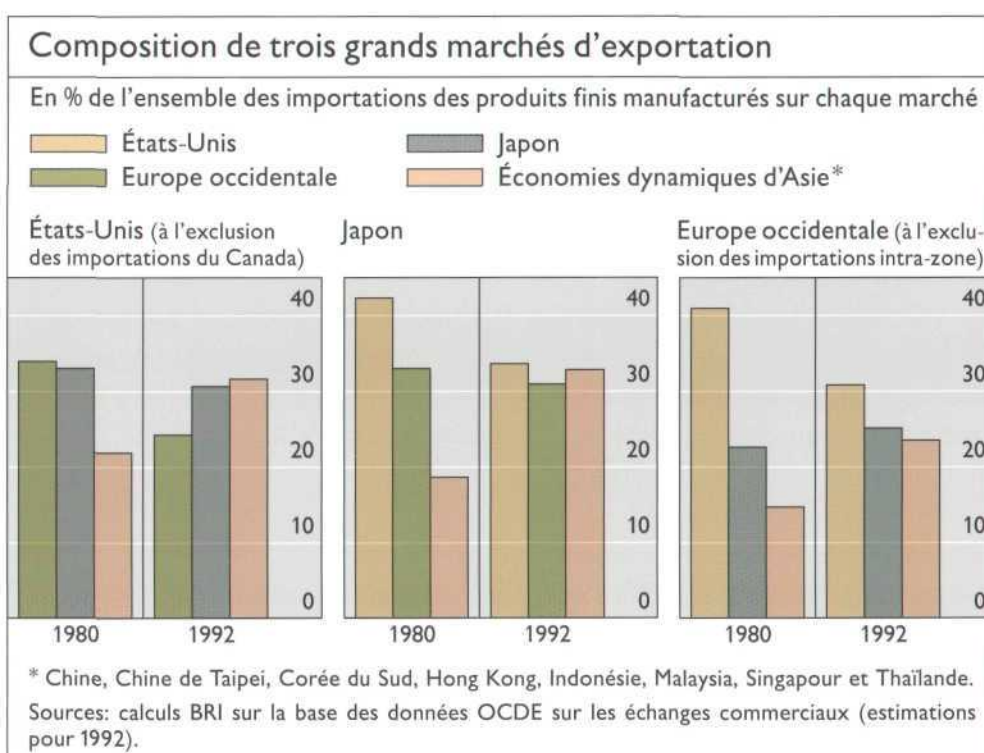
Les modifications de change depuis l'été 1992 ont sensiblement renforcé la compétitivité dans quasiment tous les pays européens vis-à-vis du reste du monde, tout en entraînant des variations de taille au sein de l'Europe. Dans les autres grandes régions, c'est au Japon qu'on a enregistré la plus forte appréciation du cours de change effectif réel, tandis que la position des États-Unis n'a que peu varié et que celle des NEI d'Asie n'a pratiquement pas changé.

Modifications  
récentes

### États-Unis

Hors transferts liés à la guerre du Golfe, le déficit des paiements courants des États-Unis, qui était revenu de \$163 milliards en 1987 à \$46 milliards environ en 1991, s'est élargi à près de \$63 milliards. Celui du commerce extérieur est passé à \$96 milliards, sous l'effet d'une vive progression des importations en volume faisant suite à deux années de quasi-stagnation. Les exportations se sont bien comportées, l'essor des ventes aux pays en développement (Amérique latine notamment) compensant l'essoufflement de la demande dans les pays industriels.

Élargissement  
du déficit des  
États-Unis...





Balance des paiements courants des États-Unis						
Poste	1988	1989	1990	1991	1992	
					Année	T IV <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU						
Paiements courants	-126,7	-101,1	- 90,4	- 3,7	-62,4	- 88,1
Balance commerciale	-127,0	-115,7	-108,9	-73,4	-96,3	-103,9
Revenus d'investissements nets	12,5	14,4	19,3	16,4	10,0	3,4
Autres services	12,7	25,8	32,1	45,3	55,1	51,8
Transferts	- 24,9	- 25,6	- 32,9	8,0	-31,4	- 39,3
Pour mémoire:						
Importations de pétrole	39,6	50,9	62,3	51,2	51,4	55,0
Balance commerciale hors pétrole <sup>2</sup>	- 76,4	- 55,3	- 39,7	-22,3	-46,1	- 48,9
variation en %						
Volume des exportations	19,3	11,8	7,2	6,5	6,4	6,6 <sup>3</sup>
Volume des importations	4,0	4,4	2,2	0,7	11,0	11,0 <sup>3</sup>
Termes de l'échange	1,3	- 1,1	- 2,1	0,6	- 0,6	- 1,2 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Chiffres annualisés et dessaisonnalisés. <sup>2</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1987.  
<sup>3</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1991.

<sup>1</sup> Chiffres annualisés et dessaisonnalisés. <sup>2</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1987.

<sup>3</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1991.

... avec une forte  
poussée des  
importations

La détérioration du solde commercial en termes réels est en grande partie imputable aux échanges de matériel informatique. Après s'être inscrit en forte progression les deux années précédentes, le volume de ces importations a enregistré une poussée de 45%, soit deux fois plus que les exportations. Le volume des achats à l'étranger d'autres biens d'équipement s'est considérablement accru, de quelque 13% d'un quatrième trimestre à l'autre, ce qui représente un taux bien supérieur au développement des investissements en équipements non informatiques aux États-Unis; les importations de biens de consommation se sont intensifiées parallèlement à la consommation privée. Même si la croissance des exportations a été moins soutenue que les années antérieures, elle est restée plus élevée que celle des marchés étrangers grâce au maintien d'une position concurrentielle confortable des exportateurs américains.

Hausse de  
l'excédent  
au titre des  
services ...

Près de la moitié de la détérioration du solde des échanges de marchandises a été compensée par la nouvelle progression de l'excédent des services autres que les revenus de facteurs, qui a atteint \$55 milliards l'année dernière. À prix constants, cependant, ce montant n'a guère varié, les exportations, qui avaient fortement augmenté les années passées, s'étant stabilisées.

... mais recul  
du solde positif  
des revenus  
d'investissements

Les revenus d'investissements nets, tant sur les investissements directs que sur les mouvements de portefeuille, ont continué à régresser. Globalement, ils sont retombés à \$10 milliards, soit à peine un tiers des niveaux du début de la décennie quatre-vingt. Cette baisse traduit le retournement marqué de la position extérieure nette des États-Unis, qui, de créditrice à hauteur de près de \$400 milliards fin 1980, est devenue débitrice d'environ autant fin 1991. Le fait que les revenus d'investissements nets soient

néanmoins restés positifs tout au long de cette période s'explique dans une large mesure par l'important écart entre les produits relativement élevés des investissements directs américains à l'étranger et le médiocre rapport des investissements directs des non-résidents aux États-Unis. En valeur de marché, en effet, les rendements des investissements étrangers directs aux États-Unis se sont situés en moyenne à un peu moins de 1% sur la période 1988-92, contre 4½% au milieu des années quatre-vingt, soit bien au-dessous du rendement des entreprises sous contrôle américain à l'étranger (7½%, contre 10% antérieurement).

### Japon

L'augmentation de \$45 milliards de l'excédent japonais des paiements courants l'année dernière s'explique, à hauteur des deux tiers, par la progression du solde positif des échanges commerciaux. L'appréciation du yen contre dollar a permis une amélioration des termes de l'échange, la valeur unitaire en yens des exportations restant pratiquement inchangée, tandis que celle des importations diminuait de près de 7%. En outre, le ralentissement graduel de l'activité économique au Japon s'est traduit par une baisse d'un peu moins de 3½% du volume d'importations entre le quatrième trimestre de 1991 et le quatrième trimestre de 1992. Exprimées en dollars, les importations de biens d'équipement professionnel, qui avaient pratiquement triplé sur les cinq années précédentes, ont atteint un sommet, alors que celles des produits sidérurgiques se sont contractées d'un tiers environ. Ce recul a concerné tous les fournisseurs, à l'exception de la Chine, dont les ventes au Japon ont progressé de près d'un cinquième.

Excédent record  
au Japon ...

Balance des paiements courants du Japon						
Poste	1988	1989	1990	1991	1992	
					Année	T IV <sup>1</sup>
		en milliards de dollars EU				
Paiements courants	79,6	57,2	35,8	72,9	117,6	125,7 <sup>2</sup>
Balance commerciale	95,0	76,9	63,5	103,0	132,3	136,1 <sup>2</sup>
Revenus d'investissements nets	21,0	23,4	23,2	26,7	36,2	37,1
Autres services	-32,3	-39,0	-45,5	-44,4	-46,3	-41,9
Transferts	- 4,1	- 4,2	- 5,5	-12,5	- 4,7	- 5,5 <sup>2</sup>
Pour mémoire:						
Importations de pétrole	25,8	29,8	41,3	37,8	36,4	40,2
Balance commerciale hors pétrole <sup>3</sup>	48,3	37,7	47,8	47,3	53,6	67,1
	variation en %					
Volume des exportations	4,4	4,2	5,7	2,5	0,7	- 2,0 <sup>4</sup>
Volume des importations	16,7	7,9	6,0	2,8	- 0,7	- 3,4 <sup>4</sup>
Termes de l'échange	3,0	- 4,2	- 5,9	8,5	8,2	6,6 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Chiffres annualisés. <sup>2</sup> Chiffres dessaisonnalisés. <sup>3</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1985. <sup>4</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1991.

<sup>1</sup> Chiffres annualisés. <sup>2</sup> Chiffres dessaisonnalisés. <sup>3</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1985. <sup>4</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1991.



... parallèlement  
à une modification  
de structure des  
exportations ...

La croissance en volume des exportations s'est, elle aussi, notablement ralentie, même si, pour certaines catégories de produits comme la bureautique et les semi-conducteurs, une progression rapide a été enregistrée. Par ailleurs, malgré la baisse des ventes de voitures à l'étranger, leur valeur en dollars a sensiblement augmenté, les constructeurs continuant à privilégier les modèles plus coûteux, pour s'adapter notamment aux restrictions quantitatives sur les exportations directes. Ces évolutions traduisent une modification de la structure des ventes, en faveur des biens à forte valeur ajoutée et au détriment de produits plus uniformisés. Les exportations de produits sidérurgiques et de l'électronique grand public ont stagné. La production a d'ailleurs été largement délocalisée vers des filiales japonaises à l'étranger, en particulier vers les autres pays d'Asie où les coûts de main-d'œuvre sont beaucoup plus faibles. En outre, ces dernières années, les entreprises nippones ont eu de plus en plus tendance à produire dans leurs filiales de ces régions les biens destinés aux marchés nord-américains et européens et à moins exporter directement. Au début de la présente décennie, la production des sociétés affiliées japonaises représentait 7% de l'ensemble de celle des entreprises mères, contre 3% seulement en 1985.

... et à une  
progression  
des revenus  
d'investissements

En ce qui concerne les transferts et services, l'année écoulée a été caractérisée par une progression de près de \$10 milliards des revenus nets au titre des investissements de portefeuille. Au cours des six années précédentes, les revenus d'investissements nets avaient presque quadruplé, parallèlement à l'amélioration de la position créditrice extérieure nette du Japon, passée de \$130 milliards à fin 1985 à pratiquement \$400 milliards à fin 1991. Les revenus des intérêts et dividendes sont restés stables, mais les versements à ce titre ont diminué de quasiment \$8 milliards, en raison de la baisse des taux d'intérêt et d'une sensible réduction des engagements transfrontières des banques japonaises ces dernières années.

#### *Europe occidentale*

Retournement  
brutal après  
une période  
de divergence  
latente des cours  
de change réels  
en Europe

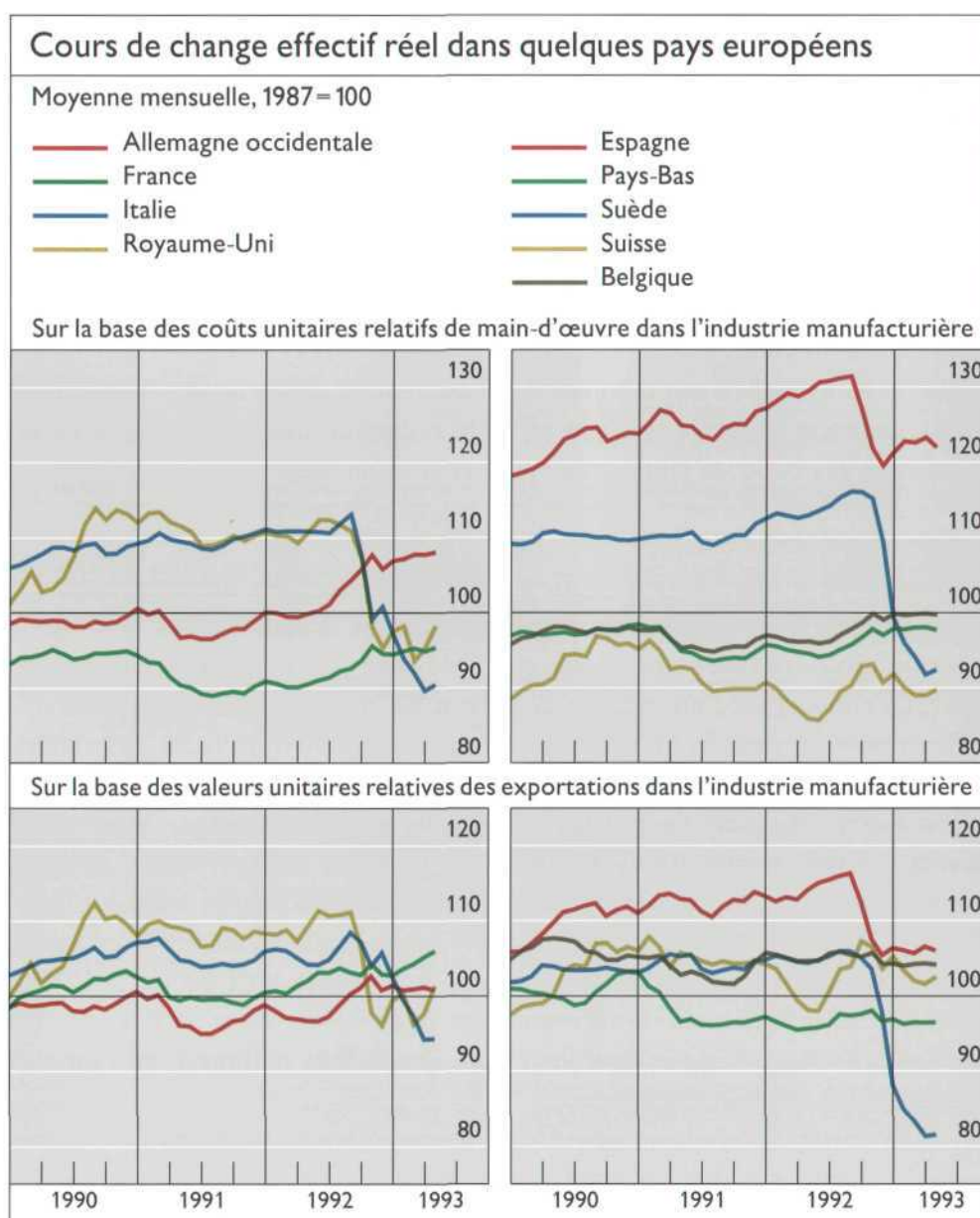
L'année 1992 a marqué une rupture dans l'évolution des échanges et de la compétitivité. À cela deux raisons: l'apparition de la récession et la fin de la période prolongée de stabilité des cours de change nominaux depuis janvier 1987. La convergence en matière de prix et de coûts intérieurs entre les différents pays européens ne progressant que lentement vers la fin des années quatre-vingt, on avait assisté à des variations sensibles des cours de change réels. Cette situation s'est trouvée radicalement modifiée par les mouvements nominaux enregistrés à partir de l'automne 1992. Il existe évidemment de nombreuses façons de mesurer les cours de change réels en fonction de l'indice de prix retenu; dans l'analyse qui va suivre, on utilise plusieurs indicateurs afin d'éviter une trop grande dépendance vis-à-vis d'un seul. Le choix de l'année de référence est également arbitraire; dès lors, les indices présentés ci-après devraient être considérés comme mesurant des modifications, et non des niveaux.

Les variations de la compétitivité, mesurée sur la base des prix et des coûts, apparaissent dans le graphique ci-après. D'une manière générale, on constate que les devises actuellement en flottement ont subi récemment

des dépréciations effectives très importantes, alors que celles dont la parité par rapport au deutsche mark a été maintenue ont enregistré de faibles appréciations effectives. Cette évolution traduit à la fois la dépréciation générale des devises européennes vis-à-vis du dollar et du yen ces derniers mois et le poids de l'Allemagne dans les mesures des cours de change effectifs, pondérées en fonction des échanges commerciaux.

L'Allemagne a été au centre des développements intervenus ces dernières années, et ce pour deux raisons: le rôle de point d'ancrage joué par le deutsche mark dans le mécanisme de change européen et l'incidence sensible de l'unification sur la demande d'importations, qui a occulté, dans un premier temps, les véritables conséquences du recul de la compétitivité dans un certain nombre de pays européens. En fait, la balance des paiements courants de l'Allemagne, largement excédentaire, est devenue nettement déficitaire et la hausse des prix s'est accélérée pour dépasser la moyenne des pays industriels.

L'Allemagne  
comme point  
d'ancrage





Prix à la consommation exprimés dans la même monnaie dans quelques pays européens

Période	Pays excédentaires <sup>1</sup>					Alle- magne occi- dentale	Pays déficitaires <sup>1</sup>				
	Bel- gique	France	Pays- Bas	Suisse	Moyenne		Espagne	Italie	Royaume- Uni <sup>2</sup>	Suède	Moyenne
	en deutsche marks, 1987 = 100										
1990	108,4	109,1	104,3	107,0	107,2	106,9	130,1	115,4	114,7	119,8	120,0
1991	112,4	111,5	108,4	112,5	111,2	110,6	138,8	121,9	125,7	131,6	129,5
1992	115,1	114,6	112,4	112,5	113,6	115,0	140,6	121,9	123,8	131,8	129,5
1992 T I–III	114,8	114,4	111,9	111,9	113,3	114,6	143,9	125,5	128,0	134,7	133,0
1992 T IV	116,1	115,0	113,9	114,0	114,8	116,4	130,8	110,9	111,0	123,3	119,0
1993 T I	117,2	116,1	113,6	112,5	114,9	118,4	132,8	104,3	109,9	111,2	114,6

<sup>1</sup> Chiffres des paiements courants de 1992.    <sup>2</sup> Hors logement.

<sup>1</sup> Chiffres des paiements courants de 1992. <sup>2</sup> Hors logement.

Les pays à faible inflation deviennent plus compétitifs...

À partir des tendances des cinq dernières années, on peut répartir les autres grands pays européens en deux groupes. Dans le premier (Belgique, France, Pays-Bas), une hausse des prix relativement modeste et le maintien d'un lien étroit avec le deutsche mark ont permis de préserver, voire d'améliorer, la compétitivité-prix par rapport aux principaux partenaires européens. La Suisse, pour sa part, est parvenue à un résultat analogue grâce à une légère dépréciation en termes nominaux vis-à-vis du deutsche mark, qui a compensé la montée de l'inflation sur l'ensemble de la période. En France, la balance des paiements courants était pratiquement revenue à l'équilibre au début des années quatre-vingt-dix; les trois autres pays enregistrent depuis plusieurs années un déficit substantiel et tenace des paiements courants, avec plus de 2% du PIB en Belgique, 3½% environ aux Pays-Bas et 4½% en Suisse (moyennes des quatre dernières années). Dans le second groupe (Espagne, Italie, Royaume-Uni et Suède), l'augmentation des prix a été supérieure à la moyenne, ce qui s'est soldé, vers le milieu de 1992, par une sensible appréciation de la monnaie en termes réels. Ces quatre pays ont également fait état d'importants déficits des paiements courants. C'est l'Espagne qui a enregistré le solde négatif proportionnellement le plus élevé (plus de 3% du PIB sur les quatre dernières années), suivie du Royaume-Uni (2½% du PIB), de la Suède (un peu moins de 2% du PIB) et de l'Italie (au-dessous de 1½% du PIB).

... que les autres...

... jusqu'à une correction brutale à partir du milieu de 1992

Les indices de prix à la consommation exprimés en deutsche marks fournissent une indication simple de l'évolution des prix relatifs en Europe (tab. ci-dessus). Entre 1987 et les trois premiers trimestres de 1992 (pour l'essentiel, avant les turbulences sur les marchés des changes européens), les prix à la consommation, en deutsche marks, dans les pays déficitaires avaient affiché une progression comprise entre 25 et 45%, alors que dans les pays excédentaires elle se situait entre 10 et 15%. Dans le cas de la Suède et du Royaume-Uni, cependant, cet écart a été annulé par d'importantes modifications des parités à partir de septembre 1992. La hausse cumulée des prix italiens, convertis en deutsche marks, était revenue à 4,3% seulement au premier trimestre de 1993, la forte dépréciation de la lire ayant largement compensé l'inflation relativement élevée pendant la

période antérieure de stabilité des cours de change nominaux: sur ce critère, la compétitivité s'est donc nettement améliorée vis-à-vis de chacun des huit autres pays du tableau. L'Espagne a vu, elle aussi, sa compétitivité sensiblement renforcée par rapport à 1991-92, mais pas par comparaison avec 1987. Sur l'ensemble de la période, la hausse cumulée des prix allemands a été supérieure à celle des quatre pays excédentaires (à cause d'une poussée inflationniste en Allemagne) et de trois pays déficitaires sur quatre (en raison de fluctuations de change).

La dégradation de la compétitivité commence actuellement à affecter les comptes extérieurs de l'Allemagne. En prix constants, l'excédent commercial a continué de s'amoinrir l'an passé. Bien que les exportateurs n'aient plus cherché à détourner les ventes vers le marché intérieur, les exportations se sont inscrites en retrait entre les derniers trimestres de 1991 et 1992. L'atonie de la demande étrangère de biens d'équipement a pesé sur les ventes de machines, l'un des points forts des exportations allemandes. Les ventes d'automobiles à l'étranger se sont redressées après le net recul de 1991 lorsque les constructeurs avaient réorienté leur production vers le marché intérieur pour satisfaire les demandes en attente dans les Länder d'Allemagne orientale, mais un nouveau tassement s'est manifesté au début de 1993. La croissance des ventes à l'étranger a encore fléchi, davantage que celle des marchés d'exportation, creusant l'écart qui avait commencé à se dessiner à la fin des années quatre-vingt. Les importations en volume, qui avaient vivement progressé jusqu'au début de 1991, ont ensuite plus ou moins stagné, avant de s'inscrire en retrait vers la fin de 1992, parallèlement à l'aggravation du recul de l'activité.

Incidence de la compétitivité en Allemagne

Balance des paiements courants de l'Allemagne <sup>1</sup>						
Poste	1988	1989	1990	1991	1992	
					Année	T IV <sup>2</sup>
	en milliards de dollars EU					
Paiements courants	50,7	57,6	46,7	-19,8	-26,0	-33,0 <sup>3</sup>
Balance commerciale	78,2	76,2	69,8	21,5	29,5	23,8 <sup>3</sup>
Revenus d'investissements nets	5,2	11,8	17,2	18,3	10,8	14,1
Autres services	-14,6	-12,4	-17,5	-23,3	-34,2	-38,3
Transferts	-18,1	-18,0	-22,8	-36,3	-32,0	-32,6
Pour mémoire:						
Importations de pétrole	14,7	16,1	21,9	23,9	22,9	21,9
Balance commerciale hors pétrole <sup>4</sup>	57,3	55,9	41,9	6,7	5,2	- 4,3 <sup>3</sup>
	variation en %					
Volume des exportations	6,4	8,6	4,9	1,4	0,2	- 4,5 <sup>3,5</sup>
Volume des importations	6,0	7,7	13,9	13,9	0,7	0,6 <sup>3,5</sup>
Termes de l'échange	- 0,1	- 2,7	1,5	- 2,3	2,4	2,8 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> À partir de juillet 1990, les chiffres incluent les opérations extérieures de l'Allemagne orientale.  
<sup>2</sup> Chiffres annualisés. <sup>3</sup> Chiffres dessaisonnalisés. <sup>4</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1980. <sup>5</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1991.

<sup>1</sup> À partir de juillet 1990, les chiffres incluent les opérations extérieures de l'Allemagne orientale.

<sup>2</sup> Chiffres annualisés. <sup>3</sup> Chiffres dessaisonnalisés. <sup>4</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1980. <sup>5</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1991.



Des facteurs de compétitivité ont également accentué le déficit des échanges de services. L'appréciation de la monnaie allemande en termes réels a contribué à l'augmentation des dépenses de tourisme, avec une progression de 14% en deutsche marks l'an dernier; les recettes ayant stagné, le déficit à ce titre s'est accru de \$6 milliards. D'autres postes de services ont aussi subi une détérioration. En outre, les revenus d'investissements ont diminué, l'an passé, l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt à court terme entre l'Allemagne et les États-Unis ayant davantage stimulé les versements que les recettes.

Le retournement  
en France ...

Dans les autres pays d'Europe également, on a constaté l'année dernière une corrélation entre la compétitivité et l'évolution des balances commerciales et des paiements courants. À l'exception des Pays-Bas, la situation des paiements courants des pays à faible inflation a continué de s'améliorer. L'exemple le plus frappant à cet égard a été le retournement intervenu en France, où l'on est passé d'un déficit à un excédent. Ce redressement, portant sur près de \$10 milliards, reflète en quasi-totalité les bons résultats commerciaux, puisque les exportations en volume ont crû de 6% environ grâce à l'accroissement des parts de marché. La croissance des importations en volume est revenue à 1%, mettant ainsi un terme à près de dix ans de progression constante de la pénétration des produits étrangers en France.

... tranche avec la  
détérioration au  
Royaume-Uni ...

En revanche, la plupart des pays européens dont la compétitivité s'était dégradée pendant les quelque cinq années précédant la crise des changes ont vu s'élargir leur déficit des paiements courants. Dans bien des cas, le déficit commercial s'est creusé et plusieurs années de déficits des paiements courants ont accru les sorties nettes au titre des revenus d'investissements. Au Royaume-Uni, la nouvelle aggravation de près de \$6 milliards du déficit commercial traduit une faible compétitivité et la contraction des capacités de production dans l'industrie manufacturière. En dépit du caractère encore très hésitant de la reprise de la demande intérieure, les importations se sont inscrites en forte hausse au premier semestre, avant de se stabiliser; d'une année à l'autre, elles ont progressé de plus de 6% en volume, avec 8½% pour les seuls biens manufacturés. Les exportations de ces produits, par contre, n'ont augmenté que de 2½%, soit moins que la moyenne des pays industriels; pourtant, certains marchés d'exportation traditionnels du Royaume-Uni ont connu une vigoureuse expansion l'an passé et les entreprises manufacturières sous contrôle étranger ont renforcé leurs capacités de production. La Suède, elle aussi, a continué de perdre des parts de marché en 1992; l'atonie de la demande d'importations a certes permis une légère amplification de l'excédent commercial, qui n'a pas suffi cependant à compenser la rapide progression du déficit au titre des revenus d'investissements nets.

... en Suède ...

... et en Italie

En dépit d'une dégradation sensible de sa compétitivité jusqu'au milieu de l'année, l'Italie a néanmoins enregistré, l'an dernier, un excédent commercial de près de \$2½ milliards. Cependant, l'appréciation du cours de change réel a stimulé les importations (dont le volume a progressé beaucoup plus rapidement que la demande intérieure) et provoqué de nouvelles pertes de parts de marché, moindres toutefois que les années précédentes.

Balance des paiements courants des pays industriels et des NEI d'Asie									
Pays et zone	Balance des paiements courants			dont					
				Balance commerciale			Solde des revenus d'investissements		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
en milliards de dollars EU									
Pays industriels	-103,7	-20,9	-47,9	- 48,5	- 1,9	23,5	- 5,8	- 9,8	-21,0
États-Unis	- 90,4	- 3,7	-62,4	-108,9	-73,4	-96,3	19,3	16,4	10,1
Japon	35,8	72,9	117,6	63,7	103,0	131,9	23,2	26,7	36,2
Europe occidentale	- 13,0	-57,2	-69,6	- 19,5	-48,3	-28,7	- 9,2	-16,7	-31,8
Allemagne	46,7	-19,8	-26,0	69,8	21,5	29,5	17,2	18,3	10,8
France	- 9,8	- 6,3	2,9	- 13,0	- 9,0	1,7	- 2,9	- 5,1	- 7,9
Italie	- 14,4	-21,4	-25,4	0,6	- 0,9	2,4	-13,4	-16,1	-20,2
Royaume-Uni	- 29,4	-11,6	-21,5	- 33,0	-18,3	-24,1	4,0	0,7	5,7
Pays-Bas	10,2	7,7	6,7	10,3	10,7	10,8	0,8	0,9	0,5
Suède	- 6,9	- 3,3	- 5,1	2,5	5,1	6,0	- 4,6	- 4,8	- 6,5
Suisse	8,6	10,4	15,6	- 6,8	- 5,6	- 0,6	14,8	15,0	15,2
UEBL <sup>1</sup>	4,6	4,5	6,3	0,6	- 0,1	0,9	0,7	1,4	1,5
Autriche	1,2	0,1	- 0,3	- 7,9	- 9,7	- 9,7	- 1,0	- 1,5	- 1,3
Danemark	1,4	2,2	4,6	4,9	4,7	7,1	- 5,6	- 5,6	- 5,8
Finlande	- 7,0	- 6,7	- 5,1	- 0,6	1,1	2,7	- 3,7	- 4,6	- 5,3
Grèce	- 3,6	- 1,5	- 1,9	- 12,3	-12,3	-13,7	- 1,6	- 1,7	- 2,0
Islande	- 0,1	- 0,3	- 0,2	0,1	- 0,1	0,0	- 0,2	- 0,3	- 0,2
Espagne	- 15,7	-17,0	-24,8	- 29,5	-31,8	-37,3	- 3,7	- 4,2	- 6,2
Irlande	0,0	1,4	2,8	3,0	3,2	5,7	- 5,2	- 4,7	- 5,4
Norvège	4,0	5,0	2,9	8,3	8,3	7,6	- 2,7	- 2,7	- 3,6
Portugal	- 0,2	- 0,7	- 0,2	- 6,8	- 7,8	- 9,5	- 0,2	0,1	0,6
Turquie	- 2,6	0,3	- 0,9	- 9,6	- 7,3	- 8,2	- 1,8	- 1,9	- 1,7
Autres pays industriels	- 36,0	-33,0	-33,4	16,2	16,9	16,5	-39,1	-36,3	-35,4
Afrique du Sud	2,3	2,7	1,5	6,3	6,3	5,3	- 2,7	- 2,0	- 1,6
Australie	- 15,0	-10,1	-10,4	0,4	3,5	1,5	-14,0	-13,3	-11,2
Canada	- 22,0	-25,5	-23,7	8,5	5,0	7,8	-20,8	-19,5	-20,6
Nouvelle-Zélande	- 1,3	0,0	- 0,8	1,0	2,0	1,9	- 1,7	- 1,5	- 2,0
NEI d'Asie	14,4	9,3	7,8	7,5	3,0	1,6	4,2 <sup>2</sup>	4,8 <sup>2</sup>	4,6 <sup>2</sup>
Chine de Taipei	10,8	12,0	7,9	14,9	15,8	12,6	3,9	4,4	4,1
Corée du Sud	- 2,2	- 8,7	- 4,6	- 2,0	- 7,0	- 2,2	- 1,0	- 1,0	- 1,2
Hong Kong	3,6 <sup>3</sup>	2,7 <sup>3</sup>	1,6 <sup>3</sup>	- 0,3	- 1,7	- 3,9	n.d.	n.d.	n.d.
Singapour	2,2	3,3	2,9	- 5,1	- 4,1	- 4,9	1,3	1,4	1,6

<sup>1</sup> Union économique belgo-luxembourgeoise. <sup>2</sup> À l'exclusion de Hong Kong. <sup>3</sup> Balance des échanges de marchandises et des services autres que les revenus de facteurs.

Sources: FMI; données nationales; estimations BRI.

Par ailleurs, des facteurs de compétitivité ont encore fait baisser l'excédent du tourisme. En outre, en ce qui concerne les revenus d'investissements, les versements au titre des engagements nets envers l'étranger, qui représentent désormais plus de 10% du PIB, ont augmenté. Le déficit des paiements courants s'est creusé à \$25 milliards.



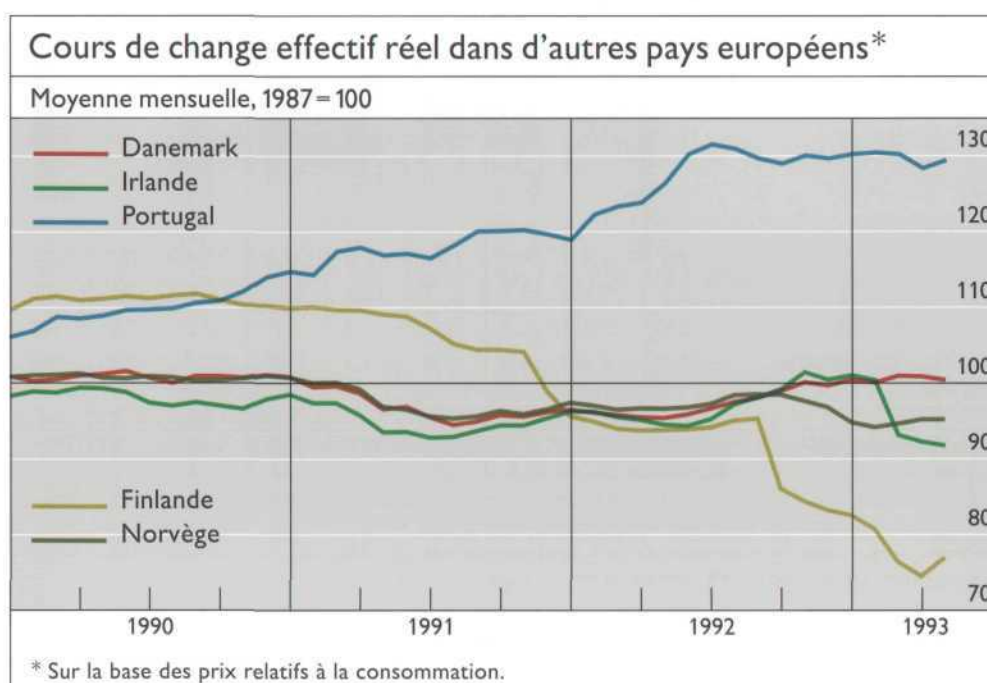
Évolution dans  
les petits pays  
européens

L'évolution des échanges commerciaux dans les autres pays européens traduit souvent des influences assez spécifiques. Parmi les pays présentés dans le graphique ci-dessous, la *Finlande* a enregistré ces dernières années un déficit des paiements courants représentant 5% environ du PIB; l'effondrement des ventes à l'ex-Union soviétique est en grande partie à l'origine de cette situation. Le cours de change réel a fortement baissé après la dévaluation de novembre 1991 et la mise en flottage de septembre 1992. En revanche, les cours réels des monnaies du *Danemark*, de l'*Irlande* et de la *Norvège* sont restés relativement stables et les trois pays ont dégagé en 1992 d'importants excédents. Malgré une appréciation substantielle de l'escudo en termes réels, le solde négatif des paiements courants du *Portugal* est demeuré limité, le puissant redressement des transferts en provenance de la CE venant compenser une nouvelle détérioration de la balance commerciale.

#### Autres pays industriels

Développement  
soutenu des  
échanges  
commerciaux

En dépit d'une reprise pourtant hésitante de la demande et de la production l'an dernier en *Australie*, au *Canada* et en *Nouvelle-Zélande*, les importations se sont nettement accrues, de 7 à 10% en volume. Contrairement à la plupart des autres nations industrielles, les marchés d'exportation de ces pays pour les produits manufacturés ont fait preuve de dynamisme. En outre, les progrès réalisés depuis 1989 en termes de compétitivité ont continué à soutenir les résultats à l'exportation de l'*Australie* et de la *Nouvelle-Zélande*. L'an passé, la progression en volume de leurs ventes à l'étranger de produits manufacturés a pratiquement atteint 10%, de même qu'au *Canada*, où l'amélioration de la compétitivité est beaucoup plus récente et fait suite à une longue dégradation dans ce domaine; les exportations de denrées agricoles et produits de base se sont développées plus



lentement. Cependant, malgré l'excédent commercial tant au Canada qu'en Australie, leur balance des paiements courants est restée fortement déficitaire, la lourde charge de la dette extérieure impliquant des versements élevés à l'étranger au titre des revenus d'investissements.

## Anciennes économies à planification centralisée

### Europe orientale

Les stratégies de réformes mises en œuvre ont essentiellement recouvert des mesures résolues de libéralisation des échanges et des prix, une ouverture aux investissements étrangers et l'adoption de politiques de change plus réalistes. Les pays situés à un stade avancé du processus de transition et qui ont choisi cette orientation depuis quelques années ont été récompensés par un essor des exportations vers le monde industriel, de nouveau en forte expansion l'an dernier: sur la période 1990–92, la valeur en dollars de leurs ventes à l'Occident a augmenté de 85% environ, ce qui suppose un accroissement sensible des parts de marché (voir tableau). Toutefois, les exportations de la région ont montré des signes évidents de faiblesse au cours des premiers mois de 1993. Comme noté au Chapitre III, c'est essentiellement grâce à ce redéploiement radical des échanges que le récent recul de la production dans ces pays a pu être circonscrit. Cependant, les importations en provenance des pays occidentaux ont également beaucoup progressé l'an passé, de sorte que le déficit commercial vis-à-vis des pays industriels s'est creusé, s'intensifiant même durant l'année.

Essor des échanges commerciaux dans les pays en transition...

Échanges commerciaux de l'Europe orientale avec les pays industriels									
	Exportations			Importations			Balance commerciale		
	1990	1991	1992 <sup>1</sup>	1990	1991	1992 <sup>1</sup>	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU									
Ex-Union soviétique	27,0	28,7	26,7	23,6	27,3	24,6	3,5	1,5	2,2
Ex-Yougoslavie	11,5	10,9	8,8	13,8	10,5	8,6	-2,2	0,3	0,3
Autres pays	22,2	25,7	30,3	22,0	29,5	36,9	0,2	-3,8	-6,6
Bulgarie	1,0	1,2	1,5	1,6	1,7	1,9	-0,6	-0,5	-0,4
Hongrie	5,5	6,4	7,0	5,4	6,6	7,8	0,1	-0,2	-0,8
Pologne	8,5	9,5	10,7	7,7	12,6	13,5	0,8	-3,1	-2,8
Roumanie	2,6	2,3	2,3	2,4	2,3	3,1	0,2	0,0	-0,8
Tchécoslovaquie	4,7	6,3	8,8	4,9	6,3	10,6	-0,2	0,1	-1,8
Pour mémoire:	1989 = 100								
Pays industriels <sup>2</sup>				121,0	137,0	145,6			

Chiffres obtenus à partir des statistiques commerciales de l'OCDE. Les données sur les importations CAF sont converties FAB en retranchant une marge FAB/CAF de 4%. Le commerce de l'Allemagne orientale n'est pas compris dans les chiffres de 1990. Les échanges bilatéraux entre l'ex-Union soviétique et la Finlande ne sont pas pris en compte.

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> Importations des pays industriels pondérées en fonction de l'importance de ces pays en tant que débouchés pour les exportations de l'Europe orientale.

Sources: estimations fondées sur les statistiques de l'OCDE sur les échanges commerciaux.



... les exportations bénéficiant ...

... d'un accès plus facile aux marchés

Évolutions divergentes en matière de compétitivité ...

... dans l'ex-Tchécoslovaquie ...

... en Pologne ...

Certaines causes du dynamisme des exportations sont communes à l'ensemble des pays en transition les plus avancés. Premièrement, le manque de vigueur de la demande intérieure et la perte des marchés traditionnels des anciens pays du CAEM ont forcé les producteurs nationaux à trouver des débouchés à l'Ouest. Deuxièmement, la signature de différents accords commerciaux, notamment le Traité d'association avec la Communauté européenne et l'accord conclu avec les pays de l'AELE, a permis à la Hongrie, à la Pologne, aux Républiques tchèque et slovaque de bénéficier d'un accès élargi aux marchés d'Europe occidentale. Cependant, on a pu constater, en 1992 et au début de 1993, que les pays d'Europe orientale commençaient à se heurter à des barrières protectionnistes: leurs principales exportations (denrées agricoles, sidérurgie, textile et habillement) sont parmi les secteurs les plus protégés en Occident. L'imposition par la CE de restrictions aux importations d'acier en provenance de l'ex-Tchécoslovaquie notamment a montré les limites des accords commerciaux européens. Par ailleurs, la réglementation du pays d'origine pour les biens exportés vers la Communauté européenne, en vertu du traitement préférentiel prévu par le Traité d'association, risque de réduire l'attrait des pays d'Europe orientale en tant que base d'exportation pour les entreprises étrangères.

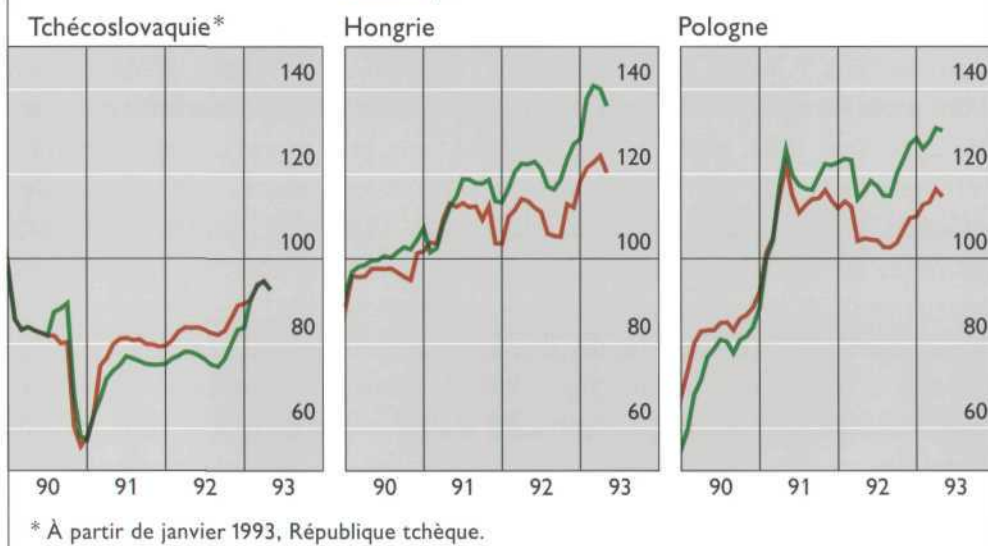
Les divergences de compétitivité expliquent dans une large mesure les différences au niveau des exportations. En l'absence de données fiables sur les coûts unitaires de main-d'œuvre, le graphique ci-après présente des mesures de la compétitivité qui se fondent sur les prix à la production, pour les produits industriels, et sur les prix à la consommation. Comme l'examine de façon plus détaillée le Chapitre III, les indices des prix à la consommation peuvent avoir tendance à exagérer la hausse «véritable» en période de suppression du contrôle des prix. Quel que soit l'indicateur retenu, il est clair que c'est l'ex-Tchécoslovaquie qui a obtenu, par des politiques macro-économiques rigoureuses, les meilleurs résultats dans la lutte contre l'inflation et a donc le mieux réussi à préserver sa position concurrentielle. Grâce à un cours de change nominal constant depuis janvier 1991, ce pays a également développé le plus ses exportations vers l'Occident, avec une progression de 40% en dollars l'année passée. L'essor des importations, cependant, dû au développement de la consommation des ménages et à des achats anticipés à l'étranger en prévision de modifications des droits de douane a provoqué une dégradation sensible du solde des échanges commerciaux.

Ni la Pologne ni la Hongrie ne sont parvenues à maintenir leur compétitivité de façon aussi satisfaisante. Sur la base des prix à la consommation, l'inflation persistante (à un rythme moindre cependant) en Pologne a largement annulé les effets de la dérive continue du cours de change et de la dévaluation de février 1992, et la compétitivité-prix des produits polonais a nettement diminué par rapport à 1989 (c'est-à-dire avant qu'une dévaluation massive du zloty ne se traduise temporairement par une sous-évaluation sensible de la monnaie). Même si cette détérioration paraît beaucoup moins marquée à la production, la compétitivité globale s'est notablement dégradée; la croissance des exportations est restée modeste en 1992 pour

## Cours de change effectif réel dans quelques pays d'Europe orientale

Moyenne mensuelle, 1989 = 100

Sur la base relative des: — prix à la production dans l'industrie  
— prix à la consommation



la seconde année consécutive. En *Hongrie*, l'érosion de la compétitivité s'est poursuivie, la stratégie de faibles ajustements périodiques en baisse du cours de change n'ayant pas permis de compenser totalement l'écart d'inflation. L'appréciation en termes réels qui en est résultée semble avoir freiné la croissance des exportations en 1992, mouvement qui s'est accentué début 1993. Cependant, deux dévaluations limitées en février et mars 1993 ont marqué le début d'une nouvelle politique d'ajustements nominaux plus fréquents, pour prévenir toute hausse supplémentaire en termes réels.

Dans les pays moins avancés dans le processus de transition, l'évolution est plus diversifiée. En *Roumanie*, les exportations à destination de l'Occident, qui s'étaient inscrites en net recul au début des années quatre-vingt-dix avec l'abandon de la stratégie d'exportations forcées, ne se sont pas redressées. Malgré une dépréciation prononcée en termes nominaux, le cours de change officiel est resté surévalué et la réglementation des exportations a été maintenue pour soutenir le contrôle des prix intérieurs. En *Bulgarie*, en revanche, les exportations ont enregistré une progression rapide et le cours de change flottant a fait l'objet de pressions à la hausse, mouvement tempéré par des achats de devises de la banque centrale, avant de s'affaiblir fin 1992 et début 1993; avec une forte augmentation des prix, la compétitivité s'est sensiblement dégradée au cours de l'année.

La séparation des Républiques tchèque et slovaque en janvier 1993 a conduit à l'introduction de nouvelles monnaies. Même si la parité a été formellement maintenue juste après la séparation, la couronne slovaque utilisée dans les échanges bilatéraux a été dévaluée peu après par rapport

... et en Hongrie

Contraste entre la Roumanie et la Bulgarie

Nouvelles monnaies



à la couronne tchèque. Parmi les nouveaux États de l'ex-Yougoslavie, la *Slovénie*, pays à revenu relativement élevé qui n'est pas directement impliqué dans le conflit actuel, avait mis en circulation, dès octobre 1991, sa propre monnaie, le tolar, sur la base d'un régime de flottement. La vente de logements appartenant auparavant à l'État a fourni des recettes en devises fortes qui sont venues gonfler les réserves de change (les particuliers détenaient, en effet, de confortables avoirs en deutsche marks); dans le contexte d'une politique monétaire extrêmement rigoureuse, un excédent substantiel des paiements courants a été enregistré par suite d'une compression des importations, alors que les entreprises pouvaient seulement se tourner vers les marchés étrangers. Les réserves de change se sont donc rapidement étoffées. Malgré une sensible appréciation du cours de change réel durant la majeure partie de 1992, l'excédent de la balance des paiements courants en devises fortes a progressé, pour s'établir à quelque 6% du PIB.

#### *Ex-Union soviétique*

Évolution  
des échanges  
commerciaux

En dépit des bouleversements économiques, la valeur en dollars des exportations de l'ex-Union soviétique à destination des pays industriels s'est relativement bien maintenue l'année dernière. Il semble même que le volume des exportations de pétrole vers ces pays ait un peu progressé; le recul de la production (13%) a donc essentiellement touché la consommation russe et les livraisons de pétrole aux autres républiques de l'ex-Union soviétique. Par contre, le volume des importations en provenance des pays industriels a fortement diminué. Globalement, les données relatives aux différents partenaires commerciaux semblent indiquer un léger accroissement de l'excédent commercial de l'ex-Union soviétique vis-à-vis des pays industriels en 1992.

Échec de la  
stabilisation  
du rouble

Malgré tout, les tentatives des autorités de stabiliser la valeur externe du rouble n'ont pas abouti. Au premier semestre de 1992, sa valeur, déjà très amoindrie, sur le marché local d'adjudication a été soutenue par des interventions et par quelques efforts de stabilisation au niveau macro-économique. En effet, le rouble s'est apprécié durant cette période (graph. p. 51). Au milieu de l'année, le gouvernement russe avait unifié les différents cours du rouble et fait part de son intention de stabiliser sa valeur externe. Parallèlement, le Groupe des Dix était prêt à apporter son concours à un fonds de stabilisation du rouble d'un montant de \$6 milliards. Cependant, les autorités russes n'ont pas mis en œuvre le programme macro-économique annoncé. Le déficit budgétaire s'est creusé dans des proportions alarmantes et la banque centrale a octroyé massivement des crédits. La hausse des prix s'est accélérée et la monnaie a chuté, revenant de quelque R. 135 contre dollar à fin juin 1992 à R. 415 à fin décembre 1992 et à R. 886 environ à la mi-mai 1993.

Fuite de capitaux

En raison de cet effondrement du rouble, les exportateurs se sont évidemment montrés très réticents à se plier à l'obligation de remettre 50% de leurs montants en devises fortes aux autorités. Dès lors, l'incitation à minorer, voire à dissimuler, les recettes d'exportations était vive et une

désaffection marquée vis-à-vis du rouble s'est produite au profit des devises étrangères, conservées sur des comptes bancaires en Russie ou placées sous forme de dépôts à l'étranger. Selon les statistiques bancaires de la BRI, les dépôts de l'ex-Union soviétique auprès des banques déclarantes se sont accrus de \$5,8 milliards en 1992; ce renforcement est intervenu en quasi-totalité au second semestre, alors que le rouble était en chute libre. Confrontée à une grave pénurie de réserves de change officielles, la Russie n'a pu faire face à ses obligations du service de la dette; comme indiqué au Chapitre III, un vaste programme de remise de dette et de rééchelonnement a été arrêté début 1993.

Parmi les nouveaux États qui ont succédé à l'Union soviétique, rares sont ceux qui sont déjà parvenus à s'attaquer aux conséquences économiques de sa désintégration politique. Par son ampleur, la transformation requise est apparue comme une tâche véritablement décourageante, des décennies de planification centralisée rigide ayant laissé en place un système d'échanges et de paiement très éloigné de tout ce qui existe dans le reste du monde en matière de commerce international. L'obsession des planificateurs pour les économies d'échelle avait favorisé une spécialisation poussée à l'extrême, avec pour résultat une forte dépendance vis-à-vis du commerce entre républiques; dans bien des cas, la moitié de la production nationale était exportée vers les autres républiques. Les échanges mutuels prenaient la forme d'accords de troc complexes, les prix relatifs étaient totalement déconnectés des cours mondiaux et les accords de paiement n'étaient rien d'autre que la contrepartie comptable du plan.

Avec cet héritage en toile de fond, la stratégie économique internationale s'est trouvée placée devant quatre grands défis. Premièrement, il fallait doter les échanges d'une base commerciale et, notamment, aligner les prix sur ceux du marché extérieur pour pouvoir fournir aux agents économiques locaux des «signaux» appropriés sur les débouchés mondiaux. Deuxièmement, il fallait élaborer des mécanismes permettant de faire jouer le principe des avantages comparatifs au lieu de laisser l'État diriger les échanges. Troisièmement, il fallait déterminer la nature des régimes de change régissant le commerce entre républiques. Enfin, il fallait mettre en place des dispositifs pour assurer le règlement des transactions commerciales jusqu'à l'instauration de la convertibilité. Or, peu de progrès ont été accomplis dans ces domaines en 1992.

L'exemple le plus évident de la distorsion en matière de prix est la sous-évaluation des prix de l'énergie, qui n'a pas été annulée par les relèvements très importants en termes réels intervenus durant l'année. L'incidence de plusieurs augmentations substantielles des prix en roubles a été en grande partie effacée par la chute de cette monnaie: au dernier trimestre, la Russie livrait du pétrole aux autres États à un tiers environ au-dessous des cours mondiaux, avec toutefois des différences marquées selon le pays et, plus encore, selon le moment. Cependant, bien que les autres républiques n'aient pas totalement subi le contrecoup de la détérioration des termes de l'échange inhérente à l'alignement sur les cours mondiaux, elles ont enregistré de très amples déficits vis-à-vis de la Russie.

La désintégration politique ...

... rend nécessaire une réforme de la politique économique

Nécessité d'aligner les prix de l'énergie sur les cours mondiaux ...



... de supprimer les subventions aux importations ...

En ce qui concerne le second défi, les échanges ont en fait continué, dans une large mesure, à prendre la forme de commerce d'État, les transactions n'étant souvent qu'une version atténuée des structures d'échanges mises en place par la planification. En dépit de l'abolition du système de changes multiples, les importations centralisées des produits de base essentiels sont toujours largement subventionnées.

... d'établir un régime de change réaliste ...

À l'exception des États baltes, le troisième défi, celui du régime de change, a été éludé, la plupart des nouveaux États ayant continué à utiliser le rouble. En règle générale, ils ont cédé à la tentation d'accroître l'émission de roubles sur leur territoire afin «d'acheter» des biens aux autres républiques; c'est là un problème inhérent à tout système dans lequel une même monnaie est émise par plusieurs entités et sans aucune coordination. Cependant, l'application, au second semestre de 1992, de certaines restrictions sur les transferts entre banques correspondantes des républiques a abouti de facto à l'émergence de différentes monnaies parmi les divers dépôts en roubles.

... et de mettre en place un système de paiement efficace

En définitive, malgré nombre de discussions et de propositions, on n'a pas réussi à instaurer un système de paiement dans les échanges commerciaux réciproques. Au lieu de cela, on a assisté à la mise en place de dispositifs ad hoc essentiellement destinés à permettre aux républiques autres que la Russie d'enregistrer des déficits substantiels afin que les entreprises russes puissent obtenir le paiement de leurs exportations, perpétuant ainsi les anciennes pratiques. On est cependant parvenu, début 1993, à un accord instituant un mécanisme de compensation fondé sur le rouble pour les paiements entre républiques, sous l'appellation de Banque inter-États. Dans ses grandes lignes, la structure proposée pour cette nouvelle institution semble plutôt impliquer des facilités de crédit limitées et prévoit la possibilité d'opter pour des cours de change souples.

Succès de l'introduction de nouvelles monnaies en Estonie ...

Les États baltes sont les seuls où la mise en circulation de nouvelles monnaies se soit appuyée sur des mesures macro-économiques destinées à préserver leur valeur. En juin 1992, l'Estonie a instauré la couronne et mis en place, parallèlement, un fonds de stabilisation des changes afin de garantir un lien fixe avec le deutsche mark. S'il est conforté par des politiques adéquates, un tel système peut susciter rapidement la confiance du public dans la monnaie locale, même dans des circonstances difficiles; en outre, en investissant dans des actifs étrangers rémunérés, ce fonds peut au moins profiter de certains des avantages du seigneurage. La garantie initiale de cet arrangement repose sur l'or estonien d'avant-guerre, restitué, et sur divers autres actifs: tout accroissement de la masse monétaire est subordonné à une augmentation des avoirs étrangers de cet organisme, résultant soit d'un excédent des paiements courants, soit d'entrées de capitaux. Une politique monétaire rigoureuse a maintenu des rendements très élevés sur les dépôts en couronnes et s'est traduite par des entrées de devises fortes.

... et en Lettonie

Pour sa part, la Lettonie, où l'inflation demeure élevée, a décidé en juillet 1992 de faire provisoirement du rouble letton la seule monnaie légale. Même si l'approche diffère de celle de l'Estonie, en ce sens que le rouble letton flotte, les politiques budgétaire et monétaire suivent une

orientation tout aussi rigoureuse. Dès que la spirale inflationniste a été brisée et la monnaie stabilisée, les autorités ont entrepris de lui substituer définitivement une autre unité, le lit. De son côté, après avoir eu recours, dans un premier temps, à des coupons libellés en roubles, la *Lituanie* envisage d'introduire une nouvelle monnaie d'ici le milieu de 1993.

Malgré l'adoption de régimes de change différents, le succès des politiques de stabilisation mises en œuvre en Estonie et en Lettonie permet de penser que les orientations budgétaires et monétaires jouent un rôle décisif dans la lutte contre l'hyperinflation et que le choix entre change fixe ou flottant est secondaire. Cependant, en dépit de ce succès, ces économies doivent encore fournir un immense effort d'ajustement si elles veulent réussir à réduire leur dépendance économique considérable vis-à-vis de la Russie et à absorber une hausse massive des prix réels de l'énergie.

## Nouvelles économies industrialisées d'Asie et Chine

Globalement, la croissance du commerce extérieur des NEI d'Asie ne s'est pratiquement pas ralentie cette année, les importations et exportations enregistrant une hausse en volume supérieure à 10%. Cependant, les quatre pays du groupe ont connu des évolutions assez divergentes: alors que la demande intérieure a été peu dynamique en Corée du Sud et a baissé à Singapour, elle s'est raffermie en Chine de Taipei et à Hong Kong, ce qui s'est traduit par des différences appréciables dans les demandes d'importations.

La relative faiblesse de la demande intérieure, l'appréciation du cours de change réel et l'atonie de certains marchés-clés ont provoqué un recul sensible de la croissance tant des importations que des exportations de *Singapour*. Les échanges de services, qui jouent un rôle important dans ce pays, surtout le tourisme et les transports, ont cependant continué à enregistrer un excédent substantiel, compensant en partie le déficit grandissant au titre des marchandises. En *Corée du Sud*, le refroidissement encore plus prononcé de la demande intérieure a fait retomber l'accroissement des importations de plus de 17% en 1991 à moins de 2% l'an passé. Néanmoins, l'amélioration de la compétitivité semble avoir stimulé les exportations, qui ont augmenté de 10% en volume; si ce taux est fort proche de celui de l'année précédente, il représente en revanche un très net progrès par rapport au début de la décennie, lorsque les exportateurs avaient dû faire face, pendant trois ans, à une appréciation rapide du cours de change réel. Le déficit des paiements courants de la Corée du Sud a ainsi été sensiblement allégé.

Avec l'intégration progressive des économies de la Chine, de la Chine de Taipei et de Hong Kong, le poids de ce groupe dans le commerce mondial s'est encore accru puisque ses exportations à destination des pays industriels ont atteint au total quelque \$137 milliards. Les investissements directs réalisés par Hong Kong et sa position de zone commerciale ouverte ont largement contribué à la transformation économique de la Chine. Plus récemment, la relative détente intervenue sur le plan politique dans ce pays a permis un développement des liens avec la Chine de Taipei.

Croissance  
du commerce  
extérieur des  
NEI d'Asie ...

... avec des  
différences  
marquées

Poursuite de  
l'intégration  
entre ...



... la Chine  
de Taipei ...

Les exportations de la *Chine de Taipei* vers la Chine (via Hong Kong) se sont développées, pour s'établir à plus de \$6,3 milliards l'année passée; comme, de leur côté, les importations en provenance de Chine n'ont marqué aucune progression, un excédent commercial supérieur à \$5 milliards a été enregistré vis-à-vis de ce pays. Par contre, les ventes au Japon et à la Communauté européenne se sont inscrites en recul, en raison du ralentissement prononcé de la demande sur ces marchés, alors qu'à destination des États-Unis elles connaissaient une expansion. Parallèlement, la demande intérieure en termes réels a augmenté de plus de 9%, soit un peu plus rapidement qu'en 1991, et le volume des importations s'est accru de 17%. L'excédent des paiements courants est ressorti à \$8 milliards, chiffre le plus bas depuis huit ans.

... Hong Kong ...

Les échanges avec la Chine ont également beaucoup contribué au dynamisme des exportations de *Hong Kong*. Les très importants investissements réalisés ces dernières années en Chine y ont fortement développé l'industrie manufacturière et conforté l'essor rapide du commerce bilatéral: les réexportations de marchandises en provenance de Chine ont été multipliées par deux depuis 1989, alors que, sur la même période, les ventes directes n'ont pratiquement pas évolué (voir tableau).

... et la Chine

Selon les statistiques d'importations des pays industriels, les exportations de la *Chine* ont atteint \$63 milliards l'année passée, soit près du double du montant enregistré trois ans auparavant. Cette expansion continue et la poussée beaucoup plus importante que prévu des investissements, liée elle-même aux exportations, ont contribué à la croissance de 13% environ du PIB. Malgré une forte progression des importations, l'excédent de la Chine vis-à-vis des pays industriels a été porté à \$30 milliards. Cependant, selon les statistiques officielles chinoises, l'excédent global du commerce extérieur aurait été divisé par deux, revenant à \$5 milliards.

Commerce extérieur de la Chine						
	1980	1985	1989	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
	en milliards de dollars EU					
Paielements courants	0,7	-11,4	-4,3	12,0	13,3	6,4
Balance commerciale	-0,1	-13,1	-5,6	9,2	9,6	5,2
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Commerce avec les pays industriels<sup>2</sup></i>						
Solde	-5,2	-11,4	9,8	18,8	24,8	30,0
Exportations	8,1	13,2	34,1	40,0	50,9	63,1
Importations	13,3	24,6	24,3	21,1	26,1	33,1
<i>Exportations de Hong Kong</i>						
Exportations directes	13,7	16,7	28,7	29,0	29,7	30,2
Réexportations chinoises	1,7	4,4	24,1	30,9	40,6	52,2
Réexportations diverses	4,4	9,1	20,3	22,3	28,2	37,1
<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> Chiffres obtenus à partir des statistiques commerciales de l'OCDE. Les données sur les importations CAF sont converties FAB en retranchant une marge FAB/CAF de 8%. Sources: OCDE, Statistiques du commerce extérieur et données nationales.						

Comme l'analysait en détail le Rapport de l'année dernière, l'intégration de la Chine à l'économie mondiale s'opère de façon progressive depuis plus de dix ans et quelques vestiges de l'ancien système de planification centralisée subsistent. On peut distinguer deux éléments importants. Tout d'abord, le développement des échanges internationaux reste entravé par de multiples réglementations. La Chine ne dispose pas d'un régime commercial uniforme; les importations sont soumises à des tarifs élevés et à des contrôles quantitatifs; par ailleurs, certains avantages spécifiques accordés aux exportateurs ont artificiellement gonflé les ventes à l'étranger. Pourtant, des progrès significatifs ont été réalisés récemment sur la voie d'une réduction des obstacles aux importations avec la perspective d'une reprise des pourparlers en vue d'une adhésion au GATT; ces mesures semblent avoir joué un rôle dans la poussée des importations en 1992.

Persistance  
des barrières  
commerciales ...

Second élément à prendre en compte: la devise chinoise n'est toujours pas convertible. Dans le cadre de leur stratégie d'ouverture, les autorités ont eu recours à un système de double marché des changes, en maintenant un cours officiel tout en accroissant la part des transactions effectuées par le biais des Centres d'ajustement des changes, où les cours sont davantage déterminés par le marché. Au début de la présente décennie, la moitié environ des opérations transitaient par ces centres. En outre, des dévaluations substantielles du cours officiel (en décembre 1989 et novembre 1990) et les progrès sensibles en matière de stabilité macro-économique, sous la forme d'une nette réduction de l'inflation et de l'élimination du déficit des paiements courants, avaient permis, fin 1991, de ramener à moins de 10% l'écart entre le cours officiel et les cours liés au marché utilisés pour les contrats d'échange de devises.

... de la non-  
convertibilité  
de la monnaie ...

Cependant, cette convergence, qui avait laissé espérer que les autorités procéderaient à brève échéance à l'unification des cours, s'est brusquement inversée début 1992. Il semble que les principales causes de cette rupture aient été l'accélération de la hausse des prix et celle des importations. Autre explication: la crainte que la libéralisation des échanges requise pour une participation au GATT ne s'accompagne d'une dévaluation sensible du cours officiel. L'écart entre les deux cours s'est élargi tout au long de l'année 1992 et au début de 1993: en mars 1993, les cours des contrats d'échange étaient retombés à 40% au-dessous du cours officiel et ceux du marché noir plus bas encore. Comme la gestion du cours officiel consiste à le laisser glisser en fonction plus ou moins de l'écart d'inflation de la Chine avec ses principaux partenaires commerciaux, cette évolution s'est soldée par une importante dépréciation en termes réels qui a exacerbé les récentes tensions inflationnistes.

... et d'une  
importante  
dépréciation  
en termes réels

## Principaux mouvements de capitaux

### *Investissements directs*

Considérés globalement, les investissements directs des pays industriels à l'étranger ont une nouvelle fois diminué l'an passé, essentiellement en raison de la très importante réduction de la contribution japonaise



Ralentissement  
des investisse-  
ments directs  
du Japon

(tab. ci-dessous). Les capitaux investis ces dernières années par le Japon (plus de \$175 milliards de 1987 à 1991) ont apparemment généré des revenus très médiocres. Dans la balance des paiements du Japon, le produit total de ces investissements en 1992 ressort à \$7,7 milliards; le fait que les placements aux États-Unis ont continué à se solder par des pertes (évaluées à quelque \$2 milliards dans la balance américaine des paiements) a joué un rôle non négligeable dans cette évolution. Les États-Unis sont donc redevenus le premier investisseur mondial, puisqu'ils ont été à l'origine d'un quart environ de l'ensemble des sorties de capitaux des pays industriels en 1992. Les investissements des États-Unis en Amérique latine se sont établis à plus de \$11 milliards, contre \$8½ milliards dans la Communauté européenne.

Maintien d'un  
flux d'investisse-  
ment soutenu  
en Europe...

En revanche, les investissements étrangers aux États-Unis, qui représentaient plus de \$50 milliards par an durant la seconde moitié des années quatre-vingt, sont devenus négatifs en raison de liquidations d'investissements antérieurs. Malgré la récession, ils ont été relativement soutenus dans les autres pays industriels, avec une nouvelle progression pour ceux de la Communauté européenne. Les fusions intra-européennes et le renforcement de la présence d'entreprises hors CE ont joué un rôle non négligeable. Une fois de plus, le Royaume-Uni s'est taillé la part du lion en attirant \$19 milliards, devant la France (\$16 milliards); en revanche, les capitaux

Tendances globales des investissements directs						
	1976-80	1981-85	1986-90	1990	1991	1992*
	en milliards de dollars EU, moyenne annuelle					
Total des sorties	39,8	43,6	165,9	226,0	182,2	158,5
Pays industriels	39,2	42,1	157,4	213,0	171,1	147,1
<i>dont:</i>						
États-Unis	16,9	8,4	24,6	32,7	27,1	35,3
Japon	2,3	5,1	32,1	48,0	30,7	17,2
Communauté européenne	16,9	20,8	74,4	99,4	90,9	82,5
Pays en développement	0,6	1,5	8,5	13,0	11,1	11,4
<i>dont:</i>						
Asie	0,1	1,1	7,5	11,4	9,5	10,4
Amérique latine	0,2	0,2	0,6	1,0	0,8	1,0
Total des entrées	31,8	52,5	145,6	186,0	143,3	133,6
Pays industriels	25,2	34,9	122,6	156,2	101,8	83,9
<i>dont:</i>						
États-Unis	9,0	19,1	52,5	45,1	11,5	-3,9
Japon	0,1	0,3	0,3	1,8	1,4	2,7
Communauté européenne	13,5	12,8	54,5	86,0	68,6	70,3
Pays en développement	6,6	17,6	23,0	29,8	41,5	49,7
<i>dont:</i>						
Asie	2,1	4,9	13,3	18,6	24,0	28,0
Europe orientale	0,0	0,0	0,1	0,3	2,4	3,3
Amérique latine	4,1	5,0	6,3	7,3	12,0	13,0
* Chiffres en partie estimés.						
Sources: FMI, Statistiques de balance des paiements; données nationales; estimations BRI.						

à destination de l'Allemagne et de l'Italie ont été assez modestes (\$3-4 milliards dans chaque cas en 1992). L'Espagne et le Portugal ont enregistré un repli par rapport aux niveaux relativement élevés des dernières années.

À l'intérieur de l'Asie, l'attrait du Sud-Est, après des années d'investissements massifs, a quelque peu diminué au profit de la Chine, qui a reçu près de \$7 milliards, contre \$4,4 milliards en 1991, en provenance surtout de Hong Kong et de la Chine de Taipei. L'Amérique latine a également bénéficié d'un net regain d'intérêt, tandis que les investissements à destination de l'Europe orientale connaissent un développement notable.

... en Asie ...

... et en  
Amérique latine

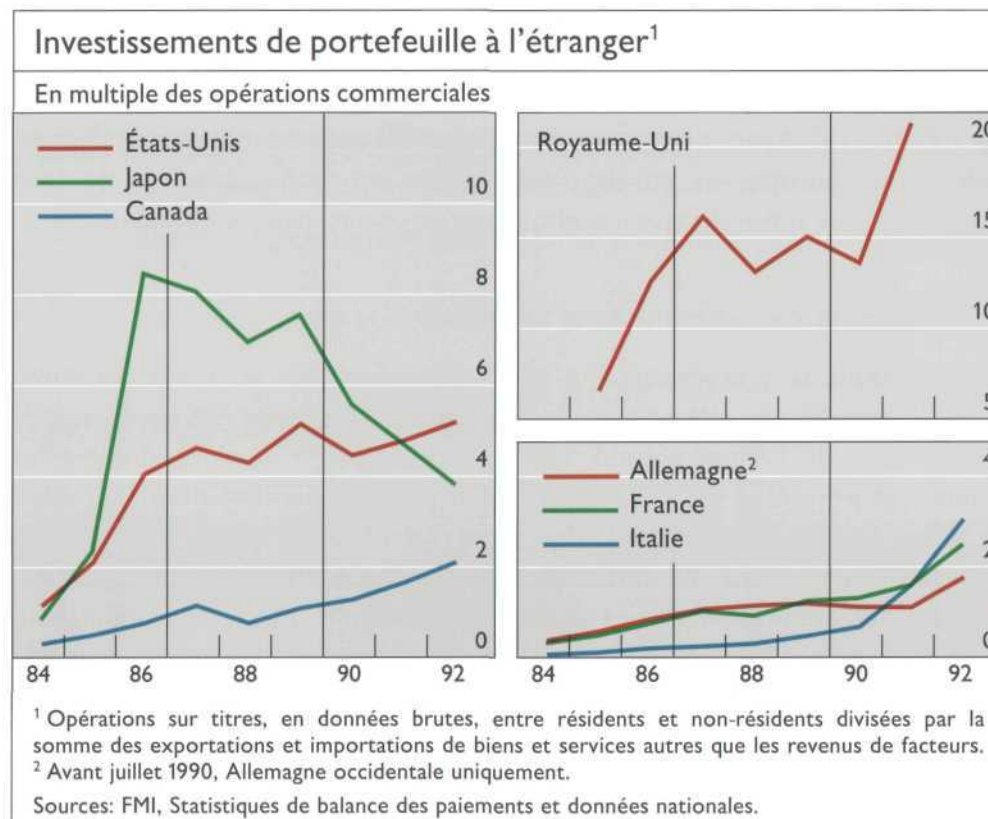
### Investissements de portefeuille

Même s'ils ont diminué, les investissements de portefeuille sont restés soutenus puisque les sorties ont porté au total sur \$238 milliards (tab. ci-dessous). Ceux du Japon et du Royaume-Uni, qui venaient en tête en 1991, ont régressé; les États-Unis ont enregistré une progression légère, alors qu'en Europe continentale l'accroissement a été très marqué, l'Allemagne établissant un nouveau record avec \$43 milliards. En fait, cette forte expansion des mouvements en provenance et à destination de l'Europe continentale est l'une des caractéristiques de la présente décennie; il faut y voir non seulement la suppression des contrôles des changes, mais également un assouplissement des restrictions sur les opérations des investisseurs institutionnels en titres étrangers.

Augmentation  
des investisse-  
ments de  
portefeuille  
en Europe

Investissements de portefeuille dans les pays industriels						
	1976-80	1981-85	1986-90	1990	1991	1992*
	en milliards de dollars EU, moyenne annuelle					
Total des sorties	15,0	60,6	185,0	152,8	274,0	238,0
dont:						
États-Unis	5,3	6,5	13,6	28,8	45,0	48,6
Japon	3,4	25,0	85,9	39,7	74,3	34,4
Royaume-Uni	2,3	13,6	26,1	29,2	51,6	47,3
Autres pays de la CE	3,8	10,4	44,4	47,2	69,2	92,3
Total des entrées	31,9	77,8	184,6	154,9	374,6	308,5
dont:						
États-Unis	5,2	29,4	44,7	- 0,9	51,2	65,0
Japon	5,1	12,6	26,9	34,7	115,3	8,2
Royaume-Uni	2,3	3,5	22,1	9,4	28,7	29,6
Autres pays de la CE	9,7	18,5	57,3	85,0	123,6	168,9
Pour mémoire:						
Acquisitions d'actions	5,0	12,4	24,4	-18,0	79,0	20,0
dont:						
États-Unis	1,8	3,4	4,9	-14,5	9,2	-11,2
Japon	1,0	2,1	-11,6	-13,3	46,8	8,7
Royaume-Uni	0,5	1,4	10,1	2,6	5,4	9,4
Autres pays de la CE	1,1	2,4	13,2	7,0	10,9	8,1
* Chiffres en partie estimés.						
Sources: FMI, Statistiques de balance des paiements et données nationales.						





Les entrées en Europe continentale ont augmenté et représenté largement plus de la moitié des apports aux pays industriels, avec une prédominance des placements obligataires, alors que les acquisitions nettes d'actions ont fortement diminué. Les investissements de portefeuille se sont considérablement accrus en Allemagne et en France, pendant qu'ils se contractaient en Italie, en Espagne et en Suède. Au Japon, ils ont été pratiquement inexistant, le faible niveau des taux servis sur les placements obligataires ayant provoqué des cessions nettes de titres japonais par les non-résidents, tandis que les incertitudes relatives au marché boursier de Tokyo restreignaient les acquisitions nettes d'actions. Aux États-Unis, la lenteur de la reprise a affecté la confiance et entraîné des ventes nettes d'actions américaines par les non-résidents; en outre, durant la majeure partie de l'année, le repli des rendements obligataires américains par rapport à ceux du deutsche mark et des monnaies qui y sont étroitement liées et les anticipations à la baisse du dollar ont réduit l'intérêt des investisseurs étrangers pour les obligations. Cependant, le vif redressement de la confiance dans le dollar au quatrième trimestre s'est traduit par une vague d'acquisitions de valeurs américaines par les non-résidents. Par ailleurs, malgré le caractère incomplet des données de balances des paiements sur les flux vers les pays en développement, certains éléments permettent d'affirmer que les placements réalisés dans ces pays, notamment en Asie du Sud-Est et en Amérique latine, sont restés soutenus.

L'une des conséquences du développement des placements transfrontières et du volume souvent élevé des opérations sur titres est que les opérations de portefeuille sont à présent supérieures aux transactions

commerciales, parfois même au multiple. Dans le cas des États-Unis, du Japon et du Royaume-Uni, ce changement est intervenu au milieu des années quatre-vingt, alors qu'en Europe continentale il est plus récent (graph. p. 103). Avec l'accroissement substantiel des investissements de portefeuille en Europe, les marchés des changes sont inévitablement devenus beaucoup plus sensibles aux modifications du climat dans ce domaine.

D'avantage  
d'opérations  
sur titres que  
de transactions  
commerciales

## Mouvements de capitaux dans les principaux pays

Les pressions sans précédent qui se sont exercées sur les monnaies européennes ont eu une influence déterminante sur la balance des mouvements de capitaux de l'Allemagne en 1992. La chronologie détaillée des événements est présentée au Chapitre VIII. On peut brièvement distinguer trois grandes périodes: une phase de calme relatif en Europe, suivie d'une montée des tensions qui ont atteint leur apogée en septembre, contraignant deux grandes monnaies du MCE à sortir du mécanisme; enfin, une nervosité persistante, mais sans accès de fièvre semblables à ceux de l'automne.

Au premier semestre, le déficit des paiements courants de l'Allemagne ainsi que de modestes sorties nettes au titre des investissements directs et de portefeuille ont été financés par l'intermédiaire des banques commerciales allemandes, l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la monnaie allemande et le dollar suscitant un report des investisseurs vers les placements en deutsche marks. Un calme relatif régnait alors sur les marchés européens et, durant ces six mois, l'excédent des entrées de capitaux par rapport au déficit des paiements courants n'a été que de DM 10 milliards (tab. ci-contre). Au début de l'été, cependant, le rythme des entrées s'est accéléré, parallèlement à la poursuite du repli du dollar et à l'émergence de pressions sur certaines monnaies européennes vis-à-vis du deutsche mark. Les acquisitions d'obligations allemandes par les non-résidents n'ont cessé d'augmenter, alors que les achats de titres étrangers par les investisseurs allemands s'inscrivaient en recul, de sorte qu'en juillet les sorties nettes de capitaux s'étaient inversées. Les pressions se sont intensifiées à partir de fin août, les marchés des capitaux jugeant que les parités de certaines monnaies du MCE n'étaient plus viables et les capitaux privés ont alors afflué. En septembre (époque où ces entrées ont atteint leur maximum), les achats de titres allemands (essentiellement des obligations) par les non-résidents se sont élevés à DM 33 milliards et les dépôts auprès des banques allemandes se sont accrus de DM 28 milliards. Les entrées nettes (y compris un important poste «erreurs et omissions» traduisant sans doute, pour une large part, des mouvements non recensés) ont dépassé DM 86 milliards et, en présence d'un léger déficit des paiements courants, la position créditrice extérieure nette de la Bundesbank s'est renforcée de DM 82,5 milliards.

Gros afflux  
de capitaux  
en Allemagne  
durant la récente  
crise des changes ...

La livre sterling et la lire italienne ayant été mises en flottement et le franc français ayant surmonté avec succès une première vague de pressions considérables, on a constaté un certain désengagement du deutsche mark.

... inversés  
seulement en  
partie par la suite



Mouvements de capitaux en Allemagne								
Période	Paie- ments courants	Mouvements de capitaux					Variation de la position extérieure nette	
		Total (y compris erreurs et omissions)	dont				de la Bundes- bank*	des banques commer- ciales
			Investisse- ments directs nets	Investisse- ments des non- résidents en titres allemands	Investisse- ments des résidents en titres étrangers	Opérations à court terme des banques commer- ciales		
en milliards de deutsche marks								
1992								
Janvier-juin	-19,4	29,7	- 8,0	10,5	-33,9	57,0	10,3	-58,6
Juillet	- 7,8	9,4	- 1,7	12,7	- 5,4	- 8,5	1,5	8,1
Août	- 1,4	4,8	- 1,2	10,5	- 2,4	3,0	3,3	- 7,7
Septembre	- 3,6	86,1	- 3,1	33,5	2,9	33,1	82,5	-40,2
Octobre	- 2,5	-35,5	- 0,1	21,3	-10,6	-24,9	-38,0	15,3
Novembre	- 0,7	- 0,4	- 1,9	8,3	- 9,0	- 2,2	- 1,1	- 3,7
Décembre	- 4,8	15,0	- 6,0	30,1	- 9,7	6,7	10,2	-21,3
1993								
Janvier	- 5,3	- 6,1	- 1,6	31,7	-11,3	11,8	-11,3	-15,1
Février	n.d.	n.d.	0,1	24,1	-12,4	- 6,3	-12,1	- 1,7
Juillet 1992- janvier 1993	-26,2	73,3	-15,6	148,2	-45,5	19,0	47,1	-64,5
* La variation de la position extérieure nette de la Bundesbank est égale à la somme des soldes des paiements courants et des mouvements de capitaux.								
Source: Deutsche Bundesbank.								

En octobre, les dépôts des non-résidents auprès des banques allemandes ont diminué et les prêts en deutsche marks aux non-résidents se sont accrus; les banques commerciales ont alors enregistré des sorties nettes de DM 25 milliards, inversant ainsi aux trois quarts environ les entrées de septembre. Cependant, en raison de la persistance d'incertitudes sur les autres monnaies du MCE et d'anticipations d'une baisse des rendements obligataires en Allemagne, les non-résidents ont continué d'acquérir de gros montants de valeurs allemandes. Toutefois, une proportion importante de ces acquisitions par les «non-résidents» était le fait de fonds communs de placement étrangers proposant ensuite aux résidents allemands des titres libellés en deutsche marks: les entrées nettes retraçant des opérations sur titres sont ainsi retombées à quelque DM 11 milliards. Globalement, les sorties nettes non officielles ont dépassé DM 35 milliards en octobre, de sorte que le mouvement de septembre – accumulation d'avoirs extérieurs par la Bundesbank – se trouvait inversé pour un peu moins de la moitié.

Après une période de relative accalmie en novembre, les afflux de capitaux ont repris en décembre; la demande étrangère nette de titres allemands est restée soutenue jusque dans le courant du mois de janvier, pour n'être que partiellement inversée par la suite. Entre juillet 1992 et janvier 1993, les entrées nettes du secteur privé ont atteint plus de DM 73 milliards, soit près de trois fois le déficit des paiements courants,

entraînant une augmentation de DM 47 milliards de la position extérieure nette de la banque centrale.

L'élargissement du solde négatif des paiements courants des États-Unis, l'année dernière, a coïncidé avec les plus gros investissements directs à l'étranger depuis des années. Au premier semestre, ce déficit a été essentiellement financé grâce au renforcement de \$42 milliards des avoirs officiels étrangers aux États-Unis (tab. ci-dessous), les avoirs des pays en développement hors OPEP progressant de \$22 milliards, après \$32 milliards en 1991. Au troisième trimestre, cependant, les avoirs officiels étrangers aux États-Unis baissaient de plus de \$7 milliards, en raison des interventions considérables des banques centrales européennes, mais ce mouvement était inversé dans une large mesure au quatrième trimestre. Le secteur bancaire a enregistré des entrées substantielles au second semestre, les non-résidents continuant à rembourser les prêts octroyés par les banques américaines, tandis que les établissements de crédit sous contrôle étranger empruntaient hors des États-Unis (Chapitre V). Le quatrième trimestre était caractérisé par d'importantes acquisitions de titres américains par les non-résidents, alors que de fortes pressions à la hausse s'exerçaient sur le dollar.

Au premier semestre de 1992, la cause de l'élargissement de l'excédent courant du Japon a été la poursuite de l'ample contraction des engagements extérieurs des banques nippones, consécutive à la réduction de leur activité internationale. Cependant, ce désengagement (qui avait également constitué le principal facteur de financement en 1991) semble s'être infléchi vers le milieu de l'année. Au second semestre, les sorties nettes relatives aux opérations sur titres se sont accentuées, suite à un

Financement du déficit des États-Unis par un accroissement des avoirs officiels en dollars ...

... et des entrées de capitaux bancaires

Japon

Mouvements de capitaux aux États-Unis et au Japon							
Poste	1988	1989	1990	1991	1992	1992	
						SI	S II
	en milliards de dollars EU						
États-Unis							
Mouvements de capitaux	90,3	118,1	60,5	-18,9	20,7	-17,1	37,9
dont: Investissements directs	41,8	38,9	12,4	-15,6	- 39,3	-21,4	-17,8
Valeurs mobilières <sup>1</sup>	38,7	46,3	-29,7	6,1	16,3	7,4	8,9
Opérations bancaires résiduelles	13,9	12,1	23,8	-18,4	47,0	21,8	25,3
Écart statistique	- 0,1	2,4	47,4	- 1,1	- 13,1	-36,3	23,2
Solde monétaire officiel net <sup>2</sup>	36,3	-17,0	29,9	22,6	41,7	41,8	- 0,1
Japon							
Mouvements de capitaux	-64,2	-81,9	-56,6	-90,0	-118,9	-63,0	-55,9
dont: Investissements directs	-34,7	-45,2	-46,3	-29,4	- 14,5	- 5,7	- 8,8
Valeurs mobilières	-66,7	-28,0	- 5,0	41,0	- 26,2	- 0,8	-25,4
Opérations bancaires résiduelles	44,5	8,6	-13,6	-93,5	- 73,0	-65,5	- 7,5
Écart statistique	2,8	-22,0	-20,9	- 7,8	- 10,5	6,9	-17,4
Solde monétaire officiel net <sup>2</sup>	-15,5	24,7	20,9	17,1	1,4	6,7	- 5,3

<sup>1</sup> Y compris les titres du Trésor des États-Unis. <sup>2</sup> Variation des réserves en or et en devises moins variation des engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères. Les chiffres ne sont pas corrigés des fluctuations de change. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels.

<sup>1</sup> Y compris les titres du Trésor des États-Unis. <sup>2</sup> Variation des réserves en or et en devises moins variation des engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères. Les chiffres ne sont pas corrigés des fluctuations de change. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels.



renforcement sensible des achats d'obligations étrangères par les résidents et à des cessions notables d'obligations japonaises par les non-résidents, en liaison avec la baisse du rendement des titres nippons vis-à-vis des instruments en deutsche marks et en dollars.

## Réserves internationales autres que l'or

Modeste  
progression des  
réserves globales

La croissance de l'ensemble des réserves mondiales autres que l'or a été de \$21,8 milliards l'an dernier, soit une progression de 2,3% seulement; à cours de change constants, l'augmentation ressort à 6,5%, le dollar s'étant apprécié vis-à-vis de toutes les monnaies à l'exception du yen. Par contre, les avoirs officiels en or, évalués aux cours du marché, ont enregistré une baisse de \$22 milliards (Chapitre V).

Incidence des  
interventions  
sur l'évolution  
des réserves  
en Europe

Les interventions massives sur les marchés des changes en Europe ont été le principal facteur de l'évolution des réserves nationales. Les avoirs officiels de l'Allemagne ont augmenté de 44%, pour s'établir à \$91 milliards en fin d'année, faisant ainsi de ce pays le premier détenteur d'actifs de réserve. Leur montant a même atteint \$119 milliards en septembre 1992, en raison du soutien apporté par l'Allemagne aux monnaies européennes faisant l'objet de pressions; les crédits consentis à cette occasion ayant été en grande partie remboursés, les réserves allemandes ont décliné. En revanche, les réserves officielles brutes de l'Italie ont fléchi de \$20 milliards et sont revenues à leur plus faible niveau depuis 1986, le recul se concentrant sur les huit premiers mois. Après la suspension de la participation de la lire au MCE à la mi-septembre, le niveau des avoirs officiels s'est redressé pendant trois mois, avant de retomber en décembre lorsque la lire a été soumise à de nouvelles pressions. Les réserves de l'Espagne ont diminué de plus de \$20 milliards, soit la chute la plus importante enregistrée l'année dernière. Des emprunts officiels substantiels ont permis de limiter la baisse des réserves brutes du Royaume-Uni et contribué à l'accroissement de celles de la Suède.

En ce qui concerne les États-Unis, la réduction de \$6 milliards des réserves de change peut être attribuée à une série d'opérations hors marché conclues, comme l'année dernière, avec la Bundesbank et destinées à ramener le niveau des réserves en dollars et en deutsche marks des deux pays à des niveaux compatibles avec les besoins du moment.

Pays en  
développement

Les réserves officielles (or non compris) des pays en développement se sont encore sensiblement renforcées, notamment dans les pays à revenu intermédiaire d'Amérique latine et d'Asie. C'est le Brésil qui a enregistré la hausse la plus importante: \$14,5 milliards. En Asie, les progressions les plus notables concernent la Corée du Sud, la Malaisie et Singapour. Pour sa part, l'Égypte a fait état d'un quasi-doublement de ses réserves, qui ont atteint \$10,8 milliards. En revanche, celles de l'Arabie Saoudite ont diminué de \$5,7 milliards. Par ailleurs, les pays les plus pauvres ont continué à souffrir d'une grave pénurie de liquidités internationales.

La composition des réserves officielles liées à la participation au FMI a subi d'importantes modifications l'année dernière. La diminution de

Réserves officielles autres que l'or					
Pays et groupe de pays	Variation				Encours à fin 1992
	1989	1990	1991	1992	
	en milliards de dollars EU				
Pays industriels	30,6	87,3	-15,7	-26,0	556,1
<i>dont:</i>					
Allemagne	2,4	6,8	- 4,4	27,9	90,9
Japon	-12,8	- 5,5	- 6,4	- 0,4	71,6
États-Unis	26,8	8,7	- 5,6	- 6,4	60,3
Espagne	4,4	9,7	14,7	-20,4	45,5
Royaume-Uni	- 9,3	1,1	6,0	- 5,3	36,6
Italie	12,1	15,9	-14,0	-19,9	28,8
France	- 0,7	12,1	- 5,4	- 4,3	27,0
Pays d'Europe de l'Est <sup>1</sup>	2,4	- 8,2	- 4,8	2,1	15,2
<i>dont:</i>					
Hongrie	- 0,2	- 0,2	2,9	0,9	4,9
Pologne	0,3	2,2	- 0,9	0,5	4,1
Tchécoslovaquie	0,6	- 1,1	2,1	- 0,2	1,1
NEI d'Asie <sup>2</sup>	5,4	6,2	15,2	9,1	139,3
<i>dont:</i>					
Chine de Taipei	- 0,7	- 0,8	10,0	- 0,1	82,3
Singapour	3,3	7,4	6,4	5,8	39,9
Corée du Sud	2,8	- 0,4	- 1,2	3,4	17,1
Autres pays en développement	7,3	34,9	54,6	36,6	271,9
<i>dont:</i>					
Chine	- 0,6	11,6	14,1	2,7	46,4
Brésil	0,6	- 0,1	0,6	14,5	22,5
Thaïlande	3,4	3,8	4,2	2,8	20,4
Malaysia	1,3	2,0	1,1	8,6	19,4
Mexique	1,1	3,5	7,9	1,2	19,0
Égypte	0,3	1,2	2,6	5,5	10,8
Arabie Saoudite	- 3,8	- 5,1	0,0	- 5,7	5,9
Inde	- 1,0	- 2,3	2,1	2,1	5,8
Total	45,7	120,2	49,3	21,8	982,5
Pour mémoire:					
Composition des réserves par catégorie d'actifs					
Devises	51,4	117,3	41,2	22,0	849,1
Positions de réserve au FMI	- 4,6	0,3	3,2	9,6	46,6
DTS	- 0,2	2,0	0,4	-11,7	17,7
Écus officiels	- 0,9	0,6	4,5	1,9	69,1

<sup>1</sup> Albanie, Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie, ex-Union soviétique et ex-Yougoslavie. Les chiffres pour l'Albanie et la Bulgarie concernent les dépôts auprès des banques déclarantes BRI.

<sup>2</sup> À l'exclusion de Hong Kong.

<sup>1</sup> Albanie, Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie, ex-Union soviétique et ex-Yougoslavie. Les chiffres pour l'Albanie et la Bulgarie concernent les dépôts auprès des banques déclarantes BRI. <sup>2</sup> À l'exclusion de Hong Kong.

\$11,7 milliards des avoirs en DTS correspond à des versements d'actifs de réserve au FMI au quatrième trimestre, au titre de l'accroissement des contributions à la neuvième révision générale des quotes-parts. Les pays industriels, en particulier, ont le plus souvent réglé cette augmentation au moyen de DTS, leurs créances en DTS devant s'étoffer avec les tirages en



Incidence de la neuvième révision des quotes-parts sur les avoirs en DTS et les positions de réserve au FMI

devises utilisables par les pays ayant besoin des ressources du FMI. Le renforcement de \$9,6 milliards des *positions de réserve au FMI* provient essentiellement du relèvement des quotes-parts. Par ailleurs, en dépit de l'octroi de montants en Écus sans précédent aux pays du MCE dont la monnaie était soumise à des pressions, le total des réserves en *Écus officiels* n'a progressé que de \$1,9 milliard, plus des deux tiers des crédits consentis à l'automne aux pays participants s'étant trouvés remboursés à la fin de l'année.

## V. Marchés internationaux des capitaux

### Faits saillants

En dépit de la morosité économique et financière, 1992 a été riche en événements sur les marchés internationaux des capitaux. Soumis à des forces opposées, les divers compartiments ont fait l'objet de divergences et fluctuations importantes en cours d'année. Ainsi, les turbulences sur les changes ont été déterminantes dans la soudaine interruption de la contraction du crédit bancaire au troisième trimestre et dans le dynamisme des opérations sur titres libellés dans les devises-refuge, au détriment des monnaies à rendement élevé. La baisse généralisée des taux longs a stimulé les financements et refinancements en obligations, aux dépens du court terme. L'instabilité accrue des changes et des taux du marché monétaire a également favorisé le recours aux instruments dérivés pour couvrir l'augmentation des risques. Un autre facteur d'expansion a été le développement des emprunts du secteur public destinés à couvrir des déficits budgétaires croissants ou, dans certains cas, à reconstituer les réserves de change. Parallèlement, l'institutionnalisation de la gestion de portefeuille, dans un contexte de déréglementation, a dopé les flux transfrontières, de même que la vigueur des économies d'Asie et la reprise des flux spontanés vers l'Amérique latine.

Des obstacles de taille ont cependant freiné l'expansion des marchés. Premièrement, la faiblesse générale des économies et la détérioration concomitante de la cote de crédit des intervenants ont pesé sur l'ensemble des compartiments, tant du côté de l'offre que de la demande. Deuxièmement, le poids des emprunts d'État, conjugué à une sélectivité accrue des investisseurs, a renforcé l'éviction des emprunteurs de second rang, y compris au sein du secteur public. Troisièmement, la morosité boursière a restreint le recours aux financements liés aux actions, alors que les remboursements s'accéléraient. Pour le papier commercial, enfin, la concurrence des marchés nationaux a eu tendance à desservir l'euromarché, bien que, en raison de différences entre cadres réglementaires ou dans le processus de déréglementation lui-même, des mouvements en faveur de certains compartiments de l'euromarché aient été observés.

Au premier semestre, l'environnement a limité les opérations internationales des banques plus encore qu'en 1991. La crise bancaire dans certains pays, les provisions importantes pour pertes, la morosité des marchés boursiers et l'application des nouvelles normes de fonds propres ont accentué le retrait. Ces facteurs se sont ensuite trouvés temporairement éclipsés par les turbulences sur les changes: les banques en Europe ont, en effet, joué un rôle d'intermédiation décisif dans l'offre ou la demande de monnaies.



## Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)

Composante	Variation <sup>1</sup>						Montant à fin 1992
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
	en milliards de dollars EU						
Créances externes des banques déclarantes <sup>2</sup>	601,8	436,1	684,9	608,3	- 54,7	180,5	6.197,6
Créances internes en devises	163,0	74,8	122,2	105,9	- 48,7	-24,7	1.154,0
<i>moins: dépôts interbancaires</i>	444,8	250,9	397,1	249,2	-183,4	-39,2	3.691,6
A = Prêts bancaires internationaux nets <sup>3</sup>	320,0	260,0	410,0	465,0	80,0	195,0	3.660,0
B = Tirages nets d'euro-effets	23,4	19,5	6,9	30,9	32,5	37,5	176,9
Émissions d'obligations internationales	180,5	221,6	264,7	239,8	319,7	340,0	
<i>moins: amortissements et rachats</i>	72,6	82,5	89,4	107,9	149,3	222,5	
C = Financement obligataire net	107,9	139,1	175,3	131,9	170,4	117,5	1.687,2
D = A + B + C = Total des financements	451,3	418,6	592,2	627,8	282,9	350,0	5.524,1
<i>moins: duplications d'écritures<sup>4</sup></i>	51,3	68,6	77,2	77,8	37,9	70,0	584,1
E = Financements internationaux nets	400,0	350,0	515,0	550,0	245,0	280,0	4.940,0

L'inclusion, pour la première fois, à fin septembre 1990 des positions des banques situées dans les cinq Länder d'Allemagne orientale a renforcé de quelque \$20 milliards l'expansion recensée. Parallèlement, les positions vis-à-vis de l'ex-RDA ont été reportées sur l'Allemagne.

<sup>1</sup> Flux bancaires et, à partir de 1990, tirages d'euro-effets à taux de change constants de fin de trimestre; financements obligataires aux taux de change en vigueur aux dates d'annonce; les encours sont convertis aux taux de change courants.

<sup>2</sup> Données transmises par les banques situées dans les pays du Groupe des Dix plus Luxembourg, Autriche, Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Norvège, Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, îles Caïmans, Hong Kong et Singapour ainsi que par les succursales des banques américaines au Panama. <sup>3</sup> Moins duplications d'écritures dues aux dépôts successifs entre banques déclarantes (estimations). <sup>4</sup> Obligations souscrites par les banques déclarantes et déjà prises en compte dans les créances bancaires sur les non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes essentiellement pour soutenir leurs activités internationales de prêt.

Sur les marchés des titres également, on a constaté des divergences notables entre compartiments et périodes. Alors que l'importance des facilités non utilisées en faveur des meilleures signatures a freiné l'expansion dans le court terme, l'élargissement de la gamme d'instruments et techniques disponibles a favorisé la mise en place de programmes d'émissions d'eurobons à moyen terme négociables (euro-BMTN). Sur le marché obligataire, la croissance des émissions traditionnelles à taux fixe du secteur public, d'une part, et les remboursements d'obligations liées aux actions, d'autre part, se sont traduits par une progression de 7,5% de l'encours. Malgré le repli des taux longs, qui a encouragé les financements aux conditions en vigueur, le marché a pâti de l'existence d'autres sources facilement disponibles, euro-BMTN en particulier. Le désengagement lors de la crise des changes a été spectaculaire dans le cas de l'Écu: le retournement soudain du sentiment vis-à-vis du Système monétaire européen et les incertitudes entourant la ratification du Traité de Maastricht ont durement touché ce compartiment en juin et les difficultés se sont aggravées après l'été.

La crise des changes en Europe a également été à l'origine d'une véritable explosion des transactions sur produits dérivés négociés sur marchés organisés, entre août et octobre. Face à une instabilité exceptionnelle des taux courts et à l'assèchement de la liquidité sur un certain nombre d'instruments sous-jacents, les utilisateurs ont cherché à se couvrir grâce aux produits dérivés. Sur les marchés de gré à gré, les contrats d'échange et

opérations connexes ont, eux aussi, continué à se développer à un rythme rapide, alors que des difficultés se faisaient jour sur les options entre devises européennes et sur les options de taux d'intérêt.

## Marché bancaire international

La faible reprise (2 points) de la croissance des agrégats bancaires internationaux l'année dernière s'explique uniquement par l'explosion du troisième trimestre, au plus fort des tensions sur les changes en Europe. Même si ces flux ont eu tendance à décroître par la suite, ils ont cependant modifié profondément la répartition des agrégats par monnaie, par centre et par nationalité des institutions déclarantes. Mis à part ces influences spécifiques, les forces à l'origine du recul de 1991 ont continué de peser sur le marché; en particulier, les banques japonaises ont encore allégé leur bilan international – avec un repli à lui seul supérieur à la contraction globale de l'interbancaire. En outre, les banques nordiques se sont désengagées en raison de difficultés de financement et de remboursements de prêts en devises par leurs clients. En revanche, les autres banques européennes ont bénéficié des mouvements de fonds liés aux turbulences sur les changes.

Explosion de l'activité durant la crise des changes ...

La croissance du crédit bancaire net (après élimination des duplications d'écritures), soit 6%, a également été dopée par des entrées et des sorties de capitaux liées aux tensions monétaires. Outre les opérations nettes en

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale					
Emplois et origines	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1992
	1989	1990	1991	1992	
	en milliards de dollars EU				
A = Créances sur les pays hors zone <i>dont: sur le secteur non bancaire</i>	- 1,7 -11,7	-11,9 - 9,6	8,1 - 0,7	63,7 17,7	813,2 412,8
B = Créances intra-zone	793,8	680,8	-103,9	88,2	6.421,7
1) <i>Créances sur le secteur non bancaire</i>	229,7	284,4	100,8	89,8	1.878,6
2) <i>Absorption par les banques pour prêts internes</i>	167,0	147,2	- 21,3	37,6	851,5
3) <i>Dépôts interbancaires</i>	397,1	249,2	-183,4	-39,2	3.691,6
C = Non attribué	15,0	45,4	- 7,6	3,8	116,8
D = A + B + C = Avoirs bancaires internationaux bruts	807,1	714,2	-103,4	155,8	7.351,6
E = D - B 3) = Crédit bancaire international net (estimations)	410,0	465,0	80,0	195,0	3.660,0
A = Engagements envers les pays hors zone <i>dont: envers le secteur non bancaire</i>	57,6 29,7	92,2 37,7	- 12,4 - 12,1	11,8 - 9,5	717,4 307,1
B = Engagements intra-zone	720,4	626,2	-201,6	84,8	6.048,7
1) <i>Engagements envers le secteur non bancaire*</i>	158,1	175,7	16,4	93,0	1.241,2
2) <i>Apport par les banques de fonds internes</i>	148,6	165,1	20,2	64,5	1.282,3
3) <i>Dépôts interbancaires</i>	413,7	285,4	-238,2	-72,7	3.525,2
C = Non attribué	45,7	32,0	55,8	25,7	419,0
D = A + B + C = Engagements bancaires internationaux bruts	823,7	750,4	-158,2	122,3	7.185,2

\* À partir de 1990, y compris les fonds fiduciaires acheminés par les banques situées en Suisse.

\* À partir de 1990, y compris les fonds fiduciaires acheminés par les banques situées en Suisse.



... dans un  
marché par  
ailleurs déprimé

monnaie nationale ou en devises effectuées par les banques déclarantes elles-mêmes durant la crise, le crédit à la clientèle au sein de la zone a bénéficié d'un volume record d'opérations en eurodeutsche marks du secteur non bancaire allemand et de la vive demande émanant des États-Unis. Parallèlement, les prêts aux pays hors zone ont enregistré leur plus forte progression en dix ans, même si les banques ont adopté une attitude sélective face à la demande vigoureuse des pays en développement et leur ont appliqué des conditions de prêt sévères. Dans l'ensemble, et à l'exception majeure de leur rôle d'intermédiation lors de la crise des changes, les banques déclarantes ont donc continué à souffrir de la faiblesse de la conjoncture et de la demande de crédit qui en découle, d'une perception accrue du risque et, dans certains cas spécifiques, de l'application des nouvelles normes de fonds propres.

#### *Les banques de la zone déclarante face à la crise des changes*

La crise  
des changes  
en Europe:  
importantes  
sorties de fonds  
hors des  
monnaies sous  
pression ...

Comme le montre partiellement le tableau de la page suivante, les remous monétaires en Europe au second semestre ont déclenché des transferts nets de grande ampleur entre certains systèmes bancaires nationaux et les compartiments correspondants de l'eumarché. D'une part, les banques des pays dont la monnaie était attaquée en ont exporté d'importants montants, surtout celles de France (\$24 milliards) et du Royaume-Uni (\$11 milliards) au troisième trimestre, alors que les pressions spéculatives étaient à leur maximum. Ces fonds ont en partie été absorbés par les autres banques déclarantes (eurobanques), qui les ont cédés sur les marchés des changes, ce qu'illustrent notamment le retournement de \$21 milliards de leur position nette en francs français, devenue débitrice, et l'élargissement de \$5 milliards de leur position débitrice nette en livres sterling. Deux remarques s'imposent à cet égard: premièrement, la modification des positions nettes des eurobanques consécutive à ces conversions de devises ne résulte que de façon marginale peut-être – voire pas du tout – des prises de position pour compte propre et, pour l'essentiel, ne représente probablement que la contrepartie d'opérations à terme, en particulier pour le compte de leur clientèle; deuxièmement, comme les données transmises à la BRI sont des chiffres de fin de trimestre, les variations constatées ne reflètent pas nécessairement toute l'ampleur des prises de position liées à la crise des changes.

... vers les  
monnaies-refuge

Par ailleurs, le report en faveur des devises-refuge ressort en particulier des importations nettes de capitaux par les banques situées en Allemagne, dans les pays du Benelux, en Suisse et, à une moindre échelle, aux États-Unis, ainsi que des achats nets par les banques sises hors du pays d'émission. Les banques du Benelux ont enregistré d'importantes entrées de fonds reflétant un renforcement des pressions à la hausse sur le florin et le franc belge vers la fin de l'année. Si les exigibilités nettes en deutsche marks des eurobanques sont restées globalement inchangées au second semestre, ce résultat s'explique par une contraction de \$32 milliards au troisième trimestre – totalement inversée, avec des sorties de fonds du secteur bancaire allemand, au cours des trois mois suivants, lorsque la

Variation par monnaie des positions nettes en devises des banques*										
Monnaie	Position extérieure en monnaie nationale					Positions extérieure et locale en devises				
	Année		1992		Montant à fin 1992	Année		1992		Montant à fin 1992
	1991	1992	T III	T IV		1991	1992	T III	T IV	
	en milliards de dollars EU									
Dollar EU	5,4	-52,8	-25,6	-11,6	-119,5	-34,4	52,3	22,1	4,3	63,0
Couronne suédoise	0,4	- 1,0	2,3	- 0,9	- 2,4	..	..	..	..	..
Deutsche mark	-11,4	-41,4	-20,7	9,7	60,9	0,8	- 2,3	32,2	-31,9	-61,4
Florin néerlandais	2,3	-11,2	- 4,9	- 8,6	- 0,1	- 4,8	- 3,1	0,8	0,6	- 8,4
Franc belge	5,5	- 3,9	- 2,9	- 1,3	- 6,8	- 6,0	1,1	- 1,1	2,5	- 6,2
Franc français	-12,3	37,8	24,0	10,6	- 6,1	2,2	-34,4	-20,6	- 5,4	-22,3
Franc suisse	- 6,5	- 7,2	- 2,6	- 1,9	25,4	7,9	10,0	4,6	5,2	- 4,5
Lire italienne	4,4	2,3	0,3	- 3,1	- 11,7	4,8	- 2,8	- 5,7	3,9	16,0
Livre sterling	5,9	14,5	11,0	- 0,7	- 47,9	- 6,7	- 0,4	- 4,7	1,9	-13,3
Peseta espagnole	- 0,6	10,8	3,5	3,3	- 1,0	..	..	..	..	..
Yen japonais	82,1	45,4	- 3,0	7,8	245,8	- 8,7	-17,0	9,5	- 3,5	2,8
Écu						4,6	4,6	14,6	5,7	4,3
Un signe - indique une réduction des avoirs/une augmentation des engagements; montants: engagements nets.										
* Banques situées dans les pays industriels déclarants uniquement; variation évaluée à taux de change constants de fin de trimestre.										

spéculation à l'encontre d'autres grandes monnaies européennes s'est quelque peu apaisée. Le dernier trimestre a également été marqué par d'amples exportations de capitaux de la part du secteur non bancaire allemand, en prévision de l'instauration d'une retenue à la source dans ce pays, et par des remboursements d'emprunts en deutsche marks par des entreprises nordiques; tous ces éléments ont accentué l'incidence du dénouement des positions antérieures en faveur du deutsche mark.

Cependant, deux évolutions sont venues s'inscrire à contre-courant de l'orientation générale du second semestre. En l'absence d'une contrepartie nationale, les banques ont fait face aux importants retraits sur dépôts en Écus par les secteurs non bancaire et officiel en reconstituant leurs créances à partir des monnaies composantes, au point d'inverser entièrement la tendance du premier semestre où une demande très soutenue d'avoirs en Écus avait fait passer les banques déclarantes d'une position créditrice nette de \$1 milliard à une position débitrice nette de \$16 milliards (voir également page 135). L'autre exception notable à la tendance générale concerne le compartiment du yen, peu touché par les turbulences en Europe et toujours soumis au désengagement des banques nippones. Le recul étant plus accentué du côté des ressources que du côté des emplois, la position créditrice extérieure nette en yens des banques sises au Japon s'est renforcée et le marché de l'euro-yen est devenu bailleur net de fonds, après avoir été emprunteur net.

Spécificité du  
marché de l'Écu

#### Évolution dans les divers centres

Au vu des évolutions décrites ci-dessus, le contraste entre la croissance des opérations bancaires internationales en Europe et la contraction dans les



## Évolution par centre déclarant

Centre/position		Variation, hors effets de change						Montant à fin 1992		
		1991			1992			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	A	-10,0	-41,9	14,9	24,0	64,4	10,0	86,2	933,5	266,2
	E	-15,9	-27,5	5,4	9,5	56,7	10,8	134,1	983,7	228,4
France	A	5,5	-20,0	- 9,9	50,1	25,4	9,9	114,1	349,9	75,6
	E	17,8	0,9	- 6,7	12,3	10,6	9,4	120,2	375,5	62,8
Suisse	A	- 8,2	1,7	- 0,2	- 8,5	14,5	- 0,2	88,0	291,6	18,9
	E	- 1,8	1,9	- 2,8	- 1,3	5,1	1,9	62,6	241,4	61,2
Luxembourg	A	0,7	17,7	0,7	1,7	38,4	13,1	6,8	325,4	59,4
	E	0,1	11,5	5,3	0,9	22,5	23,5	5,7	280,2	85,2
Allemagne	A	- 6,4	16,6	1,3	-16,0	22,1	2,8	205,4	163,2	11,5
	E	5,0	7,3	- 0,6	25,3	25,0	1,5	144,5	126,3	11,3
Belgique	A	3,2	- 1,6	1,7	- 1,7	10,6	- 2,7	14,4	182,4	51,3
	E	- 1,7	- 4,4	2,0	3,0	5,9	- 1,2	22,3	182,6	45,0
Italie	A	3,3	1,2	13,8	2,7	1,5	30,1	11,0	93,8	129,5
	E	- 1,2	26,2	1,7	0,3	30,5	27,1	22,7	221,0	43,6
Pays-Bas	A	6,4	0,9	6,8	- 7,7	10,1	1,9	29,6	141,0	32,7
	E	4,1	- 0,9	- 0,5	3,5	11,2	0,7	29,7	124,4	31,2
Espagne	A	1,7	6,6	4,0	10,6	14,8	11,1	15,1	53,4	36,5
	E	2,3	7,5	1,9	- 0,1	14,9	2,8	16,1	67,4	16,9
Suède	A	0,4	- 0,9	- 3,8	1,5	- 1,7	-28,2	3,0	29,1	38,9
	E	- 0,1	- 7,5	- 0,7	2,5	-29,0	6,4	5,4	57,3	17,2
Autres pays européens	A	2,6	2,2	1,1	- 2,0	9,9	- 4,2	22,3	111,3	58,4
	E	2,2	- 8,8	8,2	- 1,4	-15,4	10,4	15,4	144,4	45,4
Total des pays européens	A	- 0,8	-17,5	30,4	54,7	210,0	43,6	595,9	2.674,6	778,9
	E	10,8	6,2	13,2	54,5	138,0	93,3	578,7	2.804,2	648,2
Japon	A	20,8	-56,7	-77,6	-28,5	-29,4	-69,0	440,8	438,4	346,2
	E	-61,4	-66,6	-40,8	-73,9	-54,9	-64,6	195,0	513,6	305,9
États-Unis	A	1,6	5,2	..	-18,4	- 6,3	..	495,5	62,7	..
	E	- 3,8	5,0	..	34,4	3,8	..	615,0	73,0	..
Asie	A	0,9 <sup>1</sup>	- 6,2 <sup>2</sup>	..	2,9 <sup>1</sup>	18,8 <sup>2</sup>	..	10,7 <sup>1</sup>	844,9 <sup>2</sup>	..
	E	3,6 <sup>1</sup>	-23,8 <sup>2</sup>	..	- 0,1 <sup>1</sup>	11,6 <sup>2</sup>	..	16,2 <sup>1</sup>	762,2 <sup>2</sup>	..
Autres centres <sup>3</sup>	A	- 0,7 <sup>4</sup>	- 1,2	- 1,4 <sup>4</sup>	0,0 <sup>4</sup>	-23,3	0,6 <sup>4</sup>	3,5 <sup>4</sup>	630,7	28,9 <sup>4</sup>
	E	- 1,6 <sup>4</sup>	1,2	- 0,3 <sup>4</sup>	- 1,1 <sup>4</sup>	-19,7	1,2 <sup>4</sup>	6,6 <sup>4</sup>	654,2	12,4 <sup>4</sup>
Total	A	21,8	-76,4	-48,7	10,7	169,8	-24,7	1.546,3	4.651,3	1.154,0
	E	-52,4	-78,0	-27,8	13,6	78,8	29,9	1.411,5	4.807,2	966,5

A = avoirs; E = engagements.

<sup>1</sup> Hong Kong uniquement. <sup>2</sup> Y compris Bahreïn. <sup>3</sup> Y compris le Canada. <sup>4</sup> Canada uniquement.

A = avoirs; E = engagements.

<sup>1</sup> Hong Kong uniquement. <sup>2</sup> Y compris Bahreïn. <sup>3</sup> Y compris le Canada. <sup>4</sup> Canada uniquement.

Incidence des mouvements de capitaux sur les opérations des divers centres

autres pays déclarants ne constitue pas une surprise. Toutefois, l'expansion en Europe (9%) est, pour près des deux tiers, attribuable aux banques situées au Royaume-Uni et en France. Les sorties de fonds en monnaie nationale et les opérations sur l'euromarché liées à l'évolution de ces deux devises ont joué un rôle déterminant. Les banques établies au Luxembourg,

principal marché de l'eurodeutsche mark en Europe continentale, ont également enregistré une forte progression de leurs créances internationales, de même que les banques espagnoles, sous l'effet d'exportations massives de capitaux au second semestre. En revanche, les importantes entrées de fonds en monnaie nationale en Allemagne et aux Pays-Bas se sont traduites par une augmentation des engagements des banques résidentes envers l'étranger bien supérieure à celle des avoirs correspondants.

Hors d'Europe, ce sont les banques implantées au Japon qui ont enregistré la contraction la plus notable, puisque le montant cumulé de leurs créances internationales a diminué de \$127 milliards, après \$114 milliards en 1991. Cette baisse, qui tient surtout au ralentissement économique au Japon, a été accentuée par la compression des postes entre banque mère et succursales à l'étranger, qui explique, à elle seule, près de la moitié du recul global. Tout comme en 1991, ce mouvement a été bien plus prononcé du côté des ressources, si bien que la position créditrice extérieure nette du système bancaire japonais s'est renforcée de \$71 milliards et représente la principale contrepartie de l'excédent des paiements courants du pays (\$118 milliards). Les sorties nettes traduisent essentiellement le financement des établissements japonais à l'étranger et les remboursements partiels de fonds en yens précédemment importés par le biais des centres extra-territoriaux voisins afin de contourner certaines restrictions en vigueur au Japon.

Importants  
mouvements nets  
de fonds par  
l'intermédiaire  
des banques au  
Japon ...

Ce désengagement des banques japonaises a entravé l'expansion sur les autres places asiatiques, où elles jouent un rôle prépondérant, malgré l'essor des opérations de ces centres avec le Moyen-Orient et l'Asie du Sud-Est. De même, les succursales de banques japonaises aux États-Unis sont à l'origine de 70% de la contraction (\$25 milliards) des avoirs sur l'extérieur des banques des États-Unis et d'une grande partie des entrées nettes bancaires dans ce pays (\$63 milliards). En revanche, les sorties nettes par les banques sous contrôle américain ont été limitées; cependant, ce résultat masque la baisse continue des positions brutes inter-établissements, mouvement indirectement responsable de la stagnation de l'activité dans les centres déclarants des Caraïbes.

... et aux  
États-Unis

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

Comme les statistiques par nationalité des banques déclarantes ne fournissent pas de ventilation par monnaie, l'évolution corrigée des fluctuations de change ne peut être qu'estimée et le tableau ci-contre ne permet de tirer que des conclusions très générales. Ainsi, dans le cas des banques nippones, la diminution en 1992 des avoirs internationaux de leurs établissements au Japon et à l'étranger, soit \$256 milliards en dollars courants, s'expliquerait, pour un tiers environ, par les variations de change; exprimé en yens, le recul ne serait que de 10%, tout comme en 1991. Leur part dans l'encours total des créances recensées par la BRI a une nouvelle fois régressé, revenant à moins de 28% après un maximum de 38% en 1988. La contraction en dollars courants est attribuable, pour plus de 30%, au marché local en devises au Japon même et correspond essentiellement à des remboursements

Poursuite du  
désengagement  
des banques  
japonaises ...



# Catégories d'avoirs et d'engagements internationaux par nationalité des banques<sup>1</sup>

Nationalité		Variation en dollars courants en 1991				Variation en dollars courants en 1992				Montant à fin 1992
		Total	dont, vis-à-vis			Total	dont, vis-à-vis			
			Établis- sements de même groupe	Autres banques	Secteur non bancaire		Établis- sements de même groupe	Autres banques	Secteur non bancaire	
en milliards de dollars EU										
Banques japonaises	A	-190,0	-61,0	- 98,4	-30,6	-256,4	-114,3	- 97,8	-44,3	1.677,7
	E	-232,3	-53,2	-159,2	-19,9	-310,8	-143,4	-121,7	-45,7	1.512,7
Banques allemandes	A	29,6	14,6	- 7,7	22,7	43,9	18,8	- 1,0	26,1	683,1
	E	28,8	14,4	- 1,3	15,7	83,9	25,1	8,9	49,9	571,6
Banques françaises	A	- 10,5	10,6	- 3,2	-17,9	91,2	10,4	61,8	19,0	657,0
	E	5,6	- 2,6	- 3,1	11,3	62,4	23,9	18,6	19,9	693,0
Banques américaines	A	- 2,3	-22,1	- 3,3	23,1	7,5	- 19,8	10,0	17,3	656,3
	E	1,5	-40,1	16,2	25,4	- 2,9	- 7,8	1,1	3,8	678,7
Banques italiennes	A	21,7	7,1	- 1,5	16,1	10,4	12,0	- 2,8	1,2	407,4
	E	27,0	10,3	12,0	4,7	26,5	7,8	24,8	- 6,1	451,8
Banques suisses	A	14,2	5,3	2,1	6,8	- 3,1	6,7	- 9,1	- 0,7	396,7
	E	- 4,8	10,1	- 5,7	- 9,2	1,4	- 1,6	- 2,3	5,3	391,4
Banques britanniques	A	- 12,4	- 1,9	- 17,1	6,6	16,2	- 2,6	12,2	6,6	293,9
	E	- 9,6	- 2,6	- 4,2	- 2,8	10,9	- 2,0	12,7	0,2	340,3
Banques néerlandaises	A	15,8	0,1	12,6	3,1	5,2	4,8	- 3,0	3,4	204,4
	E	8,9	0,8	7,8	0,3	13,5	8,4	4,1	1,0	191,1
Banques nordiques <sup>2</sup>	A	- 3,2	5,4	- 8,9	0,3	- 50,2	0,2	- 7,6	-42,8	223,5
	E	- 10,0	8,2	- 20,7	2,5	- 53,6	- 1,8	- 45,1	- 6,7	221,4
Divers	A	32,4	- 3,8	15,8	20,4	60,5	24,1	24,4	12,0	840,0
	E	39,0	14,5	22,9	1,6	37,1	19,1	25,7	- 7,7	885,4
Total	A	-104,7	-45,7	-109,6	50,6	- 74,8	- 59,7	- 12,9	- 2,2	6.040,0
	E	-145,9	-40,2	-135,3	29,6	-131,6	- 72,3	- 73,2	13,9	5.937,4

A = avoirs; E = engagements.

<sup>1</sup> Positions externes en toutes monnaies et locales en devises des banques situées dans les pays suivants: Allemagne, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis (positions externes en dollars uniquement), Finlande, France, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Norvège (à partir de 1992 uniquement), Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Les données sur les banques américaines couvrent également les positions externes de leurs succursales 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. <sup>2</sup> Banques danoises, finlandaises, norvégiennes et suédoises.

effectués par la clientèle résidente; elle s'explique également, à hauteur de 45%, par la compression des opérations inter-établissements, qui s'étaient principalement développées dans le but de contourner certaines réglementations en vigueur au Japon. Cependant, la réduction des avoirs a été bien inférieure à celle des engagements; si l'on considère le rôle traditionnel d'emprunteur des banques japonaises sur l'interbancaire, les remboursements massifs auxquels elles ont procédé l'année dernière ont eu une incidence d'autant plus prononcée sur les activités internationales des autres banques déclarantes.

... et des banques nordiques ...

Les banques nordiques se sont, elles aussi, désengagées du marché, recul évalué à 13% si l'on élimine l'incidence des fluctuations de change. Des

remboursements de crédits en devises par la clientèle nationale ont amené les banques à réduire leurs propres emprunts sur le marché interbancaire international. Cependant, les programmes de soutien mis en place par les autorités ont contribué à limiter la contraction de leurs opérations internationales, leur part dans le total recensé revenant à 3,7% à la fin de l'année, soit une baisse de 0,8 point.

En moyenne, la croissance des autres groupes bancaires européens, corrigée des variations de change, peut être évaluée à quelque 13%. Ce sont les banques françaises qui ont présenté la plus forte progression, dont un quart revient à leurs succursales à l'étranger (essentiellement à Londres et à Luxembourg); elles passent ainsi d'une position d'emprunteur net à une position de prêteur net sur l'interbancaire. Les banques espagnoles se caractérisent aussi par un vif développement des opérations délocalisées et par un apport net sur l'interbancaire, alors que l'expansion enregistrée par les banques au Royaume-Uni, en Italie et en Belgique recouvre un certain redéploiement des activités en faveur du territoire national. Dans le cas des banques allemandes et suisses, la croissance a généralement été limitée à Londres ou à Luxembourg; les succursales à l'étranger des banques allemandes ont été surtout très actives dans l'intermédiation directe avec le secteur non bancaire, notamment en Allemagne.

Après le retrait de 1991, les positions internationales des banques des États-Unis et du Canada se sont légèrement redressées. Alors que les emprunts interbancaires contractés sur l'euromarché pour prêter à des agents non bancaires ont constitué le principal support de l'activité des banques canadiennes, la progression marginale enregistrée par les banques des États-Unis correspond en fait à une hausse de 12%, une fois exclues l'incidence estimée des variations de change et les transactions entre établissements d'un même réseau.

#### *Opérations directes avec le secteur non bancaire*

Les opérations directes avec la clientèle non bancaire de la zone déclarante ont connu des évolutions contrastées en 1992, en partie en raison de la crise des changes, qui a été davantage ressentie du côté des dépôts, les taux à court terme sur l'euromarché s'adaptant rapidement aux fluctuations de l'offre et de la demande. De fait, dans pratiquement tous les pays du Groupe des Dix, les dépôts délocalisés ont enregistré de fortes variations. Les apports en eurodeutsche marks du secteur non bancaire en Allemagne, par exemple, correspondent à près de 40% de l'expansion de M3; ils traduisent principalement la demande soutenue de deutsche marks de la part de l'étranger et le désir des résidents de se soustraire à la retenue à la source sur les revenus d'intérêts. D'importants volumes d'eurodépôts en deutsche marks ou en devise nationale ont été constitués par les résidents des pays du Benelux également. Pour ce qui est de la France, près de 45% des dépôts non bancaires délocalisés ont été placés sur l'eurofranc, où les taux d'intérêt ont connu des fluctuations plus amples que sur le marché national. Aux États-Unis, en revanche, les agents non bancaires ont continué à rapatrier des fonds auparavant placés sur l'eurodollar, qui a

... mais redressement de l'activité des autres banques européennes ...

... et nord-américaines

Forte variation des dépôts à l'étranger...

... en particulier ceux des résidents allemands ...



perdu de son attrait dans le mouvement de repli des taux servis sur la monnaie américaine.

... et reprise du crédit bancaire en raison de facteurs spécifiques

Dans le même temps, et malgré la faiblesse persistante de la demande, on a constaté une légère reprise des crédits internationaux au secteur non bancaire, pour trois raisons principales. Premièrement, les banques déclarantes ont acquis pour leur compte de gros montants de titres. Ainsi, l'augmentation de leurs créances sur le secteur non bancaire recouvre des achats de valeurs: dans une large mesure pour l'Allemagne et la France, totalement dans le cas de l'Italie. Deuxièmement, un pourcentage élevé des nouveaux crédits a été octroyé aux secteurs publics. En Suède, des remboursements massifs de prêts en devises par les résidents non bancaires ont été partiellement compensés par d'importants crédits consortiaux à l'État (voir plus loin). Troisièmement, la baisse des taux longs a incité de

### Opérations des banques déclarantes avec le secteur non bancaire des pays du Groupe des Dix

Pays de résidence de la clientèle non bancaire	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1992		
	Position externe		Position locale en devises		Pour mémoire: crédit bancaire interne <sup>1</sup> /masse monétaire <sup>2</sup>		Position externe	Position locale en devises	Pour mémoire: crédit bancaire interne <sup>1</sup> /masse monétaire <sup>2</sup>
	1991	1992	1991	1992	1991	1992			
	en milliards de dollars EU								
Avoirs									
Japon	44,1	11,4	-19,8	-38,4	133,7	147,0	261,8	165,8	5.169,2
États-Unis	5,6	28,1	..	..	-4,9	99,6	304,2	..	4.435,7
Allemagne	9,5	34,3	1,7	1,8	174,9	191,5	119,9	7,7	2.164,9
France	2,2	6,6	- 0,1	3,7	60,9	64,7	36,0	24,5	1.588,3
Royaume-Uni	5,6	1,8	16,2	- 1,7	61,7	41,2	59,9	112,3	970,1
Italie	8,0	9,8	9,1	10,1	83,1	43,3	83,9	93,3	701,2
Pays-Bas	4,7	- 1,7	7,0	1,6	14,9	14,3	55,9	25,0	339,3
Suisse	- 1,3	1,9	0,2	0,4	17,5	7,4	24,6	14,1	329,9
Belgique <sup>3</sup>	0,9	0,1	- 1,2	1,3	9,2	19,5	29,1	33,9	319,6
Canada	3,4	3,7	- 1,9	1,2	30,8	23,4	40,0	26,6	307,2
Suède	1,5	15,0	- 1,1	-24,1	11,5	-5,0	33,8	38,2	106,2
Engagements									
Japon	- 5,7	- 0,7	..	..	90,9	-4,4	16,7	..	4.135,5
États-Unis	-12,1	-11,4	..	..	60,0	13,7	253,8	..	4.111,6
Allemagne	11,7	30,8	- 0,4	0,2	64,3	78,0	159,0	7,1	1.064,9
France	- 0,1	6,9	- 0,9	0,7	23,3	51,4	46,0	11,5	986,8
Royaume-Uni	3,9	- 2,2	5,5	13,8	51,3	33,4	59,5	85,1	787,8
Italie	3,2	5,4	1,0	3,9	67,9	26,6	38,4	9,0	626,7
Pays-Bas	4,7	7,0	0,0	0,7	11,9	15,0	57,5	23,6	239,8
Suisse	1,3	1,5	- 0,6	1,3	8,0	7,7	57,2	52,7	271,3
Belgique <sup>3</sup>	0,0	4,4	3,9	13,3	9,1	11,4	36,2	53,6	182,7
Canada	- 3,6	- 2,0	- 0,5	1,6	14,8	21,9	12,0	10,1	296,7
Suède	0,6	- 0,9	- 0,1	2,6	4,6	0,5	3,1	7,0	96,8

<sup>1</sup> À l'exclusion des prêts en devises. <sup>2</sup> Japon: M2+CD; Royaume-Uni: M4; États-Unis: M3-eurodollars au comptant et à terme; Italie: M2 «élargi»; autres pays: M3. <sup>3</sup> Y compris le Luxembourg.

nombreux emprunteurs à se fixer aux taux en vigueur. Ce mouvement a été particulièrement prononcé pour les agents non bancaires des États-Unis, qui ont contracté 28% de leurs emprunts sur l'euromarché.

#### *Évolution de l'activité avec les pays hors zone*

La croissance des crédits bancaires aux pays extérieurs à la zone en 1992 a été la plus élevée depuis dix ans (8%), grâce au concours aux pays en développement hors OPEP et à certains facteurs spécifiques dans le cas des autres groupes. Ainsi, la hausse en faveur des pays développés est due à d'importants crédits consortiaux à l'Australie et à la Turquie, de même qu'à des entrées de capitaux à court terme au Portugal. La plupart des nouveaux prêts à l'Australie concernaient des opérations de refinancement, les créances sur ce pays n'augmentant que de \$1,1 milliard et les engagements reculant de \$1 milliard. En revanche, la progression de \$1,9 milliard des créances sur la Turquie a été largement contrebalancée par une expansion de \$3,1 milliards des dépôts du pays. Les avoirs et engagements vis-à-vis du Portugal, dont l'adhésion au MCE dans le courant de l'année avait suscité des entrées de capitaux, ont augmenté dans l'ensemble de \$1,2 milliard et \$1,9 milliard respectivement, les entrées, toutefois, ayant été en partie annulées par la crise des changes.

Prêts sélectifs  
aux pays  
développés ...

La faible croissance des créances sur l'Europe orientale est attribuable, et au-delà, à l'ex-Union soviétique (\$5,8 milliards), qui a reçu des crédits assortis d'une garantie officielle et accumulé des arriérés d'intérêts: des délais de remboursement ont, en effet, été accordés à plusieurs reprises dans l'attente d'un accord de rééchelonnement définitif. Le total des dépôts recensés comme provenant des nouvelles républiques a augmenté du même montant: cette progression, la plus importante jamais enregistrée, s'explique vraisemblablement par des fuites de capitaux. Quant aux trois pays les plus avancés dans le processus de transition en Europe orientale, l'apparition d'un excédent des paiements courants et le recours à d'autres formes de financement ont permis des remboursements de \$1,6 milliard dans le cas de la Hongrie et de \$0,3 milliard pour la Tchécoslovaquie, qui a ramené son endettement net à \$1,1 milliard à la veille de la partition. Le blocage des négociations et l'accumulation d'arriérés d'intérêts ont provoqué un gel des nouveaux prêts à la Pologne, ce qui s'est soldé par une réduction d'un tiers de la dette bancaire nette, revenue à \$5,6 milliards en fin d'année, à la suite d'un accroissement des dépôts de \$2,7 milliards.

... et progression  
des créances  
sur l'ex-Union  
soviétique ...

Pour ce qui est de l'OPEP, près de la moitié du total des flux de crédits est attribuable au poste résiduel Moyen-Orient, qui recouvre les positions des banques des États-Unis vis-à-vis de l'ensemble de la région (Bahreïn en particulier). L'augmentation des créances identifiées sur cette région est due, pour plus de la totalité, au Koweït (à hauteur de \$5,2 milliards), à l'Iran (\$3,1 milliards) et à l'Arabie Saoudite (\$1,3 milliard) et résulte essentiellement d'importants investissements d'infrastructure et de l'accumulation d'arriérés d'intérêts sur la dette commerciale iranienne; cependant, l'Arabie Saoudite s'est principalement financée par des prélèvements considérables sur ses dépôts (\$17,3 milliards), alors que le Koweït a renforcé ses avoirs de

... ainsi que sur  
un nombre limité  
de pays de l'OPEP



\$2 milliards. En dehors du Moyen-Orient, le seul grand emprunteur de l'OPEP a été l'Indonésie (\$6,2 milliards), qui a accru ses dépôts du même montant; en raison de conditions internes restrictives, il s'est avéré moins coûteux, pour les entreprises du pays, d'emprunter en devises et de les convertir.

Prêts massifs en  
faveur de l'Asie

Le dynamisme des opérations avec les pays en développement hors OPEP s'est largement concentré sur l'Amérique latine et l'Asie, alors que les prêts à l'Afrique et au Moyen-Orient sont restés limités. Les concours aux pays d'Asie hors OPEP sont demeurés élevés, avec cependant des divergences notables. D'une part, les prêts à la Chine (\$6,3 milliards), à l'Inde (\$3,2 milliards) et à la Malaysia (\$1,9 milliard) se sont accélérés, essentiellement sous l'effet d'une demande intérieure soutenue. En termes nets, ces flux bancaires se sont traduits par un renforcement des importations de capitaux en Inde (\$6 milliards, soit un montant supérieur au déficit courant) et par des sorties (\$2,2 milliards) pour la Malaysia, dont les efforts pour freiner l'appréciation de la monnaie nationale ont provoqué un gonflement important des réserves de change au troisième trimestre. D'autre part, le volume des nouveaux crédits à la Thaïlande (\$4,8 milliards), à la Corée du

Activité des banques déclarantes avec les pays hors zone								
Position des banques	Variation, hors effets de change							Montant à fin 1992
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
	en milliards de dollars EU							
Avoirs								
Pays développés non déclarants	7,2	4,8	2,1	2,9	6,0	0,4	7,4	153,4
Europe orientale	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	- 1,5	3,8	95,0
dont: ex-Union soviétique	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	1,3	5,8	58,9
OPEP	0,5	2,2	5,4	5,7	- 2,3	- 4,6	22,3	154,7
dont: Moyen-Orient	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,7	- 6,7	17,9	71,3
PED hors OPEP	3,1	2,2	-2,4	-19,6	- 5,7	13,8	30,3	410,1
dont: Amérique latine*	1,5	-3,7	-5,0	-16,7	-23,0	- 0,3	12,1	200,1
Asie	2,6	7,7	3,9	0,3	18,0	17,8	19,2	176,5
Afrique	- 0,2	-0,6	-0,6	- 1,8	0,0	- 1,6	0,8	22,7
Moyen-Orient	- 0,8	-1,1	-0,7	- 1,4	- 0,7	- 2,0	- 1,8	10,7
Total des avoirs	14,4	11,6	13,5	- 1,7	-11,9	8,1	63,7	813,2
Engagements								
Pays développés non déclarants	7,4	6,1	13,4	17,3	7,8	- 3,5	11,4	111,9
Europe orientale	0,2	-0,7	4,1	0,2	- 5,9	1,3	9,7	30,7
dont: ex-Union soviétique	0,8	-1,9	1,8	- 0,7	- 6,6	0,3	5,8	14,2
OPEP	-22,1	19,2	11,6	14,4	25,4	-13,9	- 9,2	218,7
dont: Moyen-Orient	-13,5	17,5	12,0	9,5	18,0	-17,6	-10,7	165,3
PED hors OPEP	12,9	24,2	12,4	25,7	64,9	3,7	0,0	356,1
dont: Amérique latine*	0,7	6,7	3,4	4,6	19,0	- 2,9	0,3	114,9
Asie	13,1	14,0	7,7	16,5	34,6	2,1	- 7,6	163,8
Afrique	0,0	1,6	1,5	1,7	3,7	- 0,7	3,2	27,6
Moyen-Orient	- 0,9	1,9	-0,2	2,9	7,6	5,2	4,0	49,8
Total des engagements	- 1,6	48,7	41,5	57,6	92,2	-12,4	11,8	717,4
* Comprend les pays des Caraïbes qui ne sont pas classés comme centres bancaires extra-territoriaux.								

Sud (\$4 milliards) et à la Chine de Taipei (\$0,6 milliard) s'est ralenti par rapport à 1991. En solde des avoirs et des engagements, les flux bancaires avec la Corée du Sud ont été pratiquement nuls, en partie en raison de nouveaux dépôts officiels, mais la Chine de Taipei a enregistré une contraction, de \$12,1 milliards, de sa position créditrice extérieure nette, suite à des retraits de fonds par les autorités. Les Philippines ont été le seul grand emprunteur de ce groupe à réduire (de \$1,3 milliard) l'endettement bancaire brut en procédant à des rachats de créances dans le cadre du récent accord de rééchelonnement.

Pour la première fois en six ans, les pays d'Amérique latine hors OPEP ont bénéficié d'entrées nettes de fonds; l'accroissement des créances a été le plus élevé depuis dix ans (\$12,1 milliards), avec une progression pour le Brésil (\$3,3 milliards), l'Argentine (\$2,6 milliards), le Chili (\$2,2 milliards), le Mexique (\$1,1 milliard), la Colombie et l'Uruguay (\$0,6 milliard chacun). Malgré le retard pris dans la conclusion d'un accord de rééchelonnement intervenu en juillet dernier, la variation des créances sur le Brésil sous-estime encore l'ampleur des crédits, car plus de \$6 milliards d'arriérés d'intérêts ont été remboursés au cours de l'année; en outre, le Brésil a renforcé de \$2,7 milliards ses dépôts auprès des banques, grâce à un quasi-triplement de ses réserves officielles. Dans les autres pays latino-américains, l'application de programmes globaux de réformes économiques et financières a permis d'améliorer les relations avec les banques créancières; l'Argentine, notamment, est parvenue en décembre à conclure un accord de réduction de la dette et de son service. Parallèlement, le retour des capitaux évadés s'est amplifié, comme l'atteste, pour nombre de ces pays, la diminution des dépôts recensés du secteur non bancaire auprès des banques déclarantes.

Les flux bancaires vers l'Amérique latine en 1992 recouvrent essentiellement des crédits commerciaux à court terme, la contribution des banques dans le cadre des accords de rééchelonnement ainsi qu'un montant limité (\$5 milliards) de prêts consortiaux – notamment \$3,2 milliards à des agents mexicains – et diverses opérations de refinancement. Par ailleurs, les opérations de conversion de dettes, de cessions pures et simples, d'annulation de créances irrécouvrables et autres dispositifs de réduction de la dette ont permis une nouvelle diminution du montant de l'endettement bancaire du groupe; c'est le Mexique qui a opéré la contraction de loin la plus substantielle, les autorités de ce pays ayant fait savoir qu'elles avaient racheté pour plus de \$7 milliards de créances bancaires sur le marché secondaire. Ainsi, les crédits bancaires n'ont pas constitué la principale source de financement extérieur de la région, qui a essentiellement pris la forme de prises de participations, d'acquisitions d'actions et d'un recours aux émissions de titres sur le marché international, pour un total de \$30 milliards environ. Alors que le niveau très élevé des taux d'intérêt réels a encouragé les achats de titres par les non-résidents, les participations étrangères ont bénéficié de l'accélération des privatisations et de la déréglementation.

Plusieurs facteurs, tant du côté de la demande que de l'offre, expliquent le ralentissement des prêts bancaires à long terme à l'Amérique

Amélioration  
des relations de  
crédit avec  
l'Amérique  
latine ...

... qui accroît  
cependant  
son recours à  
d'autres sources  
de financement



Raisons du  
recul de la part  
des crédits  
bancaires...

latine l'année dernière. Tout d'abord, le maintien d'une approche restrictive, reflétée par la sévérité des conditions de prêt, a dissuadé les emprunteurs potentiels, d'autant plus que l'évolution des taux d'intérêt a rendu les émissions obligataires à taux fixe plus intéressantes que les crédits consortiaux, la plupart du temps assortis de taux variables. En outre, le retour de capitaux évadés s'est en partie traduit par une mobilisation des dépôts, constitués antérieurement par les résidents de ces pays, pour acheter des titres émis par les entreprises nationales. Enfin, étant donné que les banques créancières ont dû se conformer aux nouvelles normes de fonds propres et que, dans le même temps, certains emprunteurs souverains connaissaient des besoins de financement élevés, on ne peut exclure un certain effet d'éviction.

... et incertitudes  
sur la durée de  
ce processus

Les banques ont pourtant accompli des progrès considérables en matière de consolidation de leurs créances sur l'Amérique latine, essentiellement sous forme de cessions ou d'annulations pures et simples, et le groupe ne représente plus désormais qu'une fraction minime de leurs avoirs sur l'extérieur. L'amélioration de la confiance du marché s'est traduite par une hausse du prix moyen des créances latino-américaines, dont le courtage a été une source de revenus appréciable pour certaines banques. Le redressement de leur cote de crédit a permis à ces pays de réduire leur dépendance vis-à-vis des banques et de financer des déficits courants croissants, grâce à des entrées spontanées de capitaux. Cependant, cet élargissement de l'éventail des bailleurs de fonds pose de nouveaux défis aux bénéficiaires. Dans la mesure où les apports correspondent à des rapatriements de capitaux, ils ne constituent pas une source de financement durable pour le développement du pays. En outre, les investissements de portefeuille peuvent se révéler très instables, comme l'attestent les fluctuations de grande ampleur enregistrées sur les Bourses locales. Enfin, seules les meilleures signatures peuvent s'adresser aux marchés internationaux de titres, les placements autres que ceux de première catégorie ne suscitant qu'un intérêt limité, voire nul.

#### *Marché des crédits consortiaux*

Maintien d'une  
attitude prudente  
et sélective des  
banques...

Comme en 1991, la mauvaise conjoncture, la faiblesse des opérations de fusion ou d'acquisition et l'accès plus facile à d'autres sources de financement ont pesé sur la demande de prêts consortiaux. Les préoccupations relatives au crédit, la révision des stratégies et la nécessité de renforcer les fonds propres ont incité les banques à conserver une attitude prudente et sélective. De fait, la situation de l'offre et de la demande s'est traduite par un nouveau durcissement des conditions: les marges appliquées aux prêts se sont en général élargies et l'échéance moyenne est restée inférieure à six ans; les négociations se sont allongées, les banques examinant de façon plus approfondie les justificatifs, garanties et clauses du contrat, tandis que les conventions de prêt prévoyaient plus fréquemment la possibilité de réviser les marges.

La très forte progression des facilités annoncées, passant de \$137 milliards en 1991 à \$222 milliards en 1992, tient dès lors à un certain

nombre de facteurs spécifiques. On peut citer, au premier chef, le volume sans précédent des refinancements, qui ont représenté l'essentiel des \$91 milliards en faveur d'agents des États-Unis. Deuxième élément d'explication, la conclusion de plusieurs prêts de grande ampleur au bénéfice d'emprunteurs souverains ou supranationaux, en particulier deux crédits consortiaux octroyés respectivement à la Suède (Écus 8 milliards) et au Royaume-Uni (Écus 5 milliards) au troisième trimestre dans le cadre de financements plus vastes. Troisièmement, les pays d'Asie sont restés très présents sur ce marché, principalement la Thaïlande (\$8,8 milliards) et la Chine (\$7,5 milliards). D'autres, en revanche, ont réduit leur recours à ce mode de financement, comme l'Arabie Saoudite et le Koweït, qui y avaient largement fait appel en 1991, l'Australie, où la récession a comprimé les besoins, et l'Italie, dont la cote de crédit a été affectée par la liquidation, en juillet, d'un groupe financier contrôlé par l'État.

... mais montant record de refinancements

## Marchés internationaux des titres

### *Marché des effets à court et à moyen terme*

L'évolution la plus marquante dans le compartiment des euro-effets a été le contraste entre le papier commercial à court terme et les bons à moyen terme négociables (BMTN). Dans le compartiment de l'europapier commercial (EPC), les nouveaux programmes se sont ralentis, à \$19 milliards, avec, pour la première fois, une stagnation des placements; en outre, les autres catégories à court terme, assorties ou non d'une garantie de prise ferme, ont montré des signes d'essoufflement, bien que certaines institutions financières aient procédé à d'importantes émissions de certificats de dépôt. Pour les euro-BMTN, en revanche, les annonces et placements ont connu une expansion sans précédent. En fin d'année, ces instruments représentaient 35% de l'encours total, contre 27% à la fin de 1991.

Recul de l'europapier commercial au profit des euro-BMTN

*Marché de l'europapier commercial.* Plusieurs facteurs ont entravé l'activité en 1992. Premièrement, l'importance des facilités en place a limité la marge de développement, surtout à une période où la morosité économique réduisait la demande de liquidités et renforçait les préoccupations de solvabilité à court terme. Deuxièmement, le repli des taux d'intérêt aux États-Unis a incité les emprunteurs à se tourner vers le long terme, tandis que les turbulences sur les changes ont provoqué un assèchement de fonds, notamment en Écus et en liras italiennes. Troisièmement, les émissions d'EPC ont continué à souffrir de la concurrence croissante des marchés nationaux – celui des États-Unis, en particulier, plus étoffé et qui a enregistré une expansion de \$17 milliards, mais en Europe également, où plusieurs marchés récemment créés ou libéralisés ont fait preuve d'un plus grand dynamisme. Avec le resserrement des conditions sur les contrats d'échange, il est devenu plus intéressant pour les emprunteurs de se financer sur leur marché national plutôt que d'émettre en dollars et de convertir le produit. Le marché français des billets de trésorerie est resté le premier en Europe, et le marché allemand a enregistré pratiquement un doublement de ses encours, pour

Réduction de la demande de financement en EPC



Marchés nationaux et internationaux du papier commercial et de bons à moyen terme								
Rubrique	Ouverture du marché	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
		encours en fin d'année, en milliards de dollars EU <sup>1</sup>						
Papier commercial								
États-Unis	avant 1960	326,1	373,6	451,8	521,9	557,8	528,1	545,1
Japon	fin 1987		13,8	73,8	91,1	117,3	99,0	98,1
France	fin 1985	3,7	7,6	10,4	22,3	31,0	30,8	31,6
Espagne <sup>2</sup>	1982	6,3	4,3	6,3	8,3	26,1	28,4	29,3
Canada	avant 1960	11,9	14,9	21,0	25,0	26,6	27,4	24,5
Suède	1983	3,7	7,8	9,5	15,9	23,1	24,0	16,6
Australie <sup>3</sup>	milieu des années 1970	4,1	7,5	7,9	11,1	10,9	12,3	13,8
Allemagne	début 1991						5,4	10,2
Royaume-Uni	1986	0,8	3,8	5,7	5,7	7,4	6,9	5,8
Finlande	mi-1986	0,4	2,5	4,9	6,9	8,3	5,9	3,8
Pays-Bas	1986	0,1	0,9	1,0	0,8	2,0	2,6	2,6
Norvège	fin 1984	1,0	3,1	2,7	2,7	3,5	3,5	2,2
Belgique	1990					0,0 <sup>4</sup>	0,2 <sup>4</sup>	1,3 <sup>4</sup>
Ensemble des marchés nationaux		358,1	439,8	595,0	711,7	814,0	774,5	784,9
Europapier commercial	milieu des années 1980	13,9	33,3	53,2	58,5	70,3	79,6	78,7
Autres euro-effets à court terme	début des années 1980	15,1	16,9	13,5	11,1	19,1	26,8	37,0
Total		387,1	490,0	661,7	781,3	903,4	880,9	900,6
Bons à moyen terme								
États-Unis	début des années 1970	35,0 <sup>4</sup>	50,0 <sup>4</sup>	65,0 <sup>4</sup>	76,0	100,0	142,3	175,7
Royaume-Uni	mi-1990					0,7	1,9	4,9
Eurobons à moyen terme	milieu des années 1980	0,4	2,6	5,6	9,6	21,9	38,5	61,1

<sup>1</sup> Convertis aux taux de change courants. <sup>2</sup> Jusqu'à 1991, institutions non financières uniquement. <sup>3</sup> Jusqu'à 1991, données de milieu d'année. <sup>4</sup> Estimation.

Sources: Euroclear et autorités nationales.

atteindre \$10 milliards. Les nouvelles mesures de libéralisation introduites en août par la Bundesbank, autorisant les agents non bancaires non résidents à procéder à des émissions en deutsche marks, ont dopé l'activité, tant en Allemagne qu'à l'étranger. De fait, le compartiment du deutsche mark a été, avec celui du dollar, le seul grand marché d'EPC à s'accroître l'an dernier. En revanche, celui du yen, dominé par les émetteurs nationaux, a stagné.

Élargissement de la gamme d'euro-BMTN ...

*Marché des eurobons à moyen terme.* L'élargissement de la panoplie des techniques et options proposées a encore renforcé les atouts du marché des euro-BMTN par rapport au papier commercial et aux obligations. Ainsi, plusieurs programmes mis en place l'an passé comportaient des émissions obligataires, alors que d'autres offraient la possibilité de tirages en titres à court terme. On a assisté, en outre, à une expansion des facilités en devises multiples assorties d'une option en deutsche marks, maintenant autorisées par la nouvelle législation allemande. L'introduction de la technique de placement avec prise ferme, réservée jusque-là au court terme et aux obligations, a également contribué à l'expansion de ce marché. Les

euro-BMTN présentent certains avantages par rapport aux obligations, dont ils sont par ailleurs très proches: ils peuvent être émis sur la base d'une seule documentation inscrite dans le programme initial, c'est-à-dire sans coût additionnel, et ils ouvrent un large éventail de techniques, mieux adaptées aux besoins des emprunteurs et des investisseurs.

Contrairement à ce qui s'est passé pour l'EPC, seul le marché national des États-Unis représente une concurrence sérieuse pour les euro-BMTN avec une expansion de \$33 milliards, contre \$11 milliards pour l'eurodollar. Les autres pays ne possèdent généralement pas un marché très développé. Depuis sa création, le marché français des BMTN est resté entravé par une réglementation stricte, et l'encours de titres émis par les sociétés non financières à fin 1992 était inférieur à \$1 milliard. Ailleurs en Europe, le seul élément notable a été la libéralisation récente du compartiment du deutsche mark, en Allemagne comme sur l'euromarché, avec une croissance de \$2,1 milliards pour ce dernier, mais la progression a été plus marquée sur l'euro-yen (\$3,6 milliards) et l'eurolivre sterling (\$2,8 milliards), marchés où les emprunteurs nationaux jouent un rôle prédominant; en revanche, sur les compartiments de l'Écu et de la lire, l'expansion vigoureuse d'avant la crise des changes a fait place à une contraction.

... sans grande concurrence des marchés nationaux

#### *Marché obligataire international*

Les besoins de refinancement et la mondialisation de la dette publique ont été les deux principaux supports de l'activité sur le marché obligataire international en 1992. Les annonces ont atteint le record absolu de \$342 milliards, mais, en termes nets, la progression n'est ressortie qu'à \$118 milliards (7%). À elles seules, les entités publiques et les institutions internationales ont été à l'origine de 60% de la croissance. Les perturbations sur les changes ont suscité un vaste mouvement d'arbitrage entre devises, tandis que la médiocre performance boursière a conduit les investisseurs à délaisser les instruments liés aux actions.

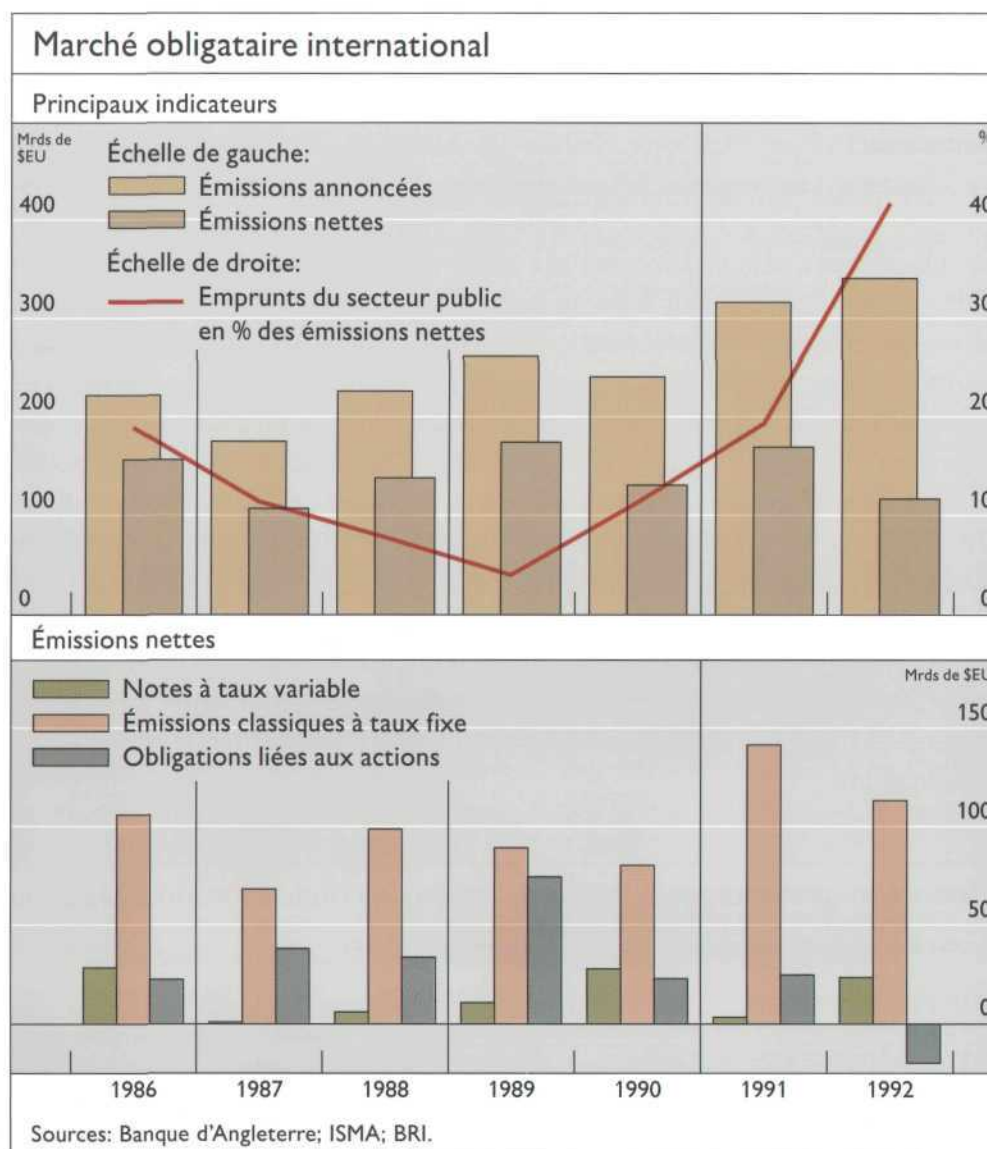
Les opérations de refinancement et la mondialisation de la dette publique ...

Parallèlement, le marché secondaire a connu un développement sans précédent, le volume traité par Cedel et Euroclear étant, en moyenne, supérieur de 70% au niveau de 1991. Malgré les problèmes de liquidité apparus sur certains compartiments au plus fort de la crise, les turbulences sur les changes sont allées de pair avec de vastes réajustements de portefeuilles et d'amples variations des marges. Les prix ont eu tendance à converger entre marchés nationaux et euromarchés, et un nombre croissant d'émissions nationales ont été négociées sur le marché international. La multiplication de grands emprunts de référence a permis de renforcer la profondeur et la liquidité du marché.

*Obligations classiques à taux fixe.* Les émissions dans ce compartiment ont atteint un volume brut inégalé, à \$275 milliards, mais se sont inscrites en retrait par rapport à 1991 en termes nets (\$114 milliards), en raison d'un montant record d'amortissements. L'activité a été influencée par des forces opposées: du côté positif, la préférence du secteur public, la désaffection vis-à-vis des instruments liés aux actions et le reflux des taux obligataires; du côté négatif, la concurrence d'autres formes d'emprunt, la détérioration

... ont stimulé les émissions classiques à taux fixe ...





des cotes de crédit, la réduction des possibilités d'opérations d'échange et les turbulences sur les monnaies.

... dans certains compartiments du marché ...

Ces turbulences ont provoqué un report brutal des investisseurs sur les devises-refuge au détriment des monnaies à haut rendement. On a notamment constaté une désaffection marquée vis-à-vis des titres libellés en Écus et en liras italiennes, l'expansion rapide du premier semestre ayant fait place à des remboursements nets. En revanche, les compartiments du dollar et du deutsche mark ont fait preuve d'un dynamisme croissant, favorisé, dans le cas de l'Allemagne, par les mesures de libéralisation adoptées en août. Par ailleurs, les émetteurs nationaux ont continué de soutenir l'activité sur certaines devises. Ainsi, les emprunteurs français ont été attirés vers l'eurofranc par une plus grande souplesse et par un avantage en termes de coût; les entreprises publiques canadiennes se sont principalement financées en eurodollars canadiens. Malgré des pressions occasionnelles sur ces monnaies, les investisseurs étrangers ont été sensibles aux conditions offertes, estimant qu'elles compensaient largement le risque de change. Enfin, l'élargissement de la gamme des

refinancements accessibles aux emprunteurs nippons a déprimé les compartiments de l'euro-yen et de l'eurofranc suisse qui, avec le dollar, avaient été les principaux bénéficiaires des financements initiaux de ce groupe d'émetteurs.

*Notes à taux variable.* En termes nets des amortissements, le redressement de l'activité dans ce compartiment a été particulièrement prononcé. Les placements nets se sont chiffrés à \$24 milliards, contre \$3,5 milliards en 1991, le dollar s'attribuant 62% du total. Ce remarquable essor tient à trois séries de facteurs. Premièrement, les banques et autres institutions financières ont été confrontées à des besoins pressants de fonds propres; ces deux catégories d'emprunteurs ont été à l'origine de plus de la moitié des émissions nettes – pour une large part, emprunts subordonnés admis comme fonds propres complémentaires au sens de l'accord de Bâle. Deuxièmement, un volume substantiel de NTV a été assorti de garanties de rendements minimal et maximal (tunnel), appréciées par les investisseurs dans la mesure où les conditions du marché ne paraissaient pas susceptibles de dépasser le plafond fixé. Troisièmement, les meilleures signatures ont généralement trouvé plus avantageux, en raison de la tendance à l'amenuisement des marges sur les contrats d'échange, d'emprunter directement à taux variable.

Structure par catégorie et par monnaie des obligations internationales									
Secteur et monnaie	Émissions annoncées				Émissions nettes				Montant à fin 1992
	1989	1990	1991	1992	1989	1990	1991	1992	
	en milliards de dollars EU								
Émissions classiques									
à taux fixe	150,2	166,2	256,2	275,3	89,6	80,7	142,0	113,6	1.211,4
Dollar EU	54,6	52,2	75,0	90,7	26,1	15,9	27,9	40,7	390,7
Yen japonais	23,1	30,2	39,1	38,5	15,3	24,8	20,7	2,5	196,3
Deutsche mark	9,4	7,3	12,2	29,2	6,0	1,3	4,8	17,1	124,2
Franc suisse	5,7	15,5	13,5	13,5	-3,9	3,4	3,4	- 4,2	105,8
Écu	11,7	15,1	30,2	18,6	7,5	9,6	24,3	7,6	91,5
Livre sterling	11,9	9,5	17,2	18,2	10,9	7,8	14,6	9,2	71,3
Dollar canadien	10,9	6,3	22,6	15,2	10,0	1,7	14,0	7,0	61,2
Franc français	4,6	8,2	16,4	23,0	4,2	6,0	14,7	20,4	56,6
Autres monnaies	18,2	21,9	30,1	28,4	13,4	10,1	17,5	13,4	113,8
Notes à taux variable	27,4	42,5	19,0	42,8	10,9	28,0	3,5	23,7	221,6
Dollar EU	10,2	15,0	4,4	25,0	-0,5	7,5	-5,1	14,7	125,4
Livre sterling	9,3	10,8	7,6	5,4	7,4	6,9	4,6	3,0	41,6
Deutsche mark	2,6	8,2	2,8	3,5	2,2	7,3	2,7	1,9	24,2
Yen japonais	1,0	2,2	1,4	3,9	0,0	2,0	0,0	2,1	9,8
Autres monnaies	4,3	6,2	2,8	5,0	1,8	4,5	1,3	2,0	20,6
Émissions liées aux actions	85,2	33,1	42,4	23,8	74,8	23,1	25,0	-19,8	254,2
Dollar EU	65,1	19,5	24,9	12,5	60,4	15,9	15,1	-20,4	164,4
Franc suisse	13,6	8,2	7,0	5,3	8,9	4,1	2,2	- 2,4	48,6
Autres monnaies	6,5	5,4	10,6	6,1	5,5	3,1	7,6	3,0	41,2
Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; BRI.									



... au détriment  
des obligations  
liées aux actions

*Obligations liées aux actions et émissions d'actions internationales.* Avec un marché primaire limité et un montant croissant de remboursements, l'encours d'obligations convertibles ou à bons de souscription s'est contracté, pour la première fois, de \$20 milliards. Les émetteurs japonais sont responsables de la totalité de ce recul. La chute persistante des cours à la Bourse de Tokyo a dissuadé les investisseurs d'exercer la clause de conversion et a obligé les débiteurs à refinancer les emprunts échus par d'autres canaux. Les obligations liées aux actions émises par des agents japonais à la fin des années quatre-vingt amorties en 1992 ont atteint près de \$40 milliards; un montant de \$90 milliards arrivera à échéance en 1993.

Les émissions directes d'actions internationales ont porté sur \$24 milliards, niveau très proche de celui de 1991, avec une activité soutenue jusqu'à l'été, avant que les perturbations sur les changes et la faiblesse des cours de bourse ne provoquent un essoufflement. Les principaux émetteurs ont été les sociétés des États-Unis et du Royaume-Uni, les agents des pays en développement favorisant, pour leur part, les *American Depository Receipts* (instruments négociables émis par une banque aux États-Unis, représentatifs d'actions étrangères confiées en dépôt). L'évolution boursière défavorable a également incité quelques États à différer leurs programmes de privatisations et a, en partie, conduit certains émetteurs privés à annuler des opérations importantes.

Prédominance  
des emprunts du  
secteur public ...

#### *Répartition par catégorie d'emprunteurs et par nationalité*

Une fois de plus, l'un des éléments notables en 1992 a été la prédominance des emprunts du secteur officiel. Les États, autorités locales et régionales et autres entités du secteur public ont été globalement à l'origine de 42% des émissions obligataires nettes, ce qui constitue un record, tandis que 20% supplémentaires sont attribuables aux institutions internationales. Substantielle en termes absolus, la dette obligataire du secteur public reste néanmoins marginale pour ce dernier. Dès lors, des changements, même minimes, dans la gestion de sa dette peuvent avoir des répercussions très importantes sur le marché. En outre, les chiffres de 1992 ont été gonflés par un petit nombre d'opérations exceptionnelles, liées à la nécessité, pour tel ou tel État, de reconstituer ses réserves de change. Les émissions records mises sur pied au profit du Royaume-Uni (\$6,6 milliards), de la Suède (\$5,9 milliards) et de la Finlande (\$3,7 milliards) au cours du dernier trimestre en constituent de bons exemples. Parallèlement, la diversification des emprunts du secteur public en faveur du marché euro-obligataire a accentué l'éviction des emprunteurs de second rang. Si les débiteurs sont les principales victimes de cette différenciation, certains organismes parastatutaires ont, eux aussi, été de plus en plus affectés.

... et consé-  
quences pour  
le marché

Cette mondialisation de la dette publique semble être davantage qu'un phénomène passager. En s'adressant aux marchés internationaux, les États ont accès à des ressources plus liquides et plus vastes que sur leur propre marché national et à un éventail d'instruments et de techniques beaucoup plus diversifié, comme l'atteste l'intérêt accru manifesté pour la formule des euro-BMTN. Bien qu'il ne faille pas sous-estimer l'effet d'éviction à

Émissions sur les marchés obligataires nationaux et internationaux										
Monnaie	Marchés nationaux <sup>1, 2</sup>				Marchés internationaux <sup>2</sup>				Encours à fin 1992	
	Total		dont: secteur public		Total		dont: secteur public <sup>3</sup>		Nationaux	Inter- nationaux
	1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992		
	en milliards de dollars EU									
Dollar EU	538,3	558,6	400,1	446,8	37,9	35,0	10,2	28,2	6.676,2	680,5
Yen japonais	141,5	141,6	61,6	79,2	20,6	4,8	3,5	4,7	2.888,6	207,5
Deutsche mark	150,3	188,8	58,0	117,2	11,2	20,5	0,8	11,7	1.234,0	168,5
Lire italienne	117,8	71,6	104,4	63,7	9,3	6,2	4,3	1,7	734,9	24,2
Franc français	31,6	36,1	18,3	26,8	15,9	21,7	4,9	6,6	525,0	64,3
Dollar canadien	26,9	24,3	27,0	21,6	14,1	7,5	5,7	4,7	321,7	63,5
Livre sterling	13,1	44,0	14,4	42,3	20,6	11,2	4,7	4,8	254,0	121,3
Franc suisse	13,4	11,8	2,3	7,2	5,4	-6,4	1,7	0,6	109,5	155,5
Florin néerlandais	13,4	14,8	15,2	15,7	0,9	4,7	-0,4	0,0	168,8	29,1
Peseta espagnole	26,1	11,8	23,5	12,0	3,0	1,6	2,4	1,6	113,1	8,9
Autres monnaies <sup>4</sup>	103,1	78,0	68,1	58,4	31,5	10,7	20,6	7,4	1.043,7	163,9
Total	1.175,6	1.181,4	792,9	890,8	170,4	117,5	58,4	72,0	14.069,6	1.687,2

<sup>1</sup> Pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie. <sup>2</sup> Émissions nettes corrigées des variations de change. <sup>3</sup> Y compris les institutions internationales. <sup>4</sup> Y compris l'Écu.

Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; autorités nationales; BRI.

l'encontre des agents privés, la présence croissante du secteur public comporte des avantages non négligeables, puisqu'elle élargit la gamme des titres de référence, améliorant ainsi la liquidité. Avec l'institutionnalisation des placements et l'importance grandissante des garanties et des prêts de titres, la liquidité est un élément de plus en plus pris en compte dans les stratégies de placement au niveau international.

Les emprunts du secteur privé se sont ralentis en 1992 en raison, d'une part, du marasme économique, qui a provoqué une contraction de la demande de capitaux et une détérioration des cotes de crédit et, d'autre part, de la concurrence d'autres sources de financement plus facilement mobilisables. Les sociétés industrielles américaines, australiennes et japonaises constituent l'exemple le plus frappant à cet égard, avec des remboursements nets au marché euro-obligataire. Dans les trois cas, on a constaté un report des émissions sur le compartiment des euro-BMTN et sur les marchés nationaux. En particulier, les différences dans la perception du risque par les investisseurs en dollars en Europe et aux États-Unis ont détourné l'activité vers ce dernier pays. Depuis avril 1990, date de la libéralisation des placements privés dans le cadre de la réglementation 144A de la Security and Exchange Commission, un nombre croissant d'émetteurs étrangers ont mis à profit la simplification des règles d'émission en vigueur aux États-Unis pour solliciter ce vaste marché.

Le secteur privé des pays en développement a constitué une exception à la tendance générale en renforçant notablement sa présence internationale, mais a reçu un accueil très sélectif des investisseurs, qui ont fréquemment exigé des marges importantes. Il a obtenu au total \$14 milliards, contre \$12 milliards en 1991. Le Mexique a été de loin le plus gros emprunteur:

Réduction des  
emprunts du  
secteur privé ...

... sauf pour  
les pays en  
développement



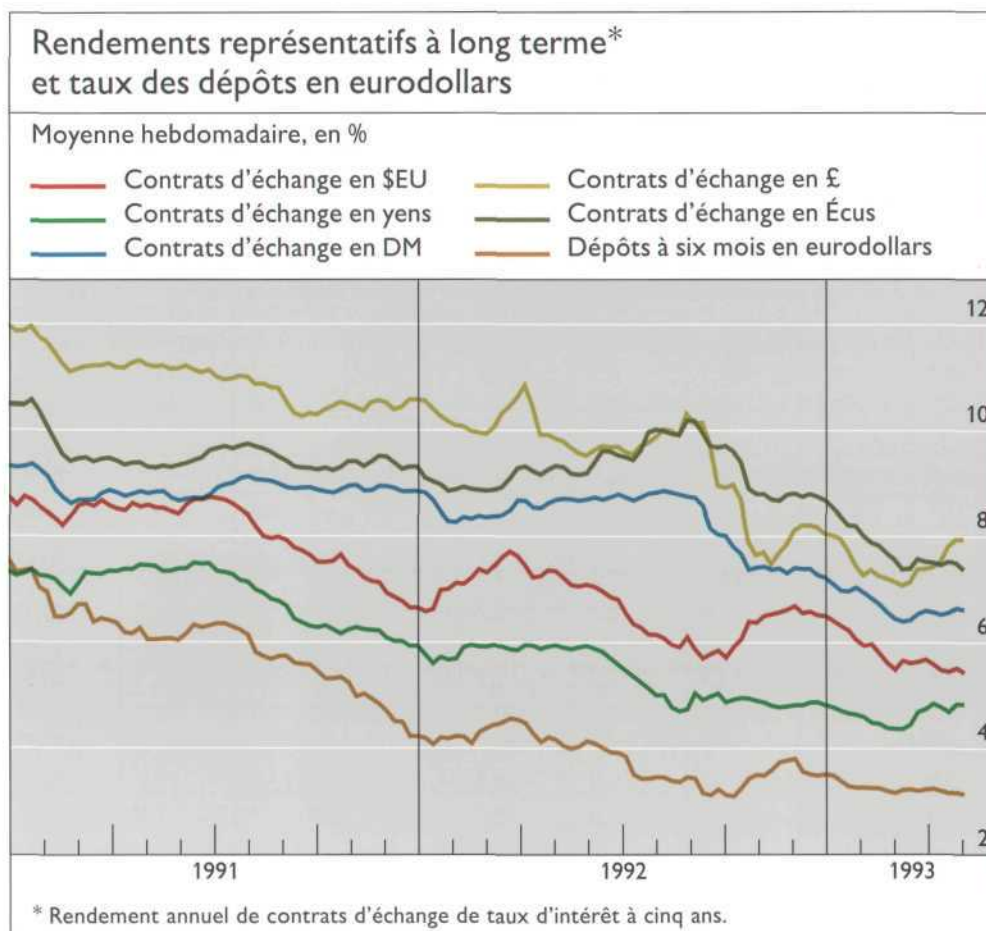
# Émissions du secteur privé sur les marchés nationaux et internationaux des titres<sup>1</sup>

Pays et année	Marchés nationaux			Marchés internationaux				Pour mémoire:	
	Total	dont		Total	dont			Émissions d'institutions financières	Titres internationaux <sup>3</sup>
		Papier commer- cial	Obli- gations		Euro- effets à court terme <sup>2</sup>	Bons à moyen terme <sup>2</sup>	Obli- gations		
	chiffres nets corrigés des variations de change, en milliards de dollars EU								
États-Unis									
1991	144,3	6,1 <sup>4</sup>	138,2	4,5	3,7	2,6	– 1,8	58,5	7,1
1992	166,3	54,5 <sup>4</sup>	111,8	–3,1	3,1	3,8	–10,0	72,9	6,4
Japon									
1991	53,0	–26,9	79,9	42,0	–0,1	–0,1	42,2	48,1 <sup>5</sup>	27,4
1992	61,1	– 1,3	62,4	–0,1	0,3	–0,1	– 0,3	39,4 <sup>5</sup>	25,8
Allemagne									
1991	97,7	5,4	92,3	10,7	1,1	0,2	9,4	98,5	9,7
1992	76,7	5,1	71,6	15,3	2,7	0,7	11,9	83,4	10,4
France									
1991	13,4	0,1	13,3	20,7	2,7	1,2	16,8	27,5	25,9
1992	11,9	2,6	9,3	18,2	0,0	0,8	17,4	23,2	28,3
Royaume-Uni									
1991	–0,9	0,4 <sup>6</sup>	–1,3	30,2	4,2	2,9	23,1	12,0	84,2
1992	3,0	1,3 <sup>6</sup>	1,7	17,6	0,3	3,9	13,4	7,9	85,4
Suède									
1991	15,4	0,2	15,2	1,4	–1,6	0,6	2,4	14,9	13,8
1992	9,2	– 2,2	11,4	9,6	3,3	1,8	4,5	13,9	19,9
Italie									
1991	13,4	0,0	13,4	8,7	3,9	1,8	3,0	19,9	23,7
1992	7,9	0,0	7,9	0,8	–2,6	–0,1	3,5	9,5	26,1
Canada									
1991	0,6	0,7	–0,1	6,6	0,0	0,3	6,3	–0,9 <sup>5</sup>	52,6
1992	2,3	– 0,5	2,8	–1,7	0,0	0,9	– 2,6	–2,1 <sup>5</sup>	52,2
Australie									
1991	4,9	1,7	3,2	1,0	1,5	1,7	– 2,2	4,2 <sup>5</sup>	66,5
1992	1,1	1,8	–0,7	–1,4	0,8	1,4	– 3,6	–1,4 <sup>5</sup>	65,8
Divers									
1991	30,2	1,6	28,6	19,9	1,7	5,4	12,8	35,2	30,5
1992	17,3	4,9	12,4	22,3	1,5	9,5	11,3	23,5	33,2
Total									
1991	372,0	–10,7	382,7 <sup>7</sup>	145,7	17,1	16,6	112,0	317,9	19,8
1992	356,8	66,2	290,6 <sup>7</sup>	77,5	9,4	22,6	45,5	270,2	19,6

<sup>1</sup> Hors actions. <sup>2</sup> Émissions nettes aux taux de change courants. Après correction des variations de change, les émissions nettes totales d'euro-effets à court terme en 1991 et 1992 se sont chiffrées à \$16,4 milliards et \$12 milliards respectivement. Les chiffres correspondants pour les BMTN étaient de \$16 milliards et \$25,4 milliards. <sup>3</sup> En % du total des titres en circulation sur les marchés nationaux et internationaux en fin d'année. <sup>4</sup> Y compris BMTN d'entreprises. <sup>5</sup> Hors émissions de papier commercial sur les marchés nationaux. <sup>6</sup> Y compris effets à moyen terme en livres sterling émis par des entités britanniques. <sup>7</sup> Pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie.

Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; Euroclear; autorités nationales; BRI.

les institutions financières de ce pays, qui avaient émis près de \$5 milliards de certificats de dépôt par placement privé en 1991, ont procédé à des émissions portant sur \$5 milliards en 1992, réparties assez également entre euro-effets et euro-obligations.



### Évolution de la réglementation et notion d'obligation planétaire

Comme déjà mentionné, diverses évolutions intervenues dans les réglementations nationales ont affecté le fonctionnement des marchés internationaux des titres l'année dernière. À quelques exceptions près, la tendance a été à une réduction des inégalités concurrentielles. C'est ainsi que la Bundesbank a adopté des mesures destinées à faciliter le lancement d'obligations, d'effets et de papier commercial libellés en deutsche marks, autorisant, depuis le 1er août, la cotation de ces titres sur les Bourses étrangères, l'émission en vertu de la législation d'un autre pays et la compensation par les systèmes internationaux. La règle imposant une échéance minimale de deux ans pour les débiteurs étrangers non bancaires a été supprimée, ouvrant ainsi la voie à un europapier commercial en deutsche marks. De la même façon, le ministère japonais des Finances a assoupli les critères d'autorisation applicables aux émetteurs nippons à l'étranger et aux emprunteurs étrangers au Japon.

Quoi qu'il en soit, en raison de la persistance de différences notables, d'un pays et d'une monnaie à l'autre, entre législations, régimes fiscaux, réglementations et pratiques relatives au négoce de titres ainsi qu'entre mécanismes de compensation et de règlement, l'incidence de la déréglementation intervenue ces dernières années est loin d'avoir été uniforme. Pour le dollar et, dans une moindre mesure, le yen, un accès facilité au marché national a permis de rapatrier une partie de l'activité de l'euro-marché. Par contre, les dispositions prises en Allemagne, explicitement

Nouvelles mesures de déréglementation...

... avec des implications diverses pour l'euro-marché



destinées à élargir le marché des instruments libellés en deutsche marks, ont eu pour effet de stimuler les émissions à la fois sur le marché national et sur l'euromarché. De même, l'eurofranc français, qui avait connu un développement rapide à la suite de l'abolition totale du contrôle des changes en 1990, a encore renforcé sa position l'an passé. Sa croissance (\$22 milliards) a été supérieure à celle du marché national (si l'on exclut les émissions de l'État), qui offre moins de souplesse et reste plus onéreux.

Le concept  
d'obligation  
planétaire:  
succès...

Il n'en reste pas moins vrai que l'évolution récente sur le plan réglementaire a largement nivelé les inégalités concurrentielles entre marchés nationaux et euromarché. Le succès du concept d'obligation planétaire en constitue une bonne illustration. La technique consiste à lancer une émission simultanément en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Les instruments associent les caractéristiques des obligations nationales (impératif d'enregistrement) et des euro-obligations (tarification); ils peuvent être détenus ou négociés soit dans une centrale propre à l'euromarché (comme Euroclear ou Cedel), soit dans les systèmes nationaux. Le concept d'obligation planétaire a été instauré par la Banque mondiale en septembre 1989 et l'encours total de ces instruments s'élevait à \$37 milliards à fin 1992, dont près de \$15 milliards en faveur de cette institution. Les émetteurs recouvrent toutes les catégories, tandis que les monnaies de libellé comprennent désormais les dollars canadien et australien et le yen, alors que seul le dollar EU était utilisé à l'origine.

... et limites

Les obligations planétaires élargissent considérablement les possibilités de financement pour les emprunteurs, tout en réduisant les coûts. Les souscripteurs – investisseurs institutionnels principalement – se montrent disposés à accepter un rendement plus faible en échange d'un degré de liquidité plus grand. Cependant, cette technique a des limites. Afin d'être autorisés aux États-Unis, les emprunts doivent remplir les conditions d'enregistrement imposées par une réglementation américaine stricte. En outre, l'émission est réservée aux signatures de première qualité et porte, en majorité, sur des montants élevés. Enfin, les différences de perception et de capacités d'absorption entre places peuvent restreindre les liens entre les marchés. Il semble d'ailleurs que plusieurs opérations aient été souscrites en presque totalité sur une seule place, les écarts de taux offerts suggérant des possibilités d'arbitrage réduites.

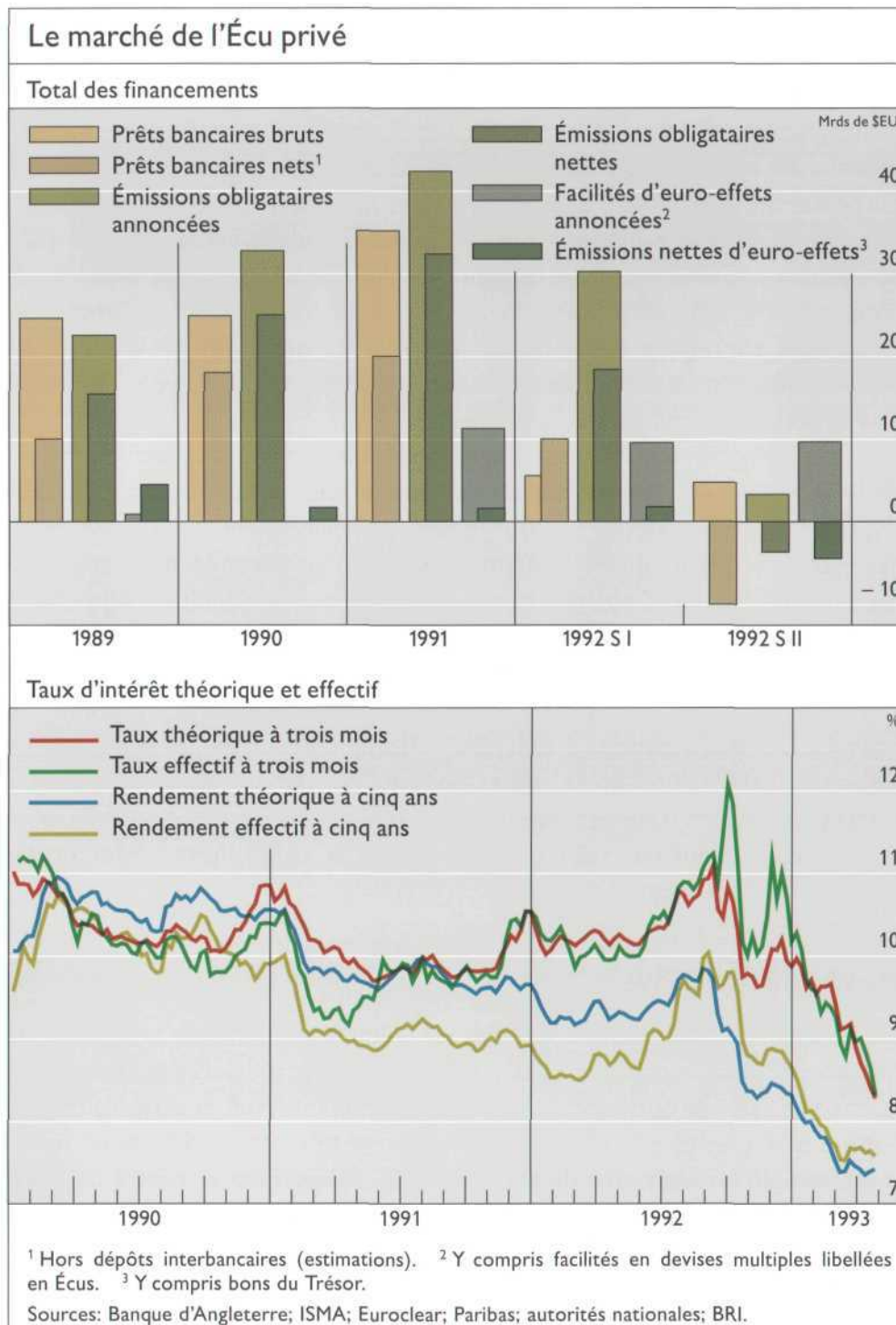
### Marché de l'Écu privé

Retournement  
brutal de l'activité  
sur le marché de  
l'Écu...

La remise en cause brutale du rôle de l'Écu après le rejet du Traité de Maastricht au Danemark, le 2 juin 1992, a eu de grandes répercussions sur le marché. Le retournement est apparu d'autant plus spectaculaire que l'optimisme suscité par l'accord lui-même en décembre 1991 avait fortement stimulé les émissions de titres en Écus. Au premier semestre de 1992, en effet, les annonces d'euro-obligations atteignaient un chiffre presque inégalé (\$21 milliards), alors que la croissance de l'encours (près de \$15 milliards) dépassait celle de tous les autres compartiments et que, sur les marchés nationaux, les emprunts d'État inscrivaient un record

(\$5 milliards) en France et au Royaume-Uni. De fait, les titres de référence souverains ou supranationaux (\$20 milliards au total au premier semestre) ont considérablement renforcé la liquidité et la profondeur du marché de l'Écu avec, notamment, deux innovations: deux tranches de bons du Trésor à trois ans au Royaume-Uni et le lancement d'OAT à trente ans en France. L'activité secondaire par le biais de Cedel et d'Euroclear enregistrait une progression de 40% en comparaison avec la moyenne de 1991, tandis que l'engouement des investisseurs permettait une décote substantielle des rendements réels par rapport à leurs niveaux théoriques.

... la forte expansion du premier semestre ...





Parallèlement, d'importants dépôts bancaires émanant des secteurs non bancaire et officiel de la CE et extra-communautaires provoquaient un excès d'offre par rapport aux capacités de prêt, de sorte que la position globale en Écus du secteur bancaire, pratiquement équilibrée à fin 1991, devenait débitrice nette à hauteur de \$16 milliards au milieu de 1992. Les taux créditeurs étaient orientés à la baisse, tombant là aussi au-dessous des niveaux théoriques, ce qui incitait certains intermédiaires à décomposer l'unité dans les différentes devises du panier.

... fait place à  
une quasi-  
stagnation ...

Les émissions en Écus se sont presque totalement arrêtées après le 2 juin. Sur le marché secondaire, le mécanisme de compensation de l'International Securities Market Association (ISMA) a été suspendu et des liquidations massives par les investisseurs institutionnels ont fait monter les rendements bien au-dessus de leurs niveaux théoriques. Les programmes d'emprunts d'État et de bons du Trésor ont été interrompus, ainsi que l'ensemble des échanges sur les titres moins liquides. Les transactions sur les contrats à terme en Écus du MATIF ont fait l'objet d'une suspension provisoire, tandis que les détenteurs de dépôts bancaires se retiraient.

... à mesure  
que les tensions  
montent ...

Toutefois, le résultat du premier référendum danois n'a constitué qu'une influence parmi d'autres. En début d'année, des tensions s'étaient fait jour. L'euphorie consécutive à l'accord de Maastricht s'est dissipée quand sa mise en œuvre pratique a commencé à susciter des interrogations. Les espoirs de baisse du loyer de l'argent et de stabilité des changes en Europe ayant été déçus, les incertitudes se sont alors renforcées. En plusieurs occasions, de gros emprunts d'État ont été absorbés avec difficulté, tandis que l'intensité de la concurrence et la multiplication des teneurs de marché se sont traduites par un resserrement des marges. La décote des taux réels par rapport aux taux théoriques sur les obligations à cinq ans, qui avait fluctué entre 50 et 75 points de base au début de l'année, a amorcé sa contraction en mai, lorsque l'on a évoqué l'éventualité d'un référendum en France sur le Traité, officiellement annoncé le 5 juin.

... conduisant  
à une révision  
générale du  
sentiment  
envers l'Écu

Bien qu'un important mouvement de vente se soit rapidement développé au lendemain du premier référendum danois, le marché ne s'est pas complètement tari. Les opérations sur le marché secondaire et le volume des contrats traités sur le MATIF ont même atteint un sommet en juin. L'écart entre rendement théorique et rendement contractuel s'est bientôt réduit, pour évoluer dans une marge étroite jusqu'à la fin du mois d'août. Par la suite, divers facteurs ont pesé sur le marché: les incertitudes entourant la ratification du Traité de Maastricht, en particulier avant le référendum du 20 septembre en France, la montée des tensions sur plusieurs monnaies européennes et les mouvements divergents des taux d'intérêt qui en ont résulté. La crise a culminé en septembre, lorsque l'écart entre rendements effectif et théorique à cinq ans, qui était devenu positif en août, s'est élargi à plus d'un demi-point.

Des signes  
de résistance  
du marché ...

Quelques signes de résistance se sont néanmoins manifestés au second semestre. Bien que nombre d'émissions aient été suspendues, les États n'ont pas été totalement absents; c'est ainsi que les adjudications mensuelles de bons du Trésor en Écus au Royaume-Uni, comme les émissions

obligataires liées à l'Écu en Grèce, ont été maintenues, mais à un rythme généralement moins soutenu qu'auparavant. Au surplus, le marché secondaire et les contrats à terme à courte et à longue échéance sont restés en moyenne plus importants qu'en 1991. En outre, les avoirs des banques en Écus ont continué à s'accroître, bien qu'une vague de liquidations des dépôts par toute une série d'investisseurs se soit traduite par une contraction de \$16 milliards des ressources des banques, les obligeant dès lors à reconstituer des Écus. En conséquence, leur position nette dans cette unité, débitrice de \$16 milliards à fin juin 1992, est devenue créditrice de \$4 milliards en fin d'année. Les opérations de compensation interbancaire, loin de se réduire, ont atteint un niveau record, puisqu'elles ont porté sur une moyenne journalière d'Écus 56 milliards en septembre et qu'elles sont restées supérieures, jusqu'à la fin de l'année, à leur niveau moyen de 1991. Le système de compensation a également bénéficié des facilités d'emprunt et de prêt ouvertes par plusieurs banques centrales en faveur des participants. La liquidité bancaire a été soutenue par le désengagement des investisseurs vis-à-vis du long terme, des volumes importants d'obligations en Écus arrivant à échéance. Par ailleurs, des crédits consortiaux en Écus ont été consentis au Royaume-Uni et à la Suède pour leur permettre de reconstituer leurs réserves de change et de financer leur déficit public. Les tirages ont cependant été effectués en deutsche marks et autres monnaies nationales.

La confiance s'est quelque peu raffermie au début de 1993, avec le retour des emprunteurs et des investisseurs: au premier trimestre, les annonces d'émissions obligataires, qui concernaient exclusivement des débiteurs souverains ou supranationaux, se sont chiffrées à \$4 milliards. Comme l'un des principaux facteurs d'expansion résidait dans l'important volume de remboursements, la croissance nette n'a toutefois atteint que \$1,2 milliard.

... apparaissent  
au début de 1993

## Marchés des instruments financiers dérivés

### *Instruments financiers à terme et options sur les marchés organisés*

Le volume des transactions relatives aux contrats à terme et d'options sur les marchés organisés a progressé de 35% en 1992, soit une expansion bien supérieure à celle de l'année précédente, particulièrement prononcée sur les marchés européens, mais dynamique aussi aux États-Unis, en Amérique latine et dans de nombreux marchés d'Asie, alors qu'au Japon l'activité s'est ralentie pour la deuxième année consécutive.

Volume record  
des transactions  
sur les marchés  
organisés...

Cette véritable explosion de l'activité en Europe traduit essentiellement les besoins de couverture liés à l'instabilité des taux d'intérêt lors de la crise des changes, mais elle reflète aussi les difficultés de couverture des opérations au comptant et le resserrement de la liquidité d'instruments de gré à gré sur taux d'intérêt et devises. C'est le compartiment des taux à court terme qui a enregistré l'expansion de loin la plus importante: les volumes en deutsche marks et en francs français ont plus que doublé par rapport à leurs précédents maximums, les transactions effectuées en septembre représentant, à elles seules, un sixième environ du total de l'année.

... dans un  
contexte de  
turbulences  
monétaires...



## Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés dans le monde

Instrument	Volume annuel des contrats					Position ouverte à fin 1992
	1988	1989	1990	1991	1992	
	en millions					en milliards de dollars EU
Contrats à terme de taux d'intérêt	156,3	201,0	219,1	234,7	335,4	3.048,1
sur instruments à court terme	33,7	70,2	75,8	84,8	130,8	2.802,3
<i>dont: eurodollar à trois mois<sup>1</sup></i>	25,2	46,8	39,4	41,7	66,9	1.389,6
<i>euro-yen à trois mois<sup>2</sup></i>	0,0	4,7	15,2	16,2	17,4	431,8
<i>euromark à trois mois<sup>3</sup></i>	0,0	1,6	3,1	4,8	12,2	229,2
sur instruments à long terme	122,6	130,8	143,3	149,9	204,6	245,9
<i>dont: obligation du Trésor américain<sup>4</sup></i>	73,8	72,8	78,2	69,9	71,7	31,3
<i>emprunt de l'État français<sup>5</sup></i>	12,4	15,0	16,0	21,1	31,1	21,0
<i>emprunt de l'État japonais<sup>6</sup></i>	18,8	19,1	16,4	12,9	12,1	105,9
<i>obligation de l'État allemand<sup>7</sup></i>	0,3	5,3	9,6	12,4	18,9	27,8
Options de taux d'intérêt et options de contrats à terme de taux d'intérêt	30,5	39,5	52,0	50,8	64,8	1.385,4
Contrats à terme en devises	22,1	27,5	29,1	29,2	30,7	24,5
Options de change et options sur contrats à terme en devises	18,2	20,7	18,8	21,5	23,0	80,0
Total	227,1	288,6	319,1	336,2	453,9	4.538,0
<i>dont: aux États-Unis</i>	165,3	198,1	205,7	199,7	238,7	2.538,2
<i>en Europe</i>	32,6	49,0	61,0	84,4	140,5	1.055,4
<i>au Japon</i>	18,8	23,7	33,6	30,0	28,7	537,6

<sup>1</sup> Marchés concernés: 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). <sup>2</sup> TIFFE et SIMEX. <sup>3</sup> Marché à terme international de France (MATIF) et LIFFE. <sup>4</sup> Chicago Board of Trade (CBOT), LIFFE, Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), New York Futures Exchange (NYFE) et Tokyo Stock Exchange (TSE). <sup>5</sup> MATIF. <sup>6</sup> TSE, LIFFE et CBOT. <sup>7</sup> LIFFE et Deutsche Terminbörse (DTB).

Sources: Futures Industry Association; marchés respectifs; calculs BRI.

Les principaux contrats à terme et options connexes sur taux d'obligations d'État en Europe se sont également inscrits en forte progression durant cette période, tout comme les opérations sur les marchés moins développés en Italie, en Espagne et dans les pays nordiques.

... alors que les contrats à terme soutenaient la liquidité au comptant ...

Les turbulences ont fourni une illustration supplémentaire du rôle joué par les contrats à terme de taux d'intérêt pour soutenir la liquidité des marchés au comptant sous-jacents, surtout en période d'instabilité. Dans plusieurs pays dont la monnaie était attaquée, la liquidité s'est davantage détériorée sur les instruments au comptant non négociés à terme que sur les autres, ce qui a provoqué des distorsions dans la courbe des rendements des emprunts d'État. Pour y remédier, certains marchés organisés, notamment en France, en Italie et en Espagne, ont créé de nouveaux contrats à terme et couvert ainsi l'ensemble des échéances.

En dépit de l'intensité des pressions sur les changes, les contrats de change à terme et options connexes sur devises négociés sur ces marchés organisés n'ont connu qu'une progression modeste (5% et 7% respectivement).

Éclipsés dans le passé par les opérations de change à terme et les options de gré à gré, ils ont profité, en septembre et octobre, des problèmes de liquidité rencontrés par ces techniques traditionnelles appliquées aux devises européennes avec, en septembre, un doublement du volume habituel sur les marchés organisés des options de change portant sur les principales devises du MCE. Le mouvement s'est toutefois ralenti vers la fin de l'année parallèlement à l'amélioration de la liquidité sur les instruments de gré à gré.

... et atténuaient les problèmes de liquidité sur certains marchés de gré à gré

#### Marchés de gré à gré

Même si certains compartiments ont subi d'importants revers pendant et après la crise des changes en Europe, l'activité sur les principaux marchés de gré à gré a continué d'enregistrer un développement rapide.

**Contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises.** Les contrats d'échange de taux d'intérêt mis en place au premier semestre de 1992, dernière période pour laquelle des données sont disponibles, ont atteint le record de \$1.318 milliards, soit 20% de moins seulement que pour l'ensemble de 1991. Cette expansion a traduit la bonne tenue des marchés obligataires sous-jacents et l'utilisation croissante de cette technique par les institutions financières à des fins de gestion du risque et de financement. Du côté des utilisateurs finals, la part des entreprises financières et non financières des États-Unis et d'Europe s'est considérablement renforcée, tout comme celle du secteur public. Les institutions financières européennes se sont octroyées près d'un tiers des contrats conclus au premier semestre de 1992, contre 24% en 1991, alors que leurs homologues asiatiques se sont inscrites en recul. Pour les nouveaux contrats en devises, le dollar a été pratiquement rejoint par les autres monnaies, ce qui atteste la généralisation du recours à ces instruments de par le monde. Si le développement a été plus particulièrement marqué pour les instruments en deutsche marks, francs français et lires italiennes, la plupart des autres compartiments aussi en ont bénéficié.

Essor des contrats d'échange de taux d'intérêt entre institutions financières...

... et en devises autres que le dollar...

La croissance du marché des contrats d'échange de devises, qui avait été supérieure à celle des contrats d'échange de taux d'intérêt en 1991, s'est

Marchés de quelques instruments dérivés négociés de gré à gré <sup>1</sup>						
Instrument	Nouveaux contrats					Encours à fin 1991
	1988	1989	1990	1991	1992 S I	
	en milliards de dollars EU					
Contrats d'échange de taux d'intérêt	568,1	833,5	1.264,3	1.621,8	1.318,3	3.065,1
Contrats d'échange de devises <sup>2</sup>	124,2	178,1	212,8	328,4	156,1	807,2
Autres instruments sur contrats d'échange <sup>3</sup>	..	335,5	292,3	382,7	293,6	577,2
Total <sup>4</sup>	..	1.347,1	1.769,4	2.332,9	1.768,0	4.449,5

<sup>1</sup> Montant du notionnel sous-jacent des contrats. <sup>2</sup> Après correction des doubles déclarations, y compris pour les contrats simultanés d'intérêts et de devises. <sup>3</sup> Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options de contrats d'échange. <sup>4</sup> À l'exclusion d'autres instruments de gré à gré tels que les accords de taux futurs, options de change, opérations de change à terme et produits dérivés sur actions et produits de base.

Source: ISDA.



Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt							
Composante	Dollar EU	Yen japonais	Deutsche mark	Livre sterling	Franc suisse	Franc français	Autres monnaies
	valeur du notionnel en milliards de dollars EU						
Encours à fin 1991 par contrepartie: utilisateur final interbancaire*	831,0	214,0	152,2	147,3	72,9	99,0	206,4
	675,0	264,9	111,2	106,3	64,7	16,6	103,6
Nouveaux contrats: 1992 S I par contrepartie: utilisateur final interbancaire*	360,1	76,9	53,3	41,8	18,5	60,1	89,9
	321,9	113,8	49,0	43,9	20,7	9,0	59,4
* Entre membres ISDA, après correction des doubles déclarations. Source: ISDA.							

... mais baisse d'activité sur les contrats d'échange de devises

tassée au premier semestre de 1992. Le compartiment du yen s'est nettement réduit, comme, dans une moindre mesure, ceux du franc suisse et du dollar EU. L'une des caractéristiques majeures a été la forte contraction de la part des transactions entre les principaux intermédiaires. Du côté des utilisateurs finals, les institutions financières ont été moins présentes, l'augmentation ayant surtout été le fait des États européens et des grandes sociétés américaines et asiatiques.

Développement des instruments dérivés des contrats d'échange

*Autres produits dérivés des contrats d'échange.* Comme les contrats d'échange de taux d'intérêt, les instruments dérivés connexes ont enregistré une croissance vigoureuse. En parallèle avec l'importance des émissions obligataires associées aux bas rendements en vigueur aux États-Unis, un montant élevé de taux plafonds en dollars a été vendu à des émetteurs à taux variable désireux de s'assurer un faible niveau d'intérêts. Les contrats associant taux plafond et taux plancher ont également augmenté, en liaison notamment avec le développement des émissions à taux variable assorties d'un tunnel. Les options de contrats d'échange négociées sur le plan interbancaire et libellées en monnaies européennes se sont aussi fortement accrues lorsque des modifications du loyer de l'argent en Europe ont été perçues comme imminentes; elles ont cependant marqué un ralentissement au second semestre; en raison des perturbations monétaires, la tarification et la couverture de ces instruments sont, en effet, devenues de plus en plus difficiles.

#### *Autres évolutions*

L'intensification de la concurrence entre marchés organisés...

Deux tendances apparues ces dernières années se sont poursuivies en 1992. D'une part, la concurrence pour la conquête de parts de marché a continué de s'intensifier entre marchés organisés, de même qu'entre ceux-ci et les techniques de gré à gré. En Europe, les contrats à terme sur les obligations de l'État espagnol ont été introduits presque simultanément à Barcelone et à Londres. Les contrats sur emprunts à moyen terme de l'État fédéral allemand ont été lancés à la fois à Londres et à Francfort. D'autre part, du fait de la prise de conscience croissante qu'une fragmentation des transactions dégrade la liquidité et reporte l'activité vers le gré à gré, les différentes

Composition des contrats d'échange de devises conclus au 1er semestre de 1992					
Devise	Montant total notionnel <sup>1, 2</sup>	dont, contre		dont	
		dollar EU <sup>2</sup>	autres devises <sup>2</sup>	utilisateur final	fixe/variable <sup>2</sup>
	en milliards de dollars EU				
Yen japonais	38,0	26,0	12,1	26,6	16,2
Franc suisse	26,3	8,8	17,5	21,5	7,0
Deutsche mark	24,4	10,7	13,7	19,7	9,0
Écu	19,8	11,4	8,4	17,1	9,7
Dollar canadien	16,4	13,8	2,6	15,2	7,3
Livre sterling	15,5	8,2	7,3	13,5	5,2
Lire italienne	15,3	8,5	6,8	11,8	8,7
Sous-total	155,7	87,4	68,3	125,4	63,0
Divers	49,9	19,2	30,7	35,6	22,3
<i>moins: duplications pour devises autres que le dollar</i>	<i>-49,5</i>		<i>-49,5</i>	<i>-39,1</i>	<i>-16,1</i>
Total	156,1	106,6	49,5	121,9	69,2

<sup>1</sup> Montant sous-jacent hypothétique sur la base duquel sont établis les paiements des contrats d'échange. <sup>2</sup> Après correction des doubles déclarations par les membres de l'ISDA.

Source: ISDA.

places ont conclu de nouveaux accords. Le Marché à terme international de France (MATIF) et la Deutsche Terminbörse (DTB), respectivement au deuxième et au troisième rang en Europe, se sont entendus en début d'année pour partager certains contrats et relier plus étroitement à l'avenir les deux marchés et leurs dispositifs de négociation. Le Chicago Board of Trade (CBOT) et le London International Financial Futures Exchange (LIFFE) ont également envisagé l'inscription réciproque de certains produits. De telles alliances viennent s'ajouter à celle qui s'est formée, l'an dernier, entre quatre places européennes de moindre envergure et complètent Globex, système de négociation assurant la cotation informatisée en continu dans le monde entier et donnant ainsi accès à une vaste gamme de contrats sur un seul support informatique. Ces accords vont dans le sens de l'adoption de règles communes en matière de négociation et de compensation et devraient intensifier la convergence et l'intégration des marchés au cours des prochaines années.

Le redéploiement de l'activité vers les instruments de gré à gré a également incité certaines places, notamment aux États-Unis, à considérer la création de contrats empruntant la souplesse des instruments de gré à gré, mais offrant les avantages des marchés traditionnels: transparence des prix et mécanisme de compensation. On a aussi vu resurgir des projets de systèmes de compensation pour les contrats de gré à gré. De tels dispositifs pourraient réduire le risque de contrepartie, à l'origine d'une forte concentration de l'activité sur un petit nombre d'établissements à cote de crédit élevée. Ils pourraient, en outre, dissuader les intervenants moins bien notés de créer des filiales spécialisées classées AAA et dotées d'un capital distinct, comme beaucoup ont récemment cherché à le faire. De nouvelles

... a suscité de nouvelles alliances pour limiter la fragmentation des transactions...

... et a ouvert des perspectives de convergence accrue...

... peut-être même de rapprochement entre marchés organisés et de gré à gré sur le plan des caractéristiques des contrats



interrogations se sont fait jour: le coût en capital lié à ces filiales peut-il être justifié? Seraient-elles véritablement à l'abri des problèmes de contagion que connaissent les conglomérats lorsque l'une des sociétés affiliées est en difficulté? Dans le cas des groupes bancaires, les responsables du contrôle ont émis des réserves sur la détention du capital et des garanties de la société mère dans de telles filiales au bénéfice de contreparties particulières.

Certaines ambiguïtés juridiques ont été levées...

Certaines incertitudes juridiques touchant quelques compartiments des marchés dérivés ont été dissipées en 1992. L'International Swap Dealers Association (ISDA) a, en effet, publié son nouvel accord cadre qui clarifie les droits et obligations des contreparties d'un contrat d'échange en cas de défaillance. L'examen, par le Congrès des États-Unis, du renouvellement des pouvoirs réglementaires de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a soulevé un différend sur le point de savoir si ces instruments devaient être considérés comme des contrats à terme et, partant, négociés sur des marchés organisés et soumis à une surveillance réglementaire. Une disposition, finalement rejetée, prévoyait l'assimilation; elle aurait mis en question la légalité des contrats d'échange impliquant des contreparties américaines et la possibilité de les faire exécuter. La situation aurait été semblable à celle qu'a connue le Royaume-Uni après la décision déclarant nuls et non avenus les contrats d'échange avec les collectivités locales, mais, cette fois, sur une bien plus grande échelle.

... mais l'intérêt des autorités de surveillance grandit...

Les marchés de gré à gré, en plein essor, ont fait l'objet d'un intérêt accru de la part des autorités de surveillance, à la suite de plusieurs études sur les risques liés à ces opérations. L'utilité des instruments dérivés aux fins de couverture n'a pas été mise en doute; les préoccupations des autorités ont principalement porté sur quatre aspects: les pratiques de gestion du risque au niveau de chaque intervenant; la présomption de liquidité et les diverses hypothèses qui sous-tendent la tarification et la négociation des produits dérivés; le renforcement des liens entre marchés grâce aux produits dérivés; le manque de transparence. Le bien-fondé de certaines de ces préoccupations a été souligné par les difficultés rencontrées sur les marchés d'options de change et de taux d'intérêt et autres instruments connexes lors des perturbations qui ont affecté le MCE. Un grand nombre d'options sur devises membres du MCE ont été contractées à un niveau égal ou supérieur aux limites d'intervention alors que les devises concernées appartenaient encore à la grille des parités. Tant que les cours-pivots sont apparus viables, les vendeurs d'options n'ont pas jugé nécessaire de se couvrir. Cependant, à mesure que la crédibilité des cours-pivots était mise en question, ces positions sont devenues vulnérables, d'où un important mouvement de couverture, qui a encore renforcé les tensions sur les devises attaquées. La tarification et la couverture des options sont progressivement devenues plus difficiles lorsque l'instabilité grandissante des prix sous-jacents a rendu caducs les mécanismes de fixation des prix et lorsque la liquidité s'est resserrée sur les marchés monétaires des devises affaiblies. Cela s'est traduit par une instabilité accrue et une augmentation des primes sur le marché des options de change ainsi que par une paralysie des transactions durant une bonne partie du mois de septembre. Si les interventions des

... et certaines préoccupations sont mises en évidence par la crise du MCE

banques centrales ont permis à certains vendeurs d'options de couvrir leurs positions, les dévaluations qui ont suivi se sont soldées pour d'autres par des pertes substantielles.

Il semble que ces perturbations aient amené nombre d'intervenants à réexaminer leurs modèles de fixation des prix et leurs pratiques de gestion du risque et à réévaluer leur présence sur des marchés où le degré de concentration est souvent élevé. Les compartiments les plus touchés par les turbulences ont subi depuis lors un ralentissement de l'activité et les primes, en forte hausse durant la crise, sont restées importantes.

## Marché de l'or

Malgré un net renforcement de la demande en Asie, les cours de l'or ont encore baissé l'année dernière. Le déficit de la production minière occidentale par rapport aux achats à des fins industrielles et usages dérivés, bijouterie essentiellement, a été plus large qu'en 1991. Si d'importantes cessions d'avoires officiels en or et diverses opérations financières liées à l'or ont permis d'accroître l'offre, l'absorption nette par d'autres pays, notamment la Chine, s'est soldée par une réduction des quantités disponibles sur les marchés occidentaux.

Atonie des cours  
du métal fin

La production minière en Occident a progressé de 3,7%, contre 1,7% en 1991. Cet accroissement a été général, les hausses les plus fortes étant observées dans les régions d'exploitation plus récente à coûts de production moins élevés, ainsi qu'en Afrique du Sud et aux États-Unis. Ce retournement de la tendance baissière de la production chez le premier producteur mondial s'explique par la dépréciation du rand contre dollar EU et par de légers gains de productivité, qui ont conforté la rentabilité des mines. Les opérations financières sur or ont apporté un volume net supplémentaire estimé à 150 tonnes.

Hausse de la  
production  
minière...

Les informations relatives aux transactions de la Russie et de la Chine restent sommaires. Néanmoins, les données disponibles permettent de penser que l'ex-Union soviétique a encore fourni de grandes quantités aux marchés occidentaux, en dépit de difficultés de production et d'une hausse supposée des avoires officiels. Il semble, en revanche, que la Chine ait absorbé bien plus d'or que l'ex-Union soviétique n'en a fourni. Même si la production chinoise a continué d'augmenter, la vigueur de la croissance économique, la montée des tensions inflationnistes et la pénurie d'actifs financiers à rendements réels positifs ont soutenu la demande dans ce pays.

... compensée  
par une absorp-  
tion nette de  
la Chine

Les avoires officiels nets de métal précieux ont subi une contraction de 320 tonnes en 1992, plus forte baisse depuis 1979, qui résulte en grande partie de la vente de 202 tonnes par la Belgique en juin. Cependant, les avoires de ce pays n'ont pas diminué d'autant, grâce au retour d'une certaine quantité d'or précédemment confiée au FECOM dans le cadre de crédits croisés. Le deuxième grand vendeur est le Canada (94 tonnes), où les réserves de métal jaune sont retombées à 309 tonnes seulement en fin d'année, contre 630 tonnes il y a dix ans. Les réserves officielles mondiales ont continué à se contracter au début de 1993, principalement en raison de

Importantes  
cessions  
officielles



Origine et utilisation de l'or (estimations)					
Rubrique	1988	1989	1990	1991	1992
	en tonnes				
Production des pays occidentaux <sup>1</sup>	1.550	1.680	1.745	1.775	1.840
<i>Afrique du Sud</i>	621	608	605	601	614
<i>États-Unis</i>	201	266	294	294	322
<i>Australie</i>	157	204	243	236	240
<i>Canada</i>	135	160	167	177	157
<i>Brésil</i>	102	101	84	79	77
<i>Papouasie-Nouvelle-Guinée</i>	37	34	34	61	71
<i>Chili</i>	27	29	33	33	40
<i>Indonésie</i>	12	11	13	18	40
<i>Divers</i>	258	267	272	276	279
Variation des encaisses-or officielles <sup>2</sup>	-175	175	35	70	320
Apport net des opérations financières <sup>1, 3</sup>	330	140	240	40	150
Fournisseurs divers <sup>4</sup>	260	300	350	250	-100
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.965	2.295	2.370	2.135	2.210
Pour mémoire:	moyenne annuelle, en dollars EU l'once				
Cours de l'or					
<i>en dollars EU courants</i>	437	381	384	362	344
<i>en dollars EU constants<sup>5</sup></i>	99	82	79	71	66

<sup>1</sup> Source: Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londres). <sup>2</sup> Un signe – indique une augmentation des encaisses-or officielles, selon les données fournies au FMI. <sup>3</sup> Y compris les prêts, ventes à terme et options de couverture. <sup>4</sup> Montant net fourni aux marchés occidentaux par l'ex-Union soviétique, la Chine et quelques petits producteurs. <sup>5</sup> Corrigés de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis (1953=100).

l'exécution, en novembre, de ventes à terme par la banque centrale des Pays-Bas, qui portaient sur 400 tonnes.

Moindre volatilité  
des cours en 1992

La demande globale de métal fin de la part du secteur non officiel s'est encore raffermie en 1992, grâce surtout à l'augmentation des achats en Asie. En revanche, si elles ont contribué à une faible hausse temporaire des cours de l'or en juillet puis en septembre, les vives perturbations sur les changes n'ont guère renforcé l'attrait du métal précieux. Même au plus fort de la crise, les cours de l'or ont fluctué à l'intérieur d'une fourchette assez étroite. En effet, la volatilité intrajournalière des cours s'est encore réduite en 1992, l'écart type des variations journalières (en pourcentage) revenant à 0,49 seulement, alors qu'il se situait à un minimum de 0,70 un an auparavant.

Les cours ont continué d'évoluer à l'intérieur d'une fourchette étroite (\$326–338) au premier trimestre de 1993. Plusieurs opérations, très largement annoncées, pour le compte d'investisseurs de premier plan, la vigueur de la demande des consommateurs et un regain d'intérêt pour les placements en or ont, néanmoins, fait soudainement remonter les cours à près de \$382 à la mi-mai, leur plus haut niveau depuis vingt-huit mois.

## VI. Politique monétaire: aspects internes et internationaux

### Faits saillants

Dans un contexte marqué par l'extension de la récession et par des turbulences sur les changes en Europe, la politique monétaire a été assouplie dans de nombreux pays industriels l'an dernier, mais dans des circonstances et à des moments différents. Les taux d'intérêt à court terme ont été de nouveau abaissés aux États-Unis et au Japon pour tenter de stimuler l'expansion économique, et diminués en Allemagne à partir de septembre. Dans nombre de pays européens, la politique monétaire a été durcie à partir du milieu de 1992 pour soutenir l'engagement de change, puis desserrée à des rythmes variés.

Les autorités monétaires de plusieurs pays d'Europe ont été placées devant de graves conflits de politiques. D'une part, elles désiraient conserver un dispositif à moyen terme destiné à préserver la stabilité du cours de change et à maîtriser l'inflation. D'autre part, leurs possibilités d'action étaient de plus en plus réduites par le fardeau de l'endettement du secteur privé et la faiblesse de la production et de l'emploi. Dans un certain nombre de pays, la dévaluation ou la mise en flottement de la monnaie a signifié un changement d'objectifs intermédiaires ou une diminution de leur rôle dans la conduite de la politique monétaire. Les efforts tendent maintenant à rétablir la crédibilité de la politique monétaire en la fondant sur des parités révisées ou sur d'autres points d'ancrage, notamment des agrégats monétaires et des objectifs explicitement définis en termes de hausse des prix. Ces nouvelles approches doivent encore faire la preuve de leur efficacité.

Les autorités monétaires d'Europe ont réagi aux pressions qui se sont exercées sur leur monnaie en 1992 par d'importantes interventions sur les marchés des changes et, à des degrés divers, par des relèvements de taux d'intérêt. L'ampleur des interventions a compliqué la régulation monétaire dans les pays qui enregistraient tant des entrées que des sorties de capitaux. Les événements de l'an passé démontrent clairement que l'aptitude à tenir l'engagement de change en vigueur dépend dans une large mesure de la volonté et de la possibilité des autorités de relever les taux du marché monétaire, même si cela va à l'encontre de considérations internes. Les expériences différentes selon les pays donnent à penser que cette aptitude a aussi en partie reposé, lorsque des conflits de politiques se sont présentés, sur la disponibilité d'instruments monétaires et sur des mécanismes de transmission affectant la relation entre les taux du marché monétaire et les principales conditions débitrices internes. En fin de compte, toutefois, la détermination de plusieurs autorités à accepter des relèvements durables de taux d'intérêt en présence d'un retournement marqué du sentiment des



opérateurs s'est trouvée réduite parce qu'il devenait trop coûteux de faire face à des distorsions fondamentales et à des divergences cycliques sans recourir à des ajustements de cours de change.

### Objectifs de politique monétaire et indicateurs d'orientation

Des politiques  
monétaires  
fondées sur un  
large éventail  
d'indicateurs ...

Les difficultés rencontrées ces années passées dans l'utilisation des agrégats monétaires comme guides intermédiaires de la politique ont amené les États-Unis, le Japon, l'Australie et d'autres pays à adopter une large gamme d'indicateurs. Dans un premier temps, ces difficultés tenaient essentiellement, dans un certain nombre de pays, à l'incidence directe de la déréglementation et de l'innovation financière sur la possibilité de prévoir la demande de monnaie et sur la réaction des agrégats monétaires à la politique de taux d'intérêt. Plus récemment, les problèmes rencontrés par les établissements de dépôt aux États-Unis ainsi que le cycle des prix des actifs au Japon et dans quelques pays d'Europe ont amoindri la fiabilité des agrégats monétaires en tant qu'indicateurs-clés de l'inflation et de la production. N'étant pas en mesure de présenter leur politique par référence aux agrégats monétaires, plusieurs banques centrales en sont venues, ces dernières années, à accorder davantage de place à l'objectif final de stabilité des prix. Au Canada et en Nouvelle-Zélande, l'objectif de réduction progressive de l'inflation a été publié sous forme de norme chiffrée – de même qu'au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande, après que ces pays eurent suspendu leur engagement de change en 1992.

... ont été  
de nouveau  
assouplies  
l'an passé

Comme le mécanisme de formation des prix dans les marchés des biens et du travail ne réagit pas immédiatement aux variations des conditions monétaires, la production peut se trouver directement influencée à courte échéance par les autorités. La possibilité de tels effets – c'est-à-dire l'orientation de la politique – est souvent évaluée en fonction de l'évolution des taux d'intérêt à court terme. D'après la taille et le degré d'ouverture de l'économie, il convient également de prendre en compte, pour juger de ces effets potentiels, l'incidence des fluctuations de change, véhicule essentiel de l'action monétaire sur la demande globale. Dans les pays industriels traditionnellement dotés de régimes de change flottants – États-Unis, Canada, Suisse et Australie –, la politique a de nouveau été assouplie l'an dernier, selon les indications de l'évolution des taux d'intérêt à court terme et des cours de change. Dans plusieurs de ces pays, toutefois, les délais de réaction des autres taux d'intérêt aux réductions des taux du marché monétaire ont continué d'affaiblir la stimulation économique d'origine monétaire.

Objectifs de  
change et  
orientation  
monétaire dans  
les pays d'Europe

Dans la plupart des pays européens, l'engagement de change a favorisé pendant quelques années la convergence des taux d'inflation. Depuis longtemps, la politique de taux d'intérêt est conçue en Allemagne de façon à contrer les tensions inflationnistes internes, avec un objectif monétaire qui continue à jouer un rôle très important; les taux courts du marché monétaire se sont ainsi progressivement élevés jusqu'à la mi-septembre 1992. Dans les autres pays européens, c'est l'engagement de change qui a largement déterminé l'orientation de la politique monétaire. Dans la majeure

partie d'entre eux, la politique monétaire a été notablement affectée, l'an dernier, par la crise des changes de septembre. Lorsque la défense de l'engagement de change a requis une augmentation des taux du marché monétaire, les conflits avec les objectifs à court terme de la politique intérieure se sont intensifiés, particulièrement au Royaume-Uni, en Suède, en Italie et en Irlande. Un assouplissement progressif en Allemagne à partir de la mi-septembre a permis une détente ultérieure des taux courts dans plusieurs des pays qui demeuraient membres du mécanisme de change européen (MCE) du SME. Dans les pays qui ont eu recours au flottement l'an passé, la suspension de l'engagement de change a été suivie par une baisse des taux courts, à des degrés divers, tandis que, dans la plupart des cas, la monnaie se dépréciait substantiellement.

### Pays traditionnellement dotés d'un cours de change flottant

Aux États-Unis, au Japon, au Canada et en Australie, la banque centrale favorise depuis quelque temps une diminution significative des taux à court terme devant la faiblesse de l'économie. Au Canada et en Australie, la décrue de l'inflation a été spectaculaire. Entre le début de 1992 et le printemps de 1993, les taux courts ont de nouveau été réduits, globalement, dans tous ces pays ainsi qu'en Suisse.

Une détente supplémentaire et prononcée de la politique de taux d'intérêt aux États-Unis à la fin de 1991 avait ramené le taux des fonds fédéraux aux alentours de 4%, contre près de 10% à son maximum d'avril 1989. Quoique consciente des délais d'action de la politique monétaire, la Réserve fédérale a considéré qu'une accélération de la reprise économique était compatible avec de nouveaux progrès sur la voie de la stabilité des prix, compte tenu du degré de sous-utilisation des ressources et des contraintes financières pesant sur le redressement. Devant certaines indications selon lesquelles la précédente stimulation de l'économie ne semblait pas avoir été aussi forte que prévu, elle a abaissé le taux des fonds fédéraux en trois étapes, pour le ramener à quelque 3% en septembre 1992. À 3% aussi à partir de juillet, le taux d'escompte était au plus bas depuis 1963.

Détente de  
la politique de  
taux d'intérêt  
aux États-Unis ...

La Banque du Japon a également cherché à encourager une reprise économique et une amélioration de la situation financière du secteur privé en facilitant une baisse des taux courts du marché, diminuant graduellement son taux d'escompte de 6% en juin 1991 à 2½% en février 1993, niveau qui n'avait été précédemment enregistré qu'en 1987-89. Les mesures de relance budgétaire annoncées par le gouvernement entre août 1992 et avril 1993 peuvent apparaître comme un moyen d'alléger la charge pesant sur la politique monétaire, et ce dans des proportions que la plupart des autres pays ne sauraient se permettre en raison de leurs contraintes budgétaires.

... au Japon ...

Au Canada, les taux à court terme ont été réduits et rapprochés de leurs homologues américains entre mars et août 1992, devant la profondeur de la récession et parce qu'il était clair que les objectifs publiés en matière de hausse des prix seraient sans doute atteints. Fortement relevés quand le dollar canadien a été soumis à de vives pressions en septembre dans le

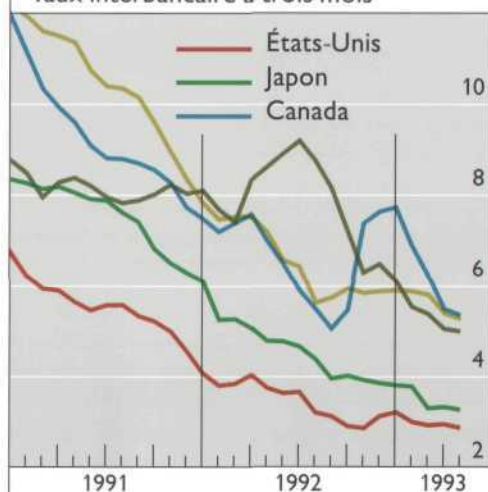
... au Canada ...



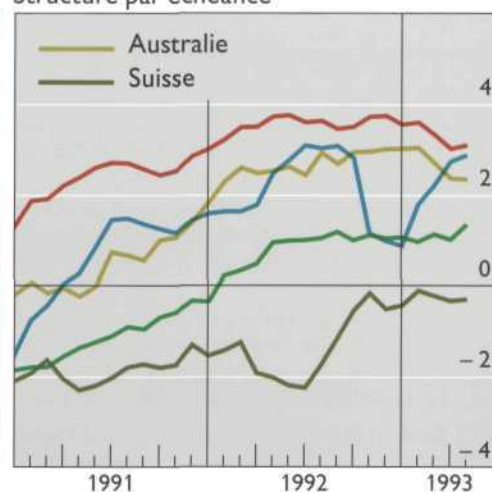
## Taux d'intérêt à court terme et écart avec les rendements des obligations

Moyenne mensuelle

Taux interbancaire à trois mois<sup>1</sup>



Structure par échéance<sup>2</sup>



<sup>1</sup> États-Unis: taux des bons du Trésor; Canada: instruments de dette de première catégorie des entreprises non financières; Australie: bons émis par les banques. <sup>2</sup> Rendement des obligations d'État représentatives moins taux à trois mois.

... en Australie ...

contexte du référendum constitutionnel, puis en novembre sous l'influence de préoccupations au sujet du déficit budgétaire et des difficultés financières de certains grands groupes canadiens, ils ont été abaissés au début de 1993 lorsque les pressions sur la monnaie se sont relâchées. En Australie, une détente prononcée des taux courts a commencé en janvier 1990 et s'est poursuivie jusqu'en juillet 1992, accompagnée d'une dépréciation notable du dollar australien en termes effectifs. Par la suite, le taux des dépôts au jour le jour est demeuré inchangé jusqu'en mars 1993, pour être alors ramené de 5¾% à 5½%.

... et en Suisse

En Suisse, les taux à court terme ont dû être relevés au début de 1992 devant l'affaiblissement prononcé du franc suisse à l'égard du deutsche mark, mais ils ont ensuite été réduits de façon substantielle lorsque la monnaie s'est renforcée en liaison avec la crise du MCE.

### Agrégats monétaires

L'atonie inhabituelle de la reprise économique en Amérique du Nord et la récession au Japon ont continué à susciter des interrogations sur l'influence des contraintes financières et sur l'efficacité de la politique monétaire comme stimulant de l'activité. Si certains observateurs ont vu dans l'expansion rapide de M1 l'an dernier aux États-Unis un signe avant-coureur d'un retour possible de l'inflation, d'autres ont estimé que la lenteur de l'accroissement des crédits bancaires et des agrégats larges de monnaie aux États-Unis et au Japon indiquait peut-être le besoin d'une incitation monétaire plus appuyée. En fait, la banque centrale de ces pays ne guide plus la politique monétaire essentiellement par référence à un seul agrégat.

Objectifs publiés de la politique monétaire						
	États-Unis			Japon	Suisse	Canada
	M2	M3	EITANF	M2+CD	MBC	PC
	variation d'un quatrième trimestre à l'autre, en % <sup>1</sup>					
1992 Objectif <sup>2</sup>	2½-6½	1-5	4½-8½	env. 0	-0,6	2-4
Résultat	1,8	0,3	4,9	-0,5	-1,0	2,1
1993 Objectif <sup>2</sup>	2-6	½-4½	4½-8½	<1 <sup>3</sup>	1,0	1½-3½

EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers; MBC = monnaie de banque centrale; PC = prix à la consommation.

<sup>1</sup> Canada: pour 1992, de décembre à décembre; pour 1993, en glissement annuel par référence à juin 1994. <sup>2</sup> États-Unis: pour EITANF, fourchette de surveillance seulement; Japon et Suisse: simple projection; Suisse: le chiffre de 1993 n'est qu'une norme à moyen terme. <sup>3</sup> D'un deuxième trimestre à l'autre.

Sources: données nationales.

Au cours des deux dernières années, la faiblesse de la croissance de M2 aux États-Unis et de M2+CD au Japon a reflété une évolution de l'offre et de la demande de crédit d'une manière qui illustrait la morosité de l'économie. Mais les relations de demande pour ces deux agrégats ont subi une modification fondamentale, mise en évidence par l'accélération inhabituelle de leur vitesse-revenu au moment de la baisse des taux d'intérêt à court terme l'an dernier. Aux États-Unis, où ces développements contrastent étonnamment avec l'expérience antérieure, l'explication réside en partie dans l'écart sans précédent entre taux courts et taux longs. Néanmoins, de nouveaux agrégats, englobant en outre les parts d'OPCVM-actions et OPCVM-obligations détenues par les agents non bancaires, en forte hausse en 1991 et 1992, n'ont pas révélé de relation stable avec les prix et la production. En fait, l'accélération inattendue de la vitesse de circulation de M2 qui a accompagné la détente des taux d'intérêt a, dans une large mesure, traduit la rapidité avec laquelle les banques ont diminué leurs conditions créditrices devant le reflux des taux du marché, de même qu'une tendance des ménages à délaissier les avoirs compris dans M2 afin de rembourser des emprunts après que les banques eurent décidé d'élargir la marge entre leurs taux créditeurs et débiteurs. La modification de la vitesse de circulation de l'agrégat est ainsi, pour beaucoup, attribuable à l'attitude des établissements de dépôt devant les pertes sur prêts, qui a abouti à comprimer leur part dans le total des emprunts et des prêts sur les marchés des capitaux. Étant donné que la relation entre la croissance de M2 et celle du revenu nominal semblait subir une transformation significative, les autorités monétaires n'ont pas cherché à empêcher cet agrégat de croître à un rythme moindre que la borne inférieure de l'objectif officiel pour 1992. En outre, comme la Réserve fédérale a jugé que ces facteurs particuliers continueraient d'influencer la vitesse-revenu à courte échéance, fût-ce avec une intensité réduite, elle a abaissé la fourchette-objectif de ses agrégats pour 1993, tout en soulignant que cela ne signifiait pas un changement de politique.

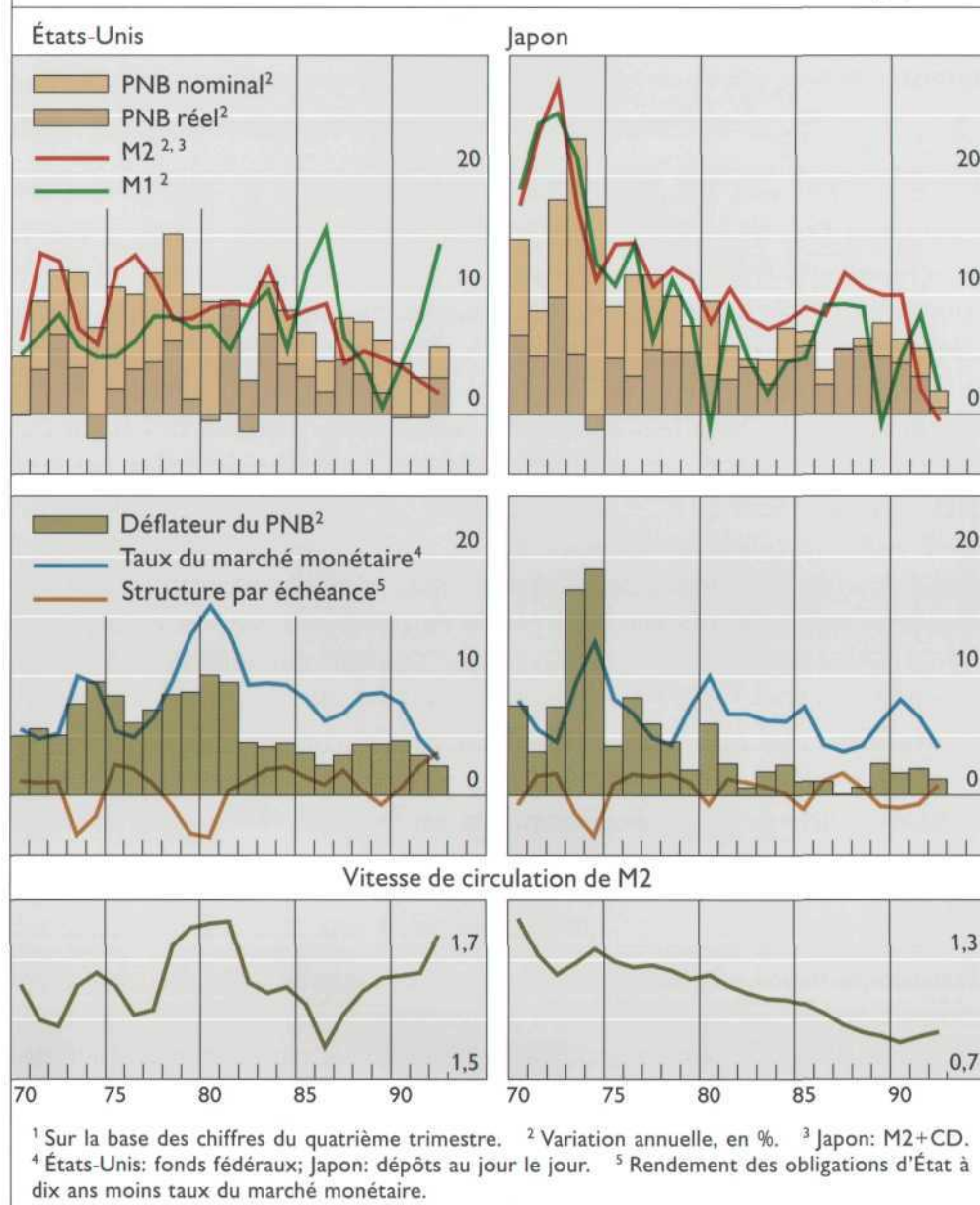
La contraction de M2+CD au Japon en 1992, après une croissance très lente en 1991, reflète, d'une part, un renversement de la tendance antérieure des entreprises qui, tirant parti de la structure des taux d'intérêt,

Facteurs de faiblesse de la croissance de M2 aux États-Unis ...

... et de M2+CD au Japon



## Indicateurs des conditions monétaires aux États-Unis et au Japon<sup>1</sup>



empruntaient auprès des banques pour alimenter des dépôts à terme et, d'autre part, des transferts de dépôts entre les systèmes bancaire et postal. Plus fondamentalement, la Banque du Japon attribue l'accélération de la vitesse-revenu de M2+CD à deux éléments: un infléchissement de la stratégie d'expansion des bilans des banques; et les effets du cycle des prix des actifs sur la demande de dépôts aux fins de transaction et de constitution de patrimoines. Comme, ces dernières années, la déréglementation a accru la sensibilité des taux servis sur les dépôts aux variations des taux du marché, l'agrégat est plus difficile à maîtriser.

Les indications trompeuses données par la faiblesse de la croissance des agrégats traditionnels font que les banques centrales ont plus de difficulté à expliquer pourquoi la politique monétaire n'a pas été assouplie davantage en période de récession. Toutefois, les problèmes liés à la

défense de leur politique pourraient même s'accroître lorsque la vigueur de l'activité économique exigera une hausse des taux d'intérêt, s'il n'est pas possible de discerner quels agrégats mettent en lumière le besoin d'un tel durcissement.

### *Marchés du crédit*

Aux États-Unis sont apparus à la fin de 1992 des signes de relâchement des contraintes financières pesant sur la croissance économique. Les enquêtes de la Réserve fédérale ont indiqué que les banques ne durcissaient plus leurs critères d'octroi des prêts et les assouplissaient même dans certains cas. L'écart entre taux des prêts bancaires et des fonds fédéraux est demeuré exceptionnellement large, ce qui a néanmoins étoffé les bénéfices des banques et facilité ainsi leur collecte de fonds sur les marchés des actions et des obligations. Au cours des deux dernières années, marquées par une faible augmentation de leurs crédits, les banques ont substantiellement renforcé leurs portefeuilles de titres d'État, comme cela s'était déjà produit lors de certaines périodes de récession. Elles semblent désormais bien placées pour répondre à la demande privée de crédit, qui redémarre. En 1992, l'offre de crédit en faveur des entreprises émanant des compagnies d'assurances et sociétés financières a aussi continué de se ressentir de leurs efforts pour restructurer leur bilan. En ce qui concerne les crédits à la consommation, en revanche, l'impact potentiel des difficultés de financement des sociétés de crédit automobile sur la disponibilité et le coût des prêts a été contrebalancé par un recours accru à la titrisation. L'ajustement des marchés des capitaux face à la contraction des activités des établissements de dépôt, en particulier dans le secteur hypothécaire, a continué d'en tempérer les effets sur l'offre globale de financements. La hausse des prix des actions et des obligations a favorisé un volume élevé d'émissions par les sociétés non financières, partiellement destinées à rembourser des dettes bancaires. Les ratios d'endettement par rapport au revenu se sont inscrits en repli pour les entreprises comme pour les ménages et, sous l'effet également de la baisse des taux d'intérêt, le fardeau du service de la dette s'est notablement allégé.

L'activité économique s'est ralentie l'an dernier au Japon; elle est restée morose au Canada et en Australie; dans ces trois pays, le processus d'ajustement conjoncturel a été caractérisé par une baisse des prix des actifs, après les vives hausses antérieures, et par une faiblesse de la demande de crédit associée à une restructuration des bilans dans le secteur des entreprises. Au Japon, malgré de fortes chutes des prix des actifs, l'endettement des ménages est resté à un bas niveau. Les problèmes de bilan ont été particulièrement ressentis par les entreprises et institutions financières en rapport avec l'immobilier. Sauf dans le cas des prêts hypothécaires, l'atonie de la demande de financements semble avoir été la cause principale de la croissance très lente des crédits bancaires en 1992. Cependant, l'effet de la diminution des cours des actions sur le bilan des banques et le problème des prêts improductifs touchant les banques de petite et moyenne taille ont amené à se demander si la détente monétaire était en

Obstacles  
financiers à la  
reprise écono-  
mique aux  
États-Unis...

... au Japon,  
au Canada et  
en Australie



Évolution des prêts bancaires et des portefeuilles de titres <sup>1</sup>							
Pays/année	Total	Titres		Crédit			
		État	Autres	Total	Entre-prises	Immo-bilier	Parti-culiers
	glissement annuel en décembre, en %						
États-Unis							
1975 (récession)	4,4	35,2	3,4	-0,5	-3,7	3,3	2,4
1981 (récession)	5,5	5,1	4,0	5,9	9,1	8,2	1,8
1983-89	8,9	7,4	1,3	10,2	7,5	14,9	9,9
1991	3,8	23,7	0,6	-0,2	-4,1	3,4	-4,3
1992	3,7	17,9	-1,9	0,4	-3,2	2,5	-2,3
Japon							
1975 (récession)	14,1	155,6	14,7	12,1	n.d.	n.d.	n.d.
1982 (récession) <sup>2</sup>	8,0	3,6	4,4	9,0	9,3	13,5	5,0
1983-89	10,0	8,8	9,9	10,1	6,8	21,8	15,0
1991	4,2	-8,2	5,3	5,0	3,2	4,4	6,1
1992	2,8	9,5	1,6	2,4	1,8	1,8	1,7

<sup>1</sup> États-Unis: banques commerciales; Japon: banques de dépôt (pour la ventilation du crédit: ensemble des banques). <sup>2</sup> Récession de croissance.  
Sources: données nationales.

mesure d'apporter à court terme une vigoureuse contribution à la reprise économique.

#### *Taux d'intérêt à long terme et cours de change*

En abaissant les taux d'intérêt à court terme, les banques centrales ont été vigilantes à l'égard de leurs relations avec deux éléments: le rythme courant d'inflation et les taux longs du moment. La première relation a surtout servi d'indicateur de l'incidence expansionniste potentielle de la politique monétaire sur l'activité économique et les prix des actifs. La seconde semblerait constituer un révélateur des anticipations du marché quant à l'évolution future de l'inflation sous l'effet de la politique monétaire; elle pourrait être considérée comme une contrainte à la fois pour cette politique et pour son efficacité.

Les taux d'intérêt réels à court terme ne sont pas devenus aussi négatifs que lors des récessions antérieures aux États-Unis et sont demeurés positifs au Japon, au Canada et en Australie. Aux États-Unis, les rendements obligataires ont baissé de façon significative au début de 1993 sous l'effet du programme d'assainissement budgétaire de la nouvelle équipe gouvernementale, mais ils ont conservé une prime élevée par rapport au marché monétaire, ce qui reflète, selon toute vraisemblance, la persistance de préoccupations liées au budget et à l'inflation. Compte tenu de l'importance des taux longs pour le processus de restructuration financière et pour d'autres mécanismes de transmission de la politique monétaire, la réaction limitée des rendements obligataires aux baisses des taux courts sur l'ensemble de la période 1989-92 a entamé l'efficacité du stimulant monétaire. Un écart exceptionnellement large entre taux longs et courts s'observe en Australie; c'était aussi le cas au Canada avant le renchérissement à

Contraintes  
et efficacité de  
la politique ...

... en fonction  
de la réponse  
des taux longs ...

court terme à la fin de 1992. L'écart reste plus faible au Japon, sans doute principalement en raison des anticipations d'inflation; on peut considérer que cela traduit une certaine confiance dans la politique monétaire et contribue à en renforcer le caractère incitatif.

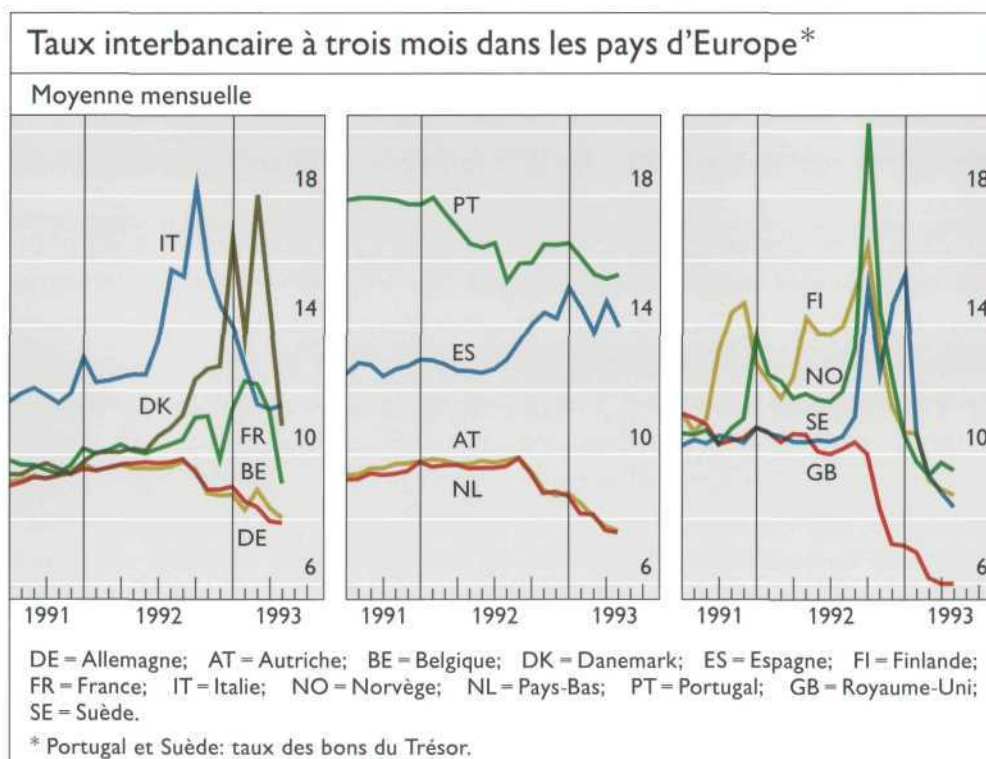
La dépréciation de la monnaie a parfois freiné l'an dernier un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire au Canada, en Australie et en Suisse. L'expérience dans ces pays donne à penser que si le flottement de la monnaie peut desserrer les contraintes pesant sur la politique monétaire dans une économie ouverte, des limites existent cependant à cet égard. Aux États-Unis, des interventions ont été effectuées de temps à autre sur les marchés des changes pour s'opposer à de fortes pressions sur la monnaie, mais les considérations de cours de change ne semblent pas avoir exercé une influence prédominante sur les décisions en matière de taux d'intérêt.

... et du  
flottement  
de la monnaie

### Pays à engagement de change

L'an dernier, la politique monétaire en Allemagne a dû prendre en compte un fort ralentissement de la production, mais aussi une deuxième vague de revendications salariales importantes ainsi que des négociations prolongées sur les moyens à mettre en œuvre pour comprimer les déficits du secteur public. Avec le reflux du boum résultant de l'unification, les tensions sur les capacités de production se sont relâchées à partir du printemps de 1992, cependant que les pressions inflationnistes persistaient et que les agrégats de monnaie et de crédit continuaient de s'accroître à un rythme rapide. Après un resserrement de la politique monétaire fin 1991-début 1992, les taux d'intérêt à long terme se sont détendus, alors que ceux du marché

Réaction de  
la politique  
monétaire  
en Allemagne  
devant les  
tensions  
inflationnistes





monétaire se rapprochaient du taux lombard ( $9\frac{3}{4}\%$ ). La Deutsche Bundesbank a relevé son taux d'escompte à  $8\frac{3}{4}\%$  en juillet. Eu égard aux effets de l'appréciation du deutsche mark sur les pressions inflationnistes internes, elle a ensuite réduit ses taux directeurs de  $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$  point le 15 septembre, durant la crise du MCE. Les taux du marché monétaire ont été de nouveau poussés à la baisse, le taux des pensions sur appel d'offres s'inscrivant à  $7\frac{3}{4}\%$  en avril 1993 après que le taux lombard eut été ramené à  $8\frac{1}{2}\%$ . Les taux longs ont poursuivi leur repli et s'établissaient à quelque  $6\frac{1}{2}\%$  en avril 1993, contre 8% en août 1992 et plus de 9% à leur sommet de 1990.

Tandis que les taux courts continuaient leur décrue au printemps de 1992 au Royaume-Uni, ils sont restés proches des taux du marché monétaire allemand en France, en Belgique, aux Pays-Bas et en Autriche – et à des niveaux plus élevés dans les autres pays européens à engagement de change. L'écart de taux courts avec le deutsche mark a dépassé l'écart d'inflation au Royaume-Uni, en Suède, en Finlande et en Norvège, pays où le rythme d'inflation s'était fortement ralenti, ainsi qu'en France, en Belgique et au Danemark, où la hausse des prix à la consommation demeurerait plus faible qu'en Allemagne. Un certain nombre de pays étaient de plus en plus préoccupés par le fait que l'engagement de change ne laissait guère de latitude aux autorités pour prendre en compte l'atonie de l'économie dans leur politique de taux d'intérêt. Témoinant d'une confiance encore accrue du marché à l'égard de la stabilité des parités existantes, les taux longs dans la plupart des pays d'Europe à engagement de change ont baissé au même rythme, voire plus rapidement, que les rendements obligataires en Allemagne à la fin de 1991 et au début de 1992, mais ils se sont à nouveau tendus au printemps et en été.

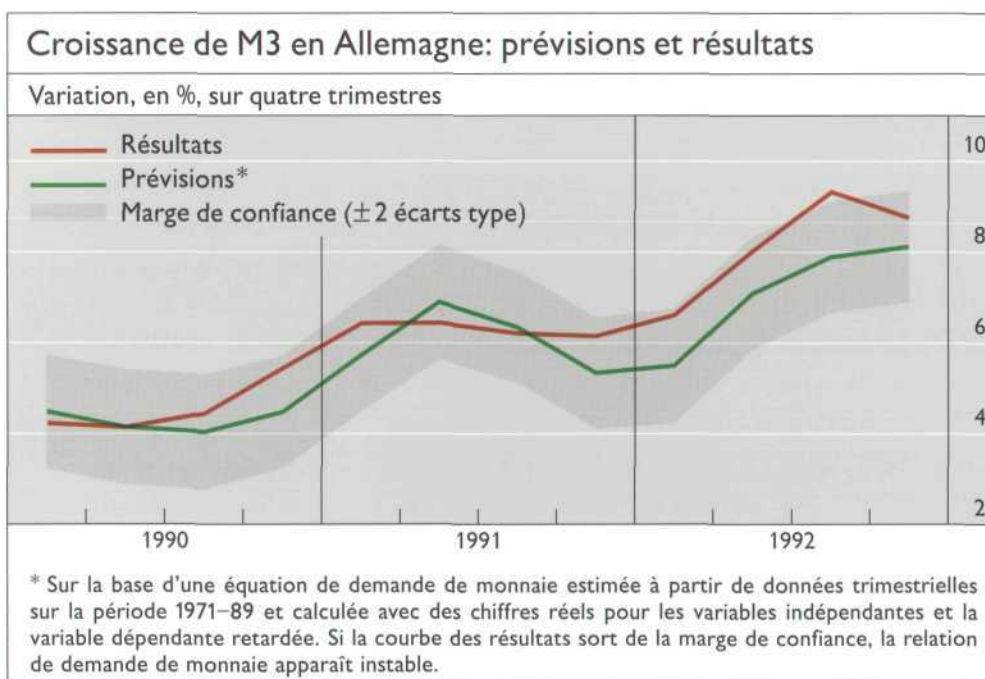
Le conflit entre les objectifs de soutien de l'activité et de cours de change s'est amplifié à partir du milieu de l'année quand les pressions sur les monnaies ont été contrées par des relèvements des taux d'intérêt à court terme. Les taux du marché monétaire ont été orientés à la hausse dans tous les pays du MCE, sauf l'Allemagne, les Pays-Bas et la Belgique, ainsi que dans les pays nordiques dont la monnaie était rattachée à l'Écu. À partir de la mi-septembre, les taux courts ont été réduits aux Pays-Bas, en Belgique

Objectifs publiés de la politique monétaire								
	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni		Suède	
	M3	M3	M2	ALP	M0	M4	IPDX	PC
	variation d'un quatrième trimestre à l'autre, en % <sup>1</sup>							
1992 Objectif <sup>2</sup>	3½–5½	4–6	5–7	8–11	0–4	4–8	1–4	–
Résultat	9,4	5,9	5,9	5,1	4,9	3,6	3,7	1,9
1993 Objectif <sup>2</sup>	4½–6½	4–6½	5–7	4½–7½	0–4	3–9	<2	1–3

ALP = actifs liquides détenus par le public; IPDX = prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires; PC = prix à la consommation.

<sup>1</sup> Espagne: de décembre à décembre; Royaume-Uni: pour M0 et M4, période de douze mois se terminant en mars de l'année suivante. <sup>2</sup> Royaume-Uni: pour M0 et M4 en 1993, fourchettes de surveillance uniquement. Pour 1993, IPDX au Royaume-Uni définit le but à long terme de stabilité des prix; PC en Suède est un objectif à long terme opérationnel à partir de 1995.

Sources: données nationales.



et en Autriche, en parallèle plus ou moins étroit avec l'Allemagne; au printemps de 1993, ils se sont nettement détendus en France et en Irlande. En avril 1993, cependant, les taux à trois mois étaient encore à peu près à leur niveau de début septembre 1992 au Danemark. Il en était de même en Espagne et au Portugal, où le cours-pivot de la monnaie avait été ajusté à la baisse au sein du MCE. Les taux courts ont été réduits à des degrés divers en Italie, au Royaume-Uni, en Suède, en Norvège et en Finlande après la suspension de l'engagement de change et, sauf dans le cas de la Norvège, la monnaie s'est substantiellement dépréciée. En avril 1993, les taux à trois mois étaient tout juste inférieurs à leur niveau d'avril 1992 en Italie, mais ils avaient fortement diminué dans le même temps dans les quatre autres pays.

La croissance de la monnaie et du crédit dans les pays d'Europe l'an dernier a traduit le ralentissement généralisé de l'activité économique, mais a également porté l'empreinte de la crise des changes. En Allemagne, l'augmentation des prêts bancaires à court terme au secteur privé a été nettement freinée par la morosité économique. Cependant, les crédits à moyen et long terme, qui représentent plus des trois quarts du total et comprennent les prêts bonifiés accordés à la partie orientale, se sont développés de près de 13%, contre une moyenne annuelle inférieure à 7% durant les années quatre-vingt. Le dépassement de l'objectif pour M3 reflète dans une certaine mesure la baisse des taux longs, qui a favorisé les placements à court terme. La fourchette-objectif pour 1993, légèrement plus haute, correspond notamment à un accroissement plus rapide des capacités de production dans la partie orientale.

La stabilité de la demande d'actifs compris dans M3 en Allemagne a été largement mise en question en 1992. Les études économétriques de la relation entre monnaie, revenu, prix et taux d'intérêt dépendent toujours du choix des variables, des périodes d'échantillonnage et des techniques d'estimation, si bien qu'elles prêtent à discussion. Il était néanmoins généralement

Réduction des taux courts dans les pays qui ont suspendu leur engagement de change

Évolution de M3 en Allemagne



reconnu dans le passé que, contrairement à ce qui s'observe dans de nombreux autres pays, la demande de M3 était stable en Allemagne. Des recherches récentes donnent à penser que tel est toujours le cas, ce qui constitue peut-être une surprise. Le graphique ci-contre montre une ressemblance frappante entre rythmes de croissance de M3 constatés et prévus sur la base d'une estimation par modèle économétrique, sauf au troisième trimestre de 1992, lorsque M3 s'est fortement accru sous l'effet d'entrées de capitaux à caractère spéculatif, inversées en grande partie par la suite. La vive expansion de M3 en 1990-92 s'expliquerait donc logiquement par la vigueur de la production dans la partie occidentale après l'unification et par la persistance des tensions inflationnistes, plutôt que par une modification structurelle de la relation de demande de monnaie.

En France, un ralentissement des prêts bancaires au secteur privé l'an dernier, qui reflétait dans une certaine mesure une prudence accrue dans l'octroi des crédits aux ménages, a été en partie compensé par une augmentation des émissions de titres. L'endettement total des secteurs non financiers intérieurs s'est développé de 5½% en 1992, pratiquement au même rythme qu'en 1991. L'expansion de M3 s'est accélérée et s'est approchée de la borne supérieure de l'objectif. En Italie, une hausse des taux du marché monétaire à partir de juin, rapidement répercutée sur les conditions débitrices, a contribué à la décélération des crédits bancaires. En fin d'année, la progression des prêts en liras des institutions financières se situait à l'intérieur des limites de surveillance fixées en octobre par la Banque d'Italie.

Le rythme d'accroissement des crédits bancaires au secteur privé a reflété la profondeur de la récession et un désengagement des établissements de crédit dans plusieurs pays nordiques, mais il est demeuré très rapide en Grèce et au Portugal. Dans certains pays, la hausse des taux d'intérêt au moment de la crise des changes a incontestablement contribué à affaiblir la demande de crédit. Cependant, une vive croissance des prêts bancaires a parfois été observée en fin d'année; elle semble avoir servi à

### Évolution du crédit bancaire au secteur privé<sup>1</sup>

Glissement annuel en décembre, en %

	Alle- magne	France	Italie	Belgique	Pays- Bas	Espagne	Royaume- Uni
1982-84 minimum <sup>2</sup>	5,5	6,1 <sup>3</sup>	13,6	3,0	2,8	4,8	17,9
1988-90 maximum <sup>2</sup>	9,5	12,1	18,4	16,4	12,1	18,9	24,9
1992	9,9	3,0	6,9	5,8	5,2	6,2	4,1
	Portugal	Irlande	Grèce	Dane- mark	Suède	Norvège	Finlande
1982-84 minimum <sup>2</sup>	21,9	n.d.	17,3	11,0	7,8	13,3	16,1
1988-90 maximum <sup>2</sup>	13,8	10,7	19,8	7,6	18,6	5,7	27,7
1992	18,3	6,0	17,1	-4,1	8,3	-0,1	-6,6

<sup>1</sup> Y compris les crédits des caisses d'épargne et de la banque centrale. <sup>2</sup> Plus faible (minimum) ou plus fort (maximum) taux d'accroissement de décembre à décembre durant la période.

<sup>3</sup> Récession de 1986.

Sources: données nationales.

financer des sorties de capitaux. En Suède, lorsque les banques ont éprouvé des difficultés à se refinancer à l'extérieur, la Sveriges Riksbank leur a fourni des fonds en devises étrangères empruntés à l'étranger afin de neutraliser l'incidence d'une réduction des prêts en devises aux entreprises internes.

#### *Cadre opérationnel de la politique monétaire et crédibilité*

Dans plusieurs pays, l'abandon de l'engagement de change puis le relâchement de la politique monétaire ont amené à s'interroger sur la grandeur qui pourrait servir de point d'ancrage. En Italie, l'objectif assigné à M2 s'est vu confier un rôle accru dans le nouveau dispositif monétaire. Compte tenu des réactions prévisibles des prix intérieurs à la dépréciation de la lire, l'objectif inchangé témoigne d'une orientation rigoureuse. Tenir cet objectif dépendra toutefois de la poursuite de la modération salariale et de progrès sur la voie de la compression du déficit budgétaire.

Au Royaume-Uni, une fourchette de surveillance de M4, fondée sur l'hypothèse d'une vitesse-revenu stable, a été annoncée en septembre; mais, dans un environnement caractérisé par une très faible demande de crédit, la croissance de l'agrégat est rapidement tombée en deçà de sa borne inférieure. Eu égard aux résultats peu concluants de l'expérience passée avec des politiques fondées sur les agrégats monétaires, le chancelier de l'Échiquier a en outre déclaré qu'il se fixait pour but d'obtenir à long terme un taux d'inflation égal ou inférieur à 2%. L'objectif consiste, pour le reste de la présente législature, à maintenir l'inflation sous-jacente (mesurée par l'augmentation annuelle des prix de détail hors paiements d'intérêts hypothécaires) entre 1% et 4%, pour parvenir à la placer dans la partie basse de cette fourchette en fin de période. Après l'abandon du rattachement de la couronne suédoise à l'Écu, la Sveriges Riksbank a rendu publique son intention de régler la politique monétaire sur un objectif explicite de hausse des prix à la consommation défini sous forme de fourchette (1-3%), qui sera opérationnel à partir de 1995. La Banque de Finlande a affirmé qu'elle visera à maintenir le taux d'inflation à 2% à compter de 1995.

L'efficacité de la politique monétaire dépend de façon cruciale de la crédibilité des déclarations d'intention des autorités. La crédibilité ne peut se construire qu'en démontrant un engagement à respecter sur une longue période des objectifs annoncés à l'avance. Les objectifs publiés peuvent aider à affermir la crédibilité à condition que les autorités monétaires disposent des moyens nécessaires pour les atteindre et que la réalisation de ces objectifs contribue à convaincre les marchés que la politique est sur la bonne voie.

Les objectifs intermédiaires peuvent être utiles s'ils sont compatibles avec les buts ultimes de la politique monétaire. En Italie comme en Allemagne, en France, en Espagne et dans certains autres pays de la Communauté européenne, la demande de monnaie au sens large a été suffisamment stable pour que les autorités puissent recourir aux agrégats monétaires comme indicateurs de la politique. Mais ils conviennent peut-être moins dans de plus petites économies ouvertes, surtout lorsque la demande de monnaie est faussée par une crise du système bancaire.

Points d'ancrage de la politique monétaire en remplacement du cours de change

Publication d'objectifs d'inflation au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande



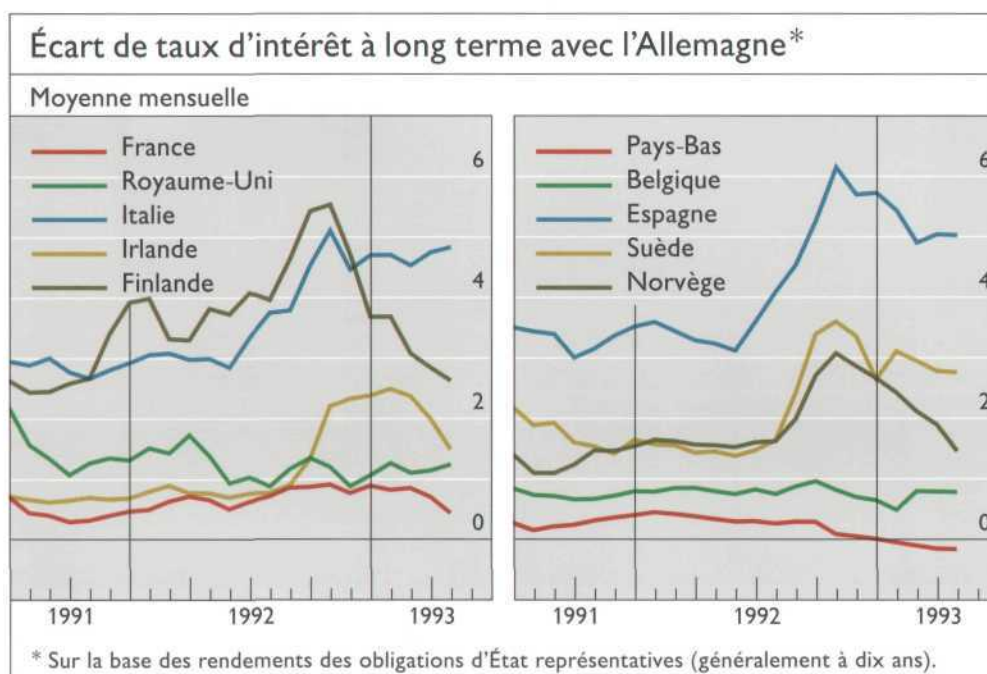
La crédibilité  
des nouvelles  
stratégies peut  
être longue  
à s'affirmer

Bien que le choix du cours de change comme objectif intermédiaire ait fait la preuve de son utilité dans la lutte contre l'inflation, l'attachement à des engagements inchangés a été perçu dans certains pays, l'an passé, comme entrant en conflit avec l'objectif de croissance économique. Si l'engagement de change a souvent contribué à faire accepter des ajustements budgétaires et des accords salariaux globaux, la possibilité d'obtenir des résultats rapides en la matière a rencontré quelques limites.

Il est permis de se demander si les seuls objectifs d'inflation peuvent facilement combler le vide laissé par l'abandon du cours de change comme objectif intermédiaire. Étant donné les retards avec lesquels la politique monétaire agit sur l'inflation, son efficacité vis-à-vis d'un objectif de hausse des prix ne peut être évaluée qu'après un long délai. Par ailleurs, le respect d'un tel objectif est tributaire de l'évolution dans de nombreux domaines, notamment budgétaire et salarial, sur lesquels les moyens d'action monétaires n'ont pas de prise directe. En outre, les indices de prix qui servent de référence aux objectifs publiés peuvent être affectés par des évolutions inattendues dans les conditions de l'offre ou de la demande sur tel ou tel marché de biens. La crédibilité des objectifs d'inflation peut être longue à s'affirmer dans les pays qui ont changé plusieurs fois, au cours des dernières années, le cadre de référence de leur politique monétaire et n'ont adopté de tels objectifs qu'après une dépréciation substantielle de leur monnaie.

#### *Contraintes liées au cours de change flottant et aux taux d'intérêt à long terme*

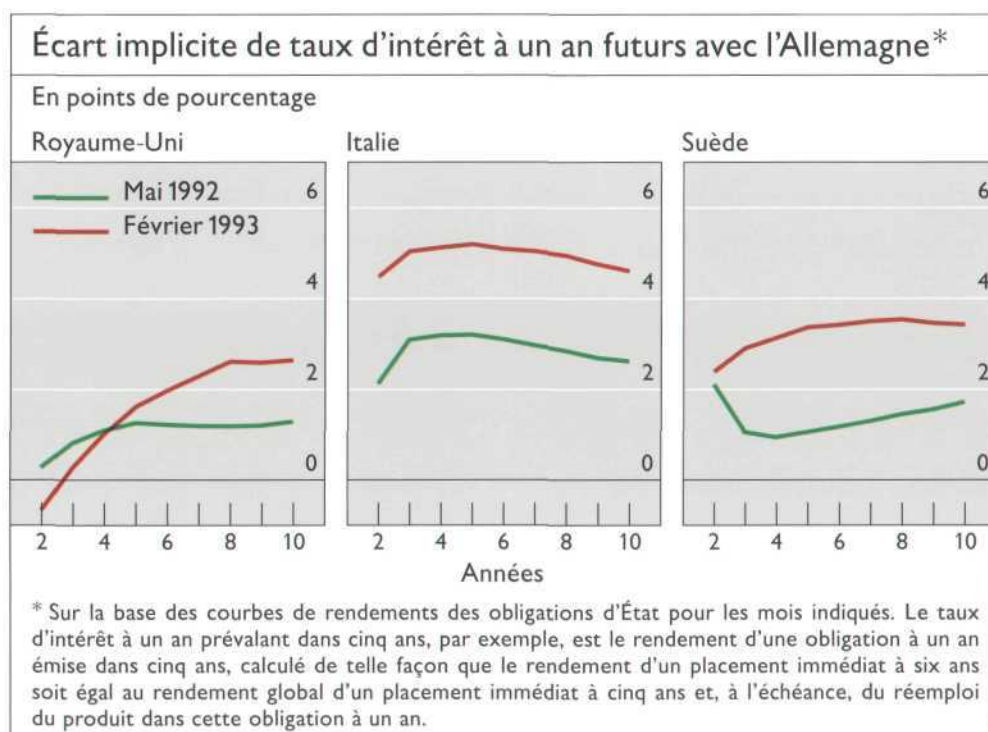
Dans les économies ouvertes, l'influence du cours de change sur la demande globale et les prix constitue un élément important du mécanisme de transmission. Alors que l'atonie actuelle de l'économie dans les pays européens peut retarder la répercussion de la dépréciation de la monnaie sur les prix intérieurs, il existe un risque sérieux de voir les tensions inflationnistes s'amplifier avec la reprise économique.



Ce risque semble s'être reflété dans les taux d'intérêt à long terme, qui se sont établis au début de 1993 à un niveau supérieur à celui du printemps de 1992 en Italie, Espagne et Suède – pays qui ont dévalué ou suspendu leur engagement de change. Pour juger l'effet de la politique de cours de change, on peut comparer les écarts de rendements obligataires avec l'Allemagne. Ceux-ci ont réagi aux anticipations de réalignements durant l'été et l'automne de 1992. Cependant, comme l'indique le graphique de la page 157, ils étaient plus amples en moyenne au printemps de cette année qu'en été 1992, même au Royaume-Uni et en Irlande où les rendements à long terme avaient diminué en valeur absolue. En revanche, dans pratiquement tous les pays dont la monnaie est restée au sein du MCE à un cours-pivot inchangé, les taux longs ont globalement baissé l'année dernière, tandis que l'écart vis-à-vis de l'Allemagne demeurerait faible.

Dépréciation  
de la monnaie  
et anticipations  
inflationnistes

La modification des attentes en matière d'inflation s'est également reflétée dans les anticipations de taux d'intérêt, mesurées d'après les taux futurs incorporés dans la structure par échéance. En mai 1992, avant le référendum danois sur le Traité de Maastricht, l'écart des taux d'intérêt futurs entre le Royaume-Uni et l'Allemagne, déduit des courbes de rendements respectives, indiquait que les taux à un an au Royaume-Uni étaient censés s'établir à  $\frac{1}{4}$ – $1\frac{1}{4}$  point au-dessus de leurs homologues allemands au cours des prochaines années. En février 1993, en revanche, ils étaient jugés devoir s'inscrire au-dessous des taux allemands pendant deux ans environ, mais dépasser ceux-ci de  $2\frac{1}{2}$  points par la suite. Dans la mesure où les anticipations à longue échéance reflètent principalement les perspectives d'inflation, le creusement de l'écart des taux futurs entre mai 1992 et février 1993 laisse penser que les marchés des capitaux s'attendent à voir les





résultats en matière de prix (et l'évolution du cours de change) se dégrader au Royaume-Uni par rapport à l'Allemagne.

Les anticipations d'inflation semblent également s'être accrues en Italie et en Suède au cours de 1992-93. Si les taux futurs faisaient penser en mai 1992 que l'écart de taux d'intérêt resterait à quelque 2-3 points entre l'Italie et l'Allemagne à l'horizon de deux à dix ans, la différence s'est élargie à 4-5 points en février 1993. De la même manière, la prime des taux futurs suédois par rapport à leurs homologues allemands est passée de 1-2 points à 2½-3½ points entre mai 1992 et février 1993.

Les autorités monétaires sont tout à fait conscientes d'un risque d'accélération de l'inflation à longue échéance; plusieurs d'entre elles ont cherché à limiter la dépréciation de leur monnaie au moyen d'interventions sur les marchés des changes. Si l'expérience de l'année écoulée a fait ressortir les difficultés liées à la défense d'un engagement de change, les autorités de certains de ces pays peuvent, après un laps de temps, accepter un tel engagement, sous une forme ou une autre, de manière à rétablir un point d'ancrage de la politique monétaire qui soit crédible en termes d'inflation.

### Réactions des autorités face à la crise des changes

Réactions  
différentes  
des autorités  
face aux pressions  
sur les changes

En l'absence de contrôle des changes, les pays aux prises avec des pressions à la baisse sur leur monnaie peuvent recourir à plusieurs mesures: interventions sur les marchés des changes, financées par les avoirs de réserve ou par l'emprunt; augmentation des taux d'intérêt; ou modification/suspension de l'objectif de change. L'an dernier, les pays européens ont utilisé ces moyens d'action selon diverses combinaisons mises en œuvre à des rythmes différents. Par exemple, alors que la Suède ajustait rapidement et fortement ses taux d'intérêt, le Royaume-Uni était beaucoup plus hésitant à cet égard. L'Italie a rehaussé ses taux progressivement et n'a été prête à accepter un réalignement qu'en septembre; le Danemark a laissé les taux du marché monétaire se tendre vivement sous la pression du marché des changes, mais est demeuré constamment opposé à un réajustement. La réticence à abandonner l'engagement de change ou à accepter des relèvements substantiels des taux d'intérêt s'est traduite dans de nombreux cas par d'importants volumes d'interventions.

Interventions  
à grande échelle  
sur les marchés  
des changes  
l'an passé

Les problèmes de régulation monétaire auxquels donnent lieu les interventions officielles sur les marchés des changes comportent des aspects à la fois quantitatifs et qualitatifs qui se rapportent à l'utilisation des signaux dans la conduite de la politique et, en dernier ressort, à la crédibilité des banques centrales. Les aspects quantitatifs peuvent être évalués en les replaçant dans le contexte du bilan des instituts d'émission. Si l'on exprime (en termes nets) les opérations de change officielles en pourcentage de la monnaie de banque centrale (essentiellement les billets, la monnaie en circulation et les réserves bancaires) en début de période, on perçoit leur considérable contribution potentielle (positive ou négative) à la croissance du stock de monnaie de banque centrale dans les pays européens en 1992, surtout au cours du troisième trimestre. Si les chiffres du tableau ci-après

## Monnaie de banque centrale et contribution des contreparties

Variation sur la période, en % de la monnaie de banque centrale<sup>1</sup>

Pays	Monnaie de banque centrale <sup>2</sup>				Avoirs de change nets de la banque centrale <sup>3</sup>			
	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 T III	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 T III
Allemagne	12,5	9,0	14,5	3,0	23,1	- 5,6	23,9	17,4
France	8,3	1,6	- 13,8	0,2	-21,2	1,8	- 19,2	- 22,0
Royaume-Uni	4,3	4,8	2,6	2,1	77,7	- 3,2	- 37,1	- 49,7
Italie	10,1	8,4	4,0	- 0,6	4,9	4,9	- 30,6	- 21,6
Pays-Bas	11,9	2,7	- 0,2	- 1,8	16,9	3,1	22,9	2,1
Belgique	2,9	0,6	- 0,4	- 5,5	18,9	4,0	4,4	5,9
Suède	2,9	4,7	- 2,9	- 5,4	16,1	38,4	-144,2	-141,9
Concours et interventions de la banque centrale <sup>5</sup>					Autres facteurs internes <sup>6</sup>			
	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 T III	1987	1987-91 <sup>4</sup>	1992	1992 T III
Allemagne	- 5,8	14,9	- 6,3	-10,2	- 4,8	- 0,3	- 3,1	- 4,2
France	29,1	- 2,8	23,7	23,7	0,4	2,6	- 18,3	- 1,5
Royaume-Uni	-48,9	-15,8	47,3	50,3	-24,5	23,8	- 7,6	1,5
Italie	- 3,4	3,7	23,8	4,7	8,6	- 0,2	10,8	16,3
Pays-Bas	- 9,6	- 2,1	- 0,9	- 3,7	4,6	1,7	- 22,2	- 0,2
Belgique	- 0,4	n.d.	- 38,2	-18,3	-15,6	- 3,4	33,4	6,9
Suède	13,8	-21,1	-172,9	121,2	-27,0	-12,6	314,2	15,3

<sup>1</sup> Corrigée des fluctuations de change. Allemagne, France et Pays-Bas: principalement sur la base de moyennes mensuelles de données journalières ou hebdomadaires; autres pays: chiffres de fin de mois. <sup>2</sup> Allemagne: sur la base des coefficients de réserves obligatoires, mais après correction des modifications de ces coefficients; Royaume-Uni: M0; autres pays: billets et monnaies plus réserves des banques. <sup>3</sup> À l'exclusion des échanges de devises destinés à réguler la liquidité bancaire.

<sup>4</sup> En rythme annuel. <sup>5</sup> Crédit lombard et (sauf pour l'Allemagne) crédit d'escompte; opérations fermes et pensions sur bons et autres titres, concours spéciaux aux taux du marché, échanges de devises et dépôts de l'État placés sur le marché.

<sup>6</sup> Comprend les mouvements sur les comptes de l'État ainsi que, dans le cas de l'Allemagne, l'incidence des modifications des coefficients de réserves obligatoires et des contingents de réescompte.

Sources: données nationales et estimations BRI.

retracent l'incidence des interventions financées par l'emprunt, ils ne rendent pas totalement compte des flux bruts sur de courtes périodes. En dépit des imperfections de la méthode de calcul, les interventions de l'an passé apparaissent plus volumineuses dans la plupart des pays que lors de la plus importante vague d'interventions (1987) – où elles avaient pourtant revêtu une grande ampleur non seulement dans le cadre du MCE, mais également sur le marché du dollar.

Les interventions officielles sont de nature à modifier les soldes de réserves détenus par les banques auprès de leur banque centrale. Dans les pays industriels, la politique monétaire est essentiellement mise en œuvre par le biais de la détermination des taux d'intérêt à très court terme. Les dispositifs qui permettent aux banques centrales d'agir sur ces taux et d'utiliser la politique monétaire pour tenter d'atteindre l'objectif, qu'il soit de cours de change ou autre, obligent en fin de compte celles-ci à adapter étroitement la fourniture de liquidités à la demande des banques, déterminée par les périodes (décalées ou semi-décalées) de constitution de réserves obligatoires ou par les besoins de soldes de compensation, normalement faibles. Une hausse des taux d'intérêt peut rendre les interventions moins nécessaires mais, lorsque celles-ci sont effectuées, leur impact sur les réserves bancaires exerce habituellement une incidence compensatoire sur

Incidence des interventions sur la régulation de la liquidité bancaire



les autres opérations de la banque centrale, de sorte que le niveau désiré de réserves obligatoires est rétabli en fin de journée ou, de toute façon, avant la fin de la période de constitution.

En général, la banque centrale met en œuvre sa politique de taux d'intérêt en fixant le taux marginal auquel elle fournit ou ponctionne la liquidité bancaire. Elle peut le faire explicitement en annonçant ce taux à l'avance – le relevant pour contrarier les sorties de capitaux, comme cela a été fait en Suède en septembre 1992. Dans les systèmes qui ne recourent pas à cette annonce préalable, les modifications de taux d'intérêt à très court terme peuvent être induites par la variation du rythme de fourniture des réserves bancaires en début de journée ou de période de constitution. À certains moments, l'an passé, de très fortes hausses du taux au jour le jour ont été déclenchées de cette façon au Danemark et en Irlande. Toutefois, ces fluctuations reflètent essentiellement l'incertitude des banques à l'égard des conditions dans lesquelles leurs besoins résiduels de réserves seront finalement couverts.

Les questions pertinentes relatives aux interventions ont donc principalement trait au caractère adéquat des instruments disponibles pour en compenser les effets et à leur efficacité en association ou non avec des ajustements de taux d'intérêt. Des interrogations plus générales peuvent cependant apparaître à propos de l'incidence des interventions sur la masse monétaire, notamment dans les pays dont l'objectif est défini en termes d'agrégat de monnaie, et de leur rôle facilitant éventuellement la spéculation.

#### *Incidence des interventions dans les pays enregistrant des entrées de capitaux*

L'an dernier, les pays membres du MCE ont fait très largement appel aux crédits spécifiques entre banques centrales, et notamment à la facilité de financement à très court terme dans le cadre de laquelle leur banque centrale est autorisée à effectuer des tirages automatiques en d'autres monnaies du SME pour financer les interventions obligatoires aux limites bilatérales. Ces concours peuvent aussi être utilisés pour les interventions intramarginales – auxquelles les pays du MCE avaient principalement recouru jusqu'à l'an passé –, mais uniquement avec l'autorisation de l'institut d'émission concerné. En effet, les interventions des autres banques centrales peuvent avoir une incidence sur les réserves bancaires dans le pays d'émission, même en l'absence d'interventions par la banque centrale de ce dernier. L'incidence ne sera qu'indirecte lorsque les interventions sont financées par des réserves de change non déposées auprès de l'institut d'émission. Certaines banques centrales qui détenaient d'importants avoirs en deutsche marks sur le marché ont pu les mobiliser quand leur monnaie a été soumise aux premières pressions. Toutefois, lorsqu'une banque centrale finance ses interventions par des avoirs conservés auprès d'une autre banque centrale, ou grâce à un prêt consenti par elle, les réserves bancaires des deux pays sont directement affectées.

Devant le gonflement massif de la liquidité bancaire résultant des interventions, quelques banques centrales se sont trouvées à court d'actifs facilement mobilisables pour contenir l'augmentation des réserves bancaires. Elles

pouvaient grossir leurs exigibilités en imposant des réserves obligatoires ou en les renforçant, au risque de stimuler des entrées de capitaux par des canaux non bancaires, ou en offrant aux banques des placements rémunérés (alors que les réserves obligatoires ne portent pas intérêt). L'émission de titres par la banque centrale pour son propre compte, ou pour le compte du gouvernement, est soumise à des restrictions légales dans plusieurs pays, dont l'Allemagne. Certaines opérations de marché, comme les échanges de devises, peuvent résorber des réserves, mais leur expansion en courte période peut être limitée par l'insuffisance de titres de créance facilement négociables dans les réserves de change. Les événements de 1992-93 ont une fois de plus montré que la régulation monétaire est très difficile lorsqu'elle doit absorber des surplus de réserves de grande ampleur.

Difficultés liées  
à la régulation  
du marché  
monétaire

L'an dernier, la Deutsche Bundesbank a neutralisé l'incidence potentielle des interventions sur la liquidité bancaire principalement en diminuant les montants alloués dans le cadre de ses opérations de pension. Son portefeuille de titres a été ramené de DM 147 milliards à DM 97 milliards en septembre. Du côté du passif, les réserves ont également été absorbées au moyen de mises en pension de titres contre devises et grâce à une facilité permettant aux banques de placer leurs réserves excédentaires en bons du Trésor à trois jours. En Belgique, le remboursement de la dette extérieure du gouvernement a contribué à réduire les acquisitions nettes de devises par la banque centrale, qui a utilisé sur une grande échelle les opérations de marché, échanges de devises compris. Aux Pays-Bas, les instruments mis en œuvre ont notamment comporté un relèvement des montants de réserves déposés à la banque centrale.

Les mouvements de capitaux peuvent exercer une influence directe sur les conditions intérieures de la monnaie et du crédit qui, en temps normal, ne peut pas être neutralisée à court terme par la banque centrale. Par exemple, si M3 s'est accru de 2% en septembre 1992 en Allemagne, c'est principalement parce que les entrées substantielles de devises ont été en partie acheminées par des comptes de résidents non bancaires, qui en ont détenu le produit essentiellement sous forme de dépôts à vue et à court terme auprès des banques internes. En raison surtout du reflux ultérieur de ces capitaux, M3 est demeuré inchangé (en données corrigées des variations saisonnières) entre octobre 1992 et février 1993. La Bundesbank, qui est autorisée à émettre des titres du Trésor à court terme, a profité en mars 1993 d'un élargissement de son arsenal d'instruments pour annoncer une adjudication d'effets à échéance de trois à neuf mois, ouverte aux agents bancaires et non bancaires. Cette nouvelle procédure était destinée à agir sur les avoirs monétaires du secteur non bancaire et à accroître la souplesse de ses opérations de régulation de la liquidité des banques. Dans le même temps, elle a abaissé notablement les coefficients de réserves obligatoires applicables aux dépôts à terme et d'épargne.

Autres effets  
monétaires des  
mouvements  
de capitaux

#### *Incidence des interventions dans les pays enregistrant des sorties de capitaux*

Dans les pays qui enregistrent des sorties de capitaux, les contraintes opérationnelles sont normalement fixées par le montant des réserves de



change, détenues en propre ou empruntées, que les autorités sont prêtes à utiliser. L'effet sur la liquidité bancaire des interventions par vente de devises étrangères peut être retardé par des emprunts en devises destinés à reconstituer les avoirs de change ou par des cessions de devises à terme. L'an dernier, l'impact potentiel sur la liquidité bancaire a été en partie compensé, dans certains pays, par des tirages effectués par les banques ou le gouvernement sur les facilités offertes par la banque centrale.

Instruments compensant l'incidence des interventions sur la liquidité bancaire

Chaque fois, néanmoins, l'institut d'émission a pris des mesures pour contrebalancer la contraction potentielle des réserves bancaires consécutive à ces ventes de devises. À cet effet, la plupart des banques centrales ont recouru abondamment à des instruments spécifiques, notamment des échanges de devises et des achats fermes ou des prises en pension de titres internes. Dans certains cas, le recours aux procédures habituelles de fourniture de réserves a dû être adapté (par exemple les appels d'offres en France et en Espagne) ou de nouveaux instruments ont été créés (pensions sur actifs en devises en Italie); dans d'autres, il a fallu suspendre des facilités existant normalement et destinées à limiter les hausses de taux d'intérêt sur le marché (découvert au jour le jour en Irlande). Il n'est pas toujours aisé de mettre en œuvre ces instruments avec souplesse.

#### *Caractéristiques générales des interventions*

Utilité des interventions

Ces dernières années, les interventions officielles sur les marchés des changes ont aidé des banques centrales à contrer les pressions à la hausse sur les monnaies des pays dont les taux d'intérêt nominaux relativement élevés semblaient appropriés pour des raisons internes. En Belgique, aux Pays-Bas et en Autriche, le maintien d'une marge de fluctuation vis-à-vis du deutsche mark plus étroite que la bande normale du MCE et d'un niveau de taux d'intérêt ne devant pas tomber nettement au-dessous des taux allemands a nécessité, l'an passé, un recours aux interventions pour endiguer les pressions à la hausse sur la monnaie de ces pays; cette stratégie a sans nul doute contribué à affirmer la crédibilité de la politique dans ces pays. L'expérience d'autres banques centrales du SME donne à penser que le recours aux interventions pour maintenir une monnaie dans la partie supérieure de la bande ou pour l'empêcher d'atteindre ses limites peut également servir à étayer la crédibilité de l'engagement de change. Cependant, les événements de 1992 ont confirmé qu'il serait vain d'espérer défendre une parité officielle de change grâce aux seules interventions si elle se trouve sérieusement mise à l'épreuve. Lorsque les pertes en devises prennent une ampleur insoutenable, le pays est placé devant une alternative: soit il relève les taux d'intérêt de façon significative et pour une période relativement longue, soit il modifie sa politique de change.

Insuffisance des interventions à grande échelle accompagnées d'ajustements limités de taux d'intérêt

En intervenant sur une grande échelle pour défendre leur monnaie tout en essayant de limiter les ajustements de taux d'intérêt, les banques centrales laissent indirectement libre cours aux opérateurs qui cherchent à couvrir leurs risques en monnaies faibles et à prendre des positions contre celles-ci. La réglementation et les pratiques prudentielles poussent les banques à ne pas constituer d'importantes positions en devises pour leur

propre compte. En intervenant, les banques centrales contribuent à les mettre en situation de faire face à la demande de leur clientèle désireuse de prendre des positions longues en devises sous forme de dépôts, prêts et instruments de hors-bilan. En reconstituant les réserves des banques, elles aident à refinancer l'accroissement des crédits bancaires en monnaie nationale et facilitent la vente de titres internes, permettant aux investisseurs de solder leurs positions ou de jouer contre la monnaie. Ce raisonnement ne met pas en cause l'efficacité des interventions en tant que telles; il vise plutôt à prévenir contre des interventions volumineuses accompagnées d'ajustements limités de taux d'intérêt. Ce n'est qu'au moyen d'ajustements énergiques que les banques centrales peuvent dissuader les agents privés de se livrer à des opérations laissant entrevoir un profit facile.

#### *Ajustements de taux d'intérêt et crédibilité de l'engagement de change*

Les accords du SME ont toujours eu comme principe de base que les réactions à de fortes tensions sur la monnaie devaient comprendre des ajustements de taux d'intérêt et de cours de change. La défense de l'engagement de change aux Pays-Bas, en Belgique et en France à la fin des années soixante-dix et au début de la décennie suivante illustre l'ampleur du relèvement des taux à court terme du marché qui peut être nécessaire dans le cadre d'un système de parités fixes pour déjouer efficacement des anticipations de dévaluation prochaine. C'est parce que de telles pressions ne s'étaient pas manifestées ces dernières années qu'on a peut-être sous-estimé le risque de les voir réapparaître. Pourtant, avec la libéralisation des mesures de contrôle des changes et la concurrence croissante sur les marchés internes des capitaux, les possibilités de limiter les augmentations de taux d'intérêt aux euromarchés et de retarder leur répercussion sur le coût des crédits intérieurs se sont grandement réduites.

Les opérateurs sont parfaitement conscients des coûts potentiels, en termes de croissance, des relèvements de taux d'intérêt d'une ampleur propre à décourager les prises de positions contre la monnaie nationale; ils savent que les autorités monétaires n'ont peut-être pas toute la marge de manœuvre nécessaire pour augmenter suffisamment ces taux. Et même dans l'hypothèse où les autorités les relèvent fortement afin de démontrer leur résolution à respecter leur engagement de change, leur action peut se révéler inefficace si leur aptitude à les maintenir à un niveau élevé n'est pas perçue comme crédible. Cette crédibilité dépendra évidemment de la vigueur de l'économie intérieure et de la capacité des autorités à obtenir un consensus sur les politiques budgétaires adéquates. En outre, si les taux d'intérêt ne sont relevés qu'après des interventions massives, cette mesure peut même être interprétée comme le signal que la détermination des autorités à défendre la monnaie a atteint ses limites. Dans de telles circonstances, la hausse des taux d'intérêt peut déclencher de nouvelles sorties de capitaux et, paradoxalement, rendre l'engagement de change intenable.

Pendant la crise de septembre, les taux directeurs au Royaume-Uni ont été portés en deux étapes de 10% à 15% après des interventions volumineuses, sans apparemment convaincre les marchés que, dans les conditions

Impact des hausses de taux d'intérêt sur les marchés des changes



économiques internes du moment, une augmentation durable des taux appliqués à la clientèle résidente serait viable. La Sveriges Riksbank a considérablement tendu le taux marginal de ses concours durant la crise de septembre, d'abord à 75%, puis à 500%, ce qui, avec l'appui d'un accord sur des restrictions budgétaires, a stabilisé le marché des changes et permis de ramener progressivement le taux marginal de ses concours à 12% au début de novembre. Les marchés ont cependant douté qu'il serait possible de relever à nouveau les taux d'intérêt à des niveaux semblables si des sorties de capitaux se produisaient encore. Effectivement, lorsque le taux marginal a été remonté à 20% en novembre, sans être accompagné d'un accord sur des mesures budgétaires supplémentaires, les sorties de capitaux s'en sont trouvées peu limitées.

#### *Choix des instruments de banque centrale et répercussion des taux d'intérêt*

Procédures  
opérationnelles  
de la banque  
centrale et  
conditions  
débitrices  
des institutions  
financières

La crédibilité d'une politique de défense de la monnaie par relèvement des taux du marché monétaire est peut-être plus grande dans les pays dont la banque centrale est en mesure de restreindre ou de retarder l'incidence de ce relèvement sur les autres taux en régulant de manière sélective les coûts de financement des banques. Diverses modalités d'approvisionnement en réserves peuvent être combinées à cette fin. Dans de nombreux pays d'Europe, les opérations de la banque centrale ont été conçues de façon à exercer une influence souple sur les taux du marché monétaire grâce à des instruments de réglage fin, tandis que des procédures plus traditionnelles sont disponibles pour freiner la réaction des taux dans les autres compartiments face à des variations qui peuvent se révéler peu durables. En Allemagne, en France, en Belgique, aux Pays-Bas et en Espagne, les intentions de la banque centrale sont pour une large part signalées à travers les taux d'intérêt auxquels sont allouées les liquidités par appels d'offres périodiques. Ces signaux sont modulables au moyen de pratiques spéciales telles que la modification des procédures d'adjudication et des volumes attribués. Quant aux taux débiteurs officiels dans la plupart de ces pays, ils n'ont aujourd'hui qu'une relation indirecte et limitée avec les taux du marché monétaire, mais ils restent disponibles pour clarifier les intentions de la banque centrale. Ils peuvent également agir de manière sélective sur le coût de certaines catégories de prêts bancaires, notamment en faveur des petites entreprises et des particuliers, dont l'accès aux autres marchés est restreint.

Instruments  
limitant l'impact  
des taux d'intérêt  
dans certains pays

En France, le taux des pensions de cinq à dix jours de la banque centrale, auxquelles les banques peuvent recourir à leur propre initiative, tend normalement à limiter les variations à la hausse des taux du marché monétaire. Il a été majoré en septembre, tandis que cette facilité de crédit a été elle-même temporairement remplacée, au début de 1993, par des opérations au jour le jour à des taux fixés de manière discrétionnaire par la Banque de France qui approvisionnait parallèlement les établissements de crédit en liquidités au moyen d'appels d'offres à des taux bien plus bas. Ces procédures ont permis de relever les taux du marché monétaire tout en atténuant l'impact sur les coûts de financement des banques, ce qui les a aidées à limiter l'augmentation de leur taux débiteur de base. Fin

septembre, la Sveriges Riksbank a apporté aux sociétés de crédit immobilier un faible montant de concours au taux de 20%, tout en neutralisant l'effet de cette mesure sur les réserves bancaires afin de s'assurer que les taux courts du marché monétaire demeuraient au niveau de 50% déterminé par le taux marginal de ses concours officiels. Les instruments par lesquels la banque centrale fournit des liquidités ont également été adaptés de diverses façons en Italie, au Danemark et en Irlande pour atténuer l'incidence du relèvement des taux du marché monétaire sur le coût des principales catégories de crédit bancaire. Dans certains cas, une modification des dispositions régissant l'accès aux facilités de crédit offertes par la banque centrale ou la nature des titres acceptés en garantie a permis, en des occasions critiques, d'établir un cloisonnement temporaire entre les taux de l'euromarché ou du marché monétaire interne et les autres taux d'intérêt.

L'influence des financements sélectifs de la banque centrale sur les coûts des emprunts des agents non bancaires internes dépend de la mesure dans laquelle ces marchés peuvent être compartimentés. Les possibilités en sont généralement limitées, même sur courte période, mais elles peuvent aider à faire face à une crise brève. Par ailleurs, l'ampleur et la rapidité avec lesquelles les banques répercutent les variations des taux officiels à très court terme sur leurs conditions débitrices varient selon les dispositifs propres à chaque pays. Au Royaume-Uni, les modifications notables du taux auquel la Banque d'Angleterre achète des effets à très courte échéance sont normalement diffusées dans des délais fort brefs au taux de base bancaire qui, à son tour, détermine les conditions appliquées par les banques à l'essentiel de l'encours des crédits comme à leurs nouveaux prêts. Il est clair que cette considération a joué un rôle crucial dans la réticence des autorités à accepter des hausses durables des taux du marché monétaire.

Dans plusieurs pays, la relation entre conditions débitrices des banques et taux du marché monétaire a en outre été influencée, l'an dernier, par des modifications des coefficients de réserves obligatoires. En France, les banques sont convenues, en mai 1992, de réduire leur taux de base par rapport aux taux du marché monétaire à l'occasion d'une diminution des coefficients. L'allègement de ces réserves en Italie, en février 1993, devrait également permettre, à terme, de minorer l'écart entre taux débiteurs bancaires et taux du marché monétaire. En Espagne, un projet d'abaissement des réserves obligatoires a été appliqué par anticipation dans le cadre de la lutte contre la crise des changes de septembre.

#### *Mécanismes de transmission des taux d'intérêt*

L'incidence des variations des taux courts du marché monétaire sur les taux débiteurs pratiqués par les institutions financières et, partant, la crédibilité des politiques de taux d'intérêt axées sur le cours de change dépendent en outre de plusieurs caractéristiques du mécanisme de transmission des taux d'intérêt, parmi lesquelles la réaction des taux longs, l'importance relative des financements à court, moyen et long terme, et la part des taux fixes et des taux variables. Au Royaume-Uni et en Irlande, les modifications des taux à très court terme du marché monétaire sont rapidement répercutées

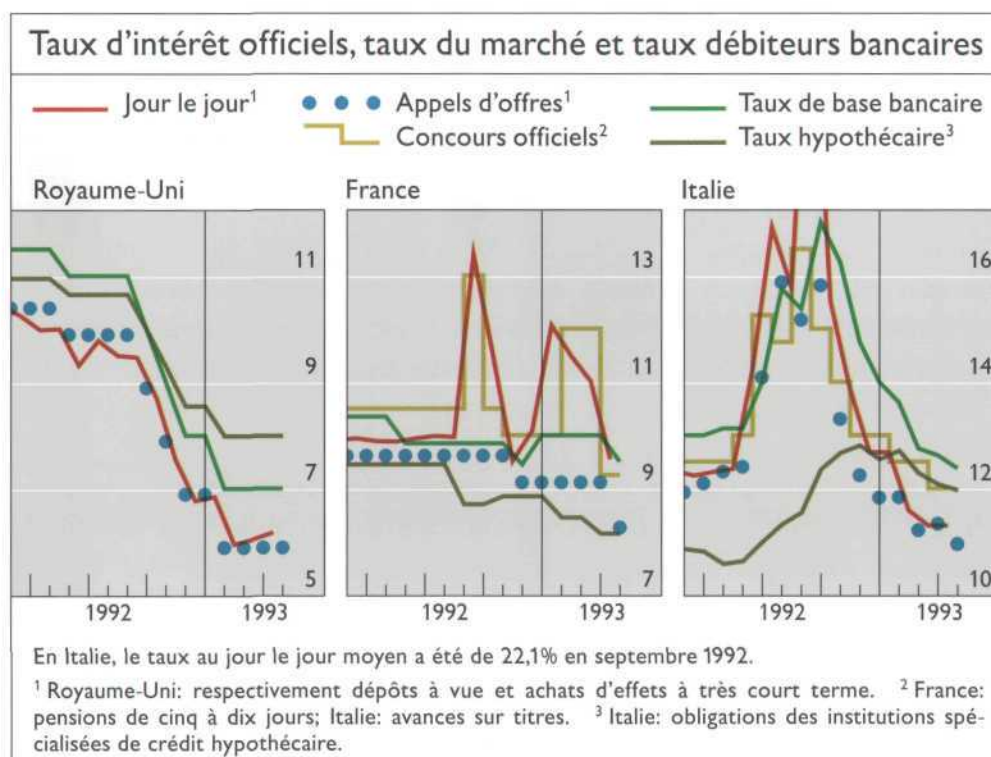
Influence des mécanismes de transmission de la politique monétaire sur la diffusion des taux d'intérêt



sur les taux révisables appliqués à la plupart des prêts au logement et des crédits aux entreprises. Au Royaume-Uni, une proportion relativement élevée de l'encours des obligations de sociétés est assortie de taux d'intérêt révisables. Dans certains autres pays d'Europe, l'encours des obligations d'État est en grande partie à taux variable. Cependant, dans de nombreux pays, une part substantielle des prêts des institutions financières en faveur du logement et de l'investissement fixe des entreprises est à longue échéance et leurs taux sont déterminés à moyen ou long terme par rapport soit à la rémunération relativement stable des émissions «au robinet» de certificats bancaires à moyen terme, soit au rendement de marché des instruments négociables. Cette situation reflète fondamentalement la disponibilité de ressources à moyen et long terme. Dans certains pays, comme en Italie, elle découle aussi des mesures prises au fil des ans pour faciliter l'offre de financements à long terme par l'intermédiaire d'institutions spécialisées. Dans d'autres, elle peut être attribuée au facteur incitatif que constitue pour le financement privé à long terme une expérience durable de faibles taux d'inflation et de taux d'intérêt relativement stables.

Incidence  
de la faiblesse  
des structures  
de bilans

L'incidence des augmentations de taux d'intérêt dépend également, et de manière cruciale, des structures de bilans dans l'économie. Dans certains pays, le facteur qui a déterminé l'attitude des autorités par rapport à des hausses prolongées de taux d'intérêt l'an dernier a été la précarité des situations financières des particuliers, des entreprises et des établissements bancaires, qui rendait ces secteurs particulièrement sensibles à des relèvements importants et durables des taux courts. En Italie, le volume de la dette publique et sa courte échéance moyenne ont exercé des contraintes évidentes, tandis qu'en Irlande la large composante en devises de la dette publique a constitué un sujet de préoccupation.



### *Contrôles des changes*

L'an dernier, les contrôles des changes avaient été abolis dans la plupart des pays d'Europe. Comme cela était d'ailleurs possible dans le cadre du programme de marché unique de la Communauté, ils sont restés en place ou ont été resserrés en Espagne, au Portugal et en Irlande pour contribuer à faire face à la crise des changes. Ils ont toutefois été levés dans ces trois pays au début de 1993.

Les contrôles des changes peuvent limiter la nécessité d'augmenter les taux d'intérêt sur le marché interne tout en les laissant s'élever fortement sur l'eumarché quand apparaissent des pressions de caractère spéculatif. S'ils empêchent effectivement le financement à l'étranger de positions courtes à terme en monnaie nationale par les banques du pays, ils permettent en outre à la banque centrale d'encourager la hausse des taux d'intérêt sur l'eumarché pour dissuader les non-résidents de jouer contre la monnaie, ou les pénaliser s'ils le font. Lorsque des non-résidents cherchent à couvrir des portefeuilles de titres libellés dans une monnaie sous pression sur le marché bancaire de cette monnaie, les contrôles des changes parviennent peut-être moins bien à protéger les taux d'intérêt internes et peuvent même, à la longue, freiner les investissements de cette nature.

Recours aux  
contrôles des  
changes pour  
protéger les  
taux internes

### *Indépendance de la banque centrale*

Étant donné la dimension politique des taux d'intérêt, il n'est pas surprenant que la crédibilité de l'engagement de change ait été influencée, l'an dernier, par l'éventualité de changements de politiques en raison, par exemple, d'élections prochaines. Cela a soulevé, dans certains pays, la question de savoir si la crédibilité de la politique monétaire ne serait pas accrue au cas où le pouvoir de décision serait plus clairement conféré à une banque centrale indépendante. Il semble probable que l'indépendance de la banque centrale d'Autriche, des Pays-Bas ou de Belgique, acquise de longue date ou récemment renforcée, contribue à expliquer pourquoi la crédibilité de la politique monétaire de ces pays n'a pas été sérieusement contestée. Les réformes qui se préparent dans d'autres pays du SME (notamment France, Italie, Espagne et Portugal) afin d'accorder une plus grande indépendance à la banque centrale devraient atténuer cette sensibilité de la crédibilité aux considérations politiques à court terme; destinées à mettre en œuvre les dispositions du Traité de Maastricht avant la date, elles confieraient aux banques centrales la responsabilité des décisions en matière de taux d'intérêt.

Une banque centrale indépendante ne peut cependant à elle seule obtenir des résultats globaux satisfaisants. L'expérience de pays tels que la Suède et l'Italie lors de la crise des changes de l'an dernier semble confirmer que la politique monétaire ne peut défendre efficacement la parité de change sans le soutien d'une discipline budgétaire adéquate et d'une évolution salariale appropriée.



## VII. Prix des actifs et gestion des difficultés financières

### Faits saillants

La période sous revue fait apparaître un contraste notable entre l'évolution des cours des actions et celle des prix immobiliers. Dans l'immobilier d'habitation et d'entreprise, la tendance à la baisse s'est poursuivie, bien que certains pays semblent s'approcher du point d'inflexion. Au premier trimestre de 1993, les cours des actions se situaient, dans la plupart des cas, à des niveaux pratiquement semblables ou supérieurs à ceux du début de 1992. Aux États-Unis, cette situation confirmait la reprise de l'activité; en Europe, elle constituait en partie une réaction à des ajustements de parités et à un assouplissement effectif ou anticipé des politiques monétaires. Au Japon, le marché a enregistré une chute brutale jusqu'à l'automne et s'est ensuite stabilisé, avant d'amorcer un redressement marqué au début de 1993.

Les prix des actifs ont joué un rôle majeur dans le cycle conjoncturel actuel, tant à cause de l'amplitude de leurs fluctuations que par leur incidence sur les institutions financières et l'activité économique. De tels mouvements à moyen terme ne sont, bien sûr, pas nouveaux, le dernier épisode semblable se situant au début des années soixante-dix. Ce qui a retenu l'attention cette fois-ci, c'est non seulement leur ampleur en valeur absolue et leur délimitation géographique, mais aussi le fait que la hausse prolongée, à l'inverse de la précédente, est intervenue dans un contexte de taux d'intérêt positifs en termes corrigés de l'inflation. Une comparaison entre les deux épisodes donne à penser que l'élément distinctif, dans le cas récent, a été l'abondance du crédit disponible, suite aux modifications structurelles – induites par les forces du marché ou l'action des autorités – qui ont affecté le secteur financier.

Les amplitudes des variations des prix des actifs, parallèlement à une augmentation assez générale de l'endettement du secteur privé durant la dernière décennie, ont accentué les effets du ralentissement de l'activité sur la rentabilité des banques et la qualité des actifs. La conjonction de ces facteurs a également pesé, à des degrés divers, sur les résultats des banques l'an passé, annihilant en partie l'incidence positive d'une configuration favorable des taux d'intérêt dans certains pays et de la poursuite de la restructuration de l'activité bancaire.

Dans quelques pays, la détérioration de la rentabilité et de la qualité des actifs des établissements de crédit, ces dernières années, a conduit à s'interroger sur la solidité de certains compartiments de l'activité bancaire ou a, pour le moins, porté un coup sévère au déroulement des opérations, amenant les autorités à intervenir pour résoudre au mieux les problèmes rencontrés. Les Rapports annuels précédents ont examiné de manière relativement approfondie, et dans une perspective plus vaste, les causes de la

restructuration entreprise à l'échelle mondiale dans le secteur financier ainsi que ses implications à long terme pour la réglementation et la surveillance prudentielles. Cette année, l'accent porte plus spécialement sur la gestion des difficultés financières proprement dites, à travers les expériences enregistrées récemment dans cinq pays – États-Unis, Suède, Norvège, Finlande et Japon.

## Prix des actifs: évolution récente

### Cours des actions

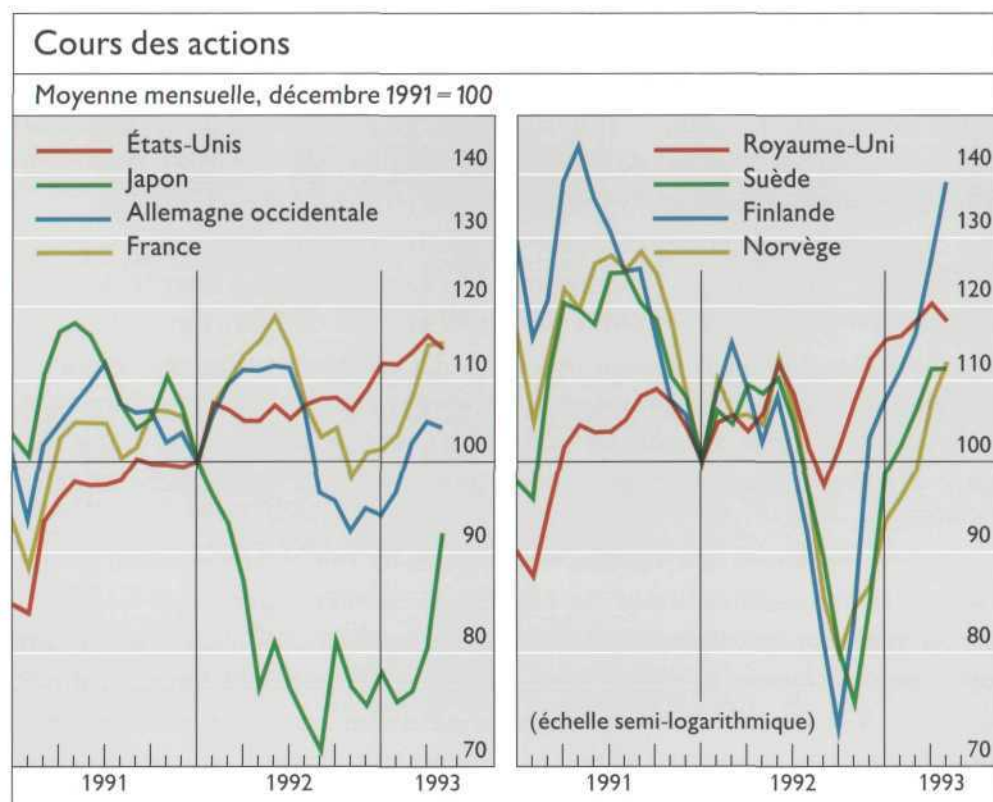
Pendant la période sous revue, l'évolution des cours des actions a été généralement dominée par les perspectives économiques et les politiques monétaires et de change. L'interaction de ces divers facteurs a été très différente selon les pays.

Aux États-Unis, après une hausse marquée à la fin de 1991, due à l'assouplissement sensible de la politique de la Réserve fédérale, les cours ont fluctué dans une étroite fourchette durant la majeure partie de 1992, les investisseurs attendant des signes probants d'un puissant redémarrage de l'activité (graph. ci-dessous). Un redressement s'est dessiné au dernier trimestre, lorsque les données économiques et la modification du climat politique ont conduit le marché à penser qu'une forte reprise s'était amorcée. À la fin de mars 1993, leurs niveaux étaient au plus haut.

Sur la plupart des marchés européens, un mouvement de hausse s'est produit au premier semestre, en particulier au Royaume-Uni, sous l'effet du résultat des élections législatives d'avril, et en France. Au troisième trimestre, cependant, des chutes brutales ont été enregistrées au

Les cours des actions augmentent aux États-Unis...

...fluctuent en Europe...





Royaume-Uni, en Italie et dans certains pays nordiques, en raison notamment des préoccupations croissantes suscitées par les implications, pour les taux d'intérêt et l'activité économique, de la défense d'une parité fixe. Au trimestre suivant, cette tendance s'était inversée, soit en partie (Suède, Italie et Norvège), soit complètement (Royaume-Uni et Finlande), la dépréciation de la monnaie et la baisse des taux d'intérêt ayant éclairci l'horizon économique et rendu relativement plus attrayants les investissements sous forme d'actions. En Allemagne et en France, par contre, il a fallu attendre la fin de l'année pour que les marchés boursiers amorcent une remontée, devant les signes d'un assouplissement de la politique de la Bundesbank.

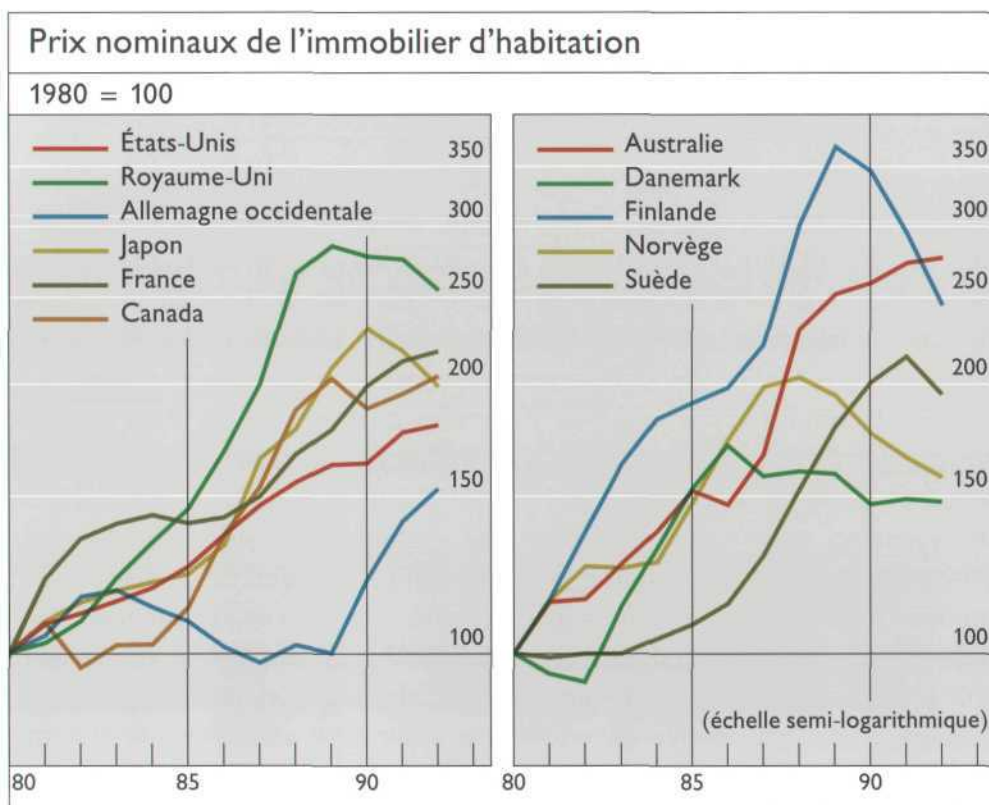
... baissent puis  
augmentent au  
Japon

Au Japon, les cours ont chuté durant les quatre premiers mois de 1992, sous l'effet de nouvelles révélations de malversations financières, de ventes massives d'actions effectuées par des institutions financières avant mars, fin de l'exercice, et de signes de plus en plus évidents d'un ralentissement de la croissance. Un ensemble de mesures de relance budgétaires et monétaires, rendues publiques en avril, n'est pas parvenu à enrayer le mouvement, l'indice Nikkei revenant au-dessous de 20.000. Après une brève accalmie, la chute reprenait en milieu d'année, en raison de nouvelles indications d'affaiblissement de l'activité. En juillet, l'indice se situait à son niveau le plus bas depuis six ans. Devant cette situation, les autorités annonçaient, fin août, une série de mesures destinées à stimuler l'économie et les cours des actions. Ce programme comportait des accroissements des investissements publics et des facilités de prêts au logement d'un montant total de ¥ 10.700 milliards (plus de 2% du PNB), des incitations fiscales pour les dépenses d'équipement, l'assouplissement des restrictions sur l'acquisition d'actions par les particuliers et les fonds gérés publiquement ainsi que le gel des émissions d'actions du secteur public. Les cours réagissaient rapidement, avec une progression de près de 15% d'août à septembre. Très vite, cependant, ils se remettaient à fléchir, les investisseurs paraissant attendre des preuves d'un redémarrage de l'activité et, début 1993, ils étaient inférieurs de plus de 20% aux niveaux qu'ils occupaient un an auparavant. Depuis février, ils ont toutefois refait une bonne partie du terrain perdu, grâce notamment à l'annonce de nouvelles augmentations des investissements publics et d'allègements fiscaux pour un montant total de ¥ 13.200 milliards, soit pratiquement 3% du PNB.

#### *Prix de l'immobilier*

Faiblesse  
généralisée  
des prix de  
l'immobilier

La correction en baisse enregistrée dans quelques pays pour l'immobilier d'habitation et d'entreprise s'est confirmée l'an passé. Le mouvement a même paru s'étendre et, dans plusieurs cas, gagner en intensité. Cette évolution traduisait certainement en partie un ajustement inévitable après des hausses antérieures excessives. On pouvait y voir également l'extension du ralentissement de l'activité à un nombre croissant de pays d'Europe continentale et au Japon ainsi que l'absence, pour d'autres comme le Royaume-Uni, d'une puissante reprise. Dans les pays d'où était parti le mouvement de repli, des signes ont montré en cours d'année que la tendance allait s'infléchir. Cependant, la probabilité d'une remontée sensible demeurerait faible dans de nombreux cas, compte tenu de l'ampleur de l'offre disponible.



Au niveau national, la chute dans le secteur du logement a été particulièrement marquée en Finlande, où les prix nominaux avaient perdu, fin 1992, 34% par rapport à leurs maximums de 1989, et en Norvège, où le repli cumulé depuis 1988 se chiffrait à 23% (graph. ci-dessus). Au Danemark et au Royaume-Uni, la contraction globale a été plus modeste, même si elle s'est amorcée plus tôt. Alors que la baisse généralisée n'a commencé qu'en 1991 au Japon et dans le courant de 1992 en Suède, à chaque fois le mouvement a dépassé en intensité celui qui s'est produit au Royaume-Uni depuis 1990, début de la phase descendante. Par contre, en Allemagne, les prix ont poursuivi leur ascension, à un rythme plus lent cependant.

Les variations de caractère régional ont été particulièrement prononcées dans certains pays, dont les États-Unis, la France et le Royaume-Uni. Ainsi, par comparaison avec le reste du pays, un cycle relativement marqué a été observé à Paris, où les prix seraient actuellement retombés à des niveaux jamais enregistrés depuis 1987. En Allemagne, si une stabilisation est intervenue à Francfort l'an passé, la hausse s'est poursuivie à Berlin, où les prix ont quasiment doublé par rapport à 1989.

Dans certains cas, d'importantes réductions des prix du logement se sont accompagnées d'une contraction substantielle du volume des transactions immobilières. Fait particulièrement notable, au Royaume-Uni le nombre des opérations a diminué de près de 50% par rapport au maximum de 1988 et s'inscrit actuellement à son niveau le plus bas depuis 1974. De même, au Danemark, on note un recul de quelque 35% en 1991 par comparaison avec l'année record de 1985 et des résultats à peine meilleurs qu'en 1974-75. Mesurées en proportion du stock de logements existant, les baisses se révèlent encore plus accentuées. Les efforts mis en œuvre par les

Immobilier  
d'habitation



autorités de ces deux pays pour stimuler les transactions et stabiliser les prix ont revêtu des formes identiques: suspension générale ou partielle des droits de timbre et mesures destinées à enrayer les ventes forcées pour prévenir de nouvelles pressions sur les prix. Selon de récentes estimations, le volume des transactions se serait stabilisé au Danemark et accru au Royaume-Uni, ce qui pourrait être le signe avant-coureur d'un retour à des conditions de prix plus stables.

L'évolution dans l'immobilier d'entreprise durant l'année a suivi grosso modo celle de l'immobilier d'habitation. Le repli s'est poursuivi partout et a même eu tendance à s'accélérer, tandis que les taux d'inoccupation continuaient d'augmenter (tab. ci-dessous). Le recul le plus marqué a eu lieu à Sydney, où la baisse cumulée depuis 1989 a atteint 60%. À Londres, les prix ont également chuté, et ce pour la quatrième année consécutive, mais le regain d'intérêt des investisseurs étrangers a laissé espérer que le marché enregistre bientôt un revirement de tendance. Un sentiment d'optimisme analogue est apparu aux États-Unis. Bien qu'au Japon les prix n'aient que modestement diminué par comparaison avec d'autres pays et que les taux d'inoccupation soient demeurés bas à Tokyo, l'ensemble des mesures économiques annoncées en août 1992 et avril 1993 comportaient des dispositions particulières destinées à soutenir le marché, en particulier l'acquisition anticipée de terrains par l'État, une augmentation des fonds de la Housing Loan Corporation (société de prêt au logement) et des allègements fiscaux

Prix nominaux de l'immobilier d'entreprise dans les grandes villes									
Ville	Taux d'inoccupation <sup>1</sup> déc. 92	1980-85	1985-92	1987	1988	1989	1990	1991	1992
variation annuelle, en %									
États-Unis <sup>2</sup>									
Nord-Est	22 <sup>3</sup>	10	-4	5	2	1	-7	-18	-13
Pacifique	20 <sup>4</sup>	4 <sup>5</sup>	-3	2	4	2	-2	-11	-14
Tokyo	1	7	11	61	3	5	4	-7	-19
Berlin <sup>6</sup>	1	n.d.	25	0	5	35	151	38	-7
Francfort	8	3	13	25	13	37	21	12	-24
Paris	7	17	6	10	7	23	17	-13	-18
Milan	10 <sup>7</sup>	n.d.	11	4	27	26	52	-8	-18
Londres	14	10	-3	40	18	-3	-14	-28	-30
Toronto <sup>2, 8</sup>	15	n.d.	2	10	13	10	-3	-9	-13
Sydney	21 <sup>9</sup>	18	-2	38	30	6	-24	-20	-35
Copenhague <sup>10</sup>	5 <sup>7</sup>	11	4	5	0	5	1	-9	-6
Helsinki	11	30	2	37	27	32	-20	-17	-20
Oslo <sup>10</sup>	15 <sup>7</sup>	20	-2	24	-10	-16	-9	-17	-8
Madrid	7	17	12	50	36	44	12	-26	-28
Stockholm	7 <sup>7</sup>	30	2	35	20	13	3	-43	-13

<sup>1</sup> Le taux d'inoccupation est le montant total d'espace de bureaux finis disponible, exprimé en % du stock total de bureaux. <sup>2</sup> D'un quatrième trimestre à l'autre. <sup>3</sup> Downtown Manhattan. <sup>4</sup> Los Angeles. <sup>5</sup> 1983-85. <sup>6</sup> Jusqu'en 1989, Berlin-Ouest uniquement. <sup>7</sup> Sur la base d'informations limitées disponibles sur les marchés. <sup>8</sup> Indice des prix des bureaux dans l'Ontario. <sup>9</sup> Septembre. <sup>10</sup> Les prix immobiliers sont des moyennes nationales.

Sources: Jones Lang Wootton et diverses associations immobilières privées.

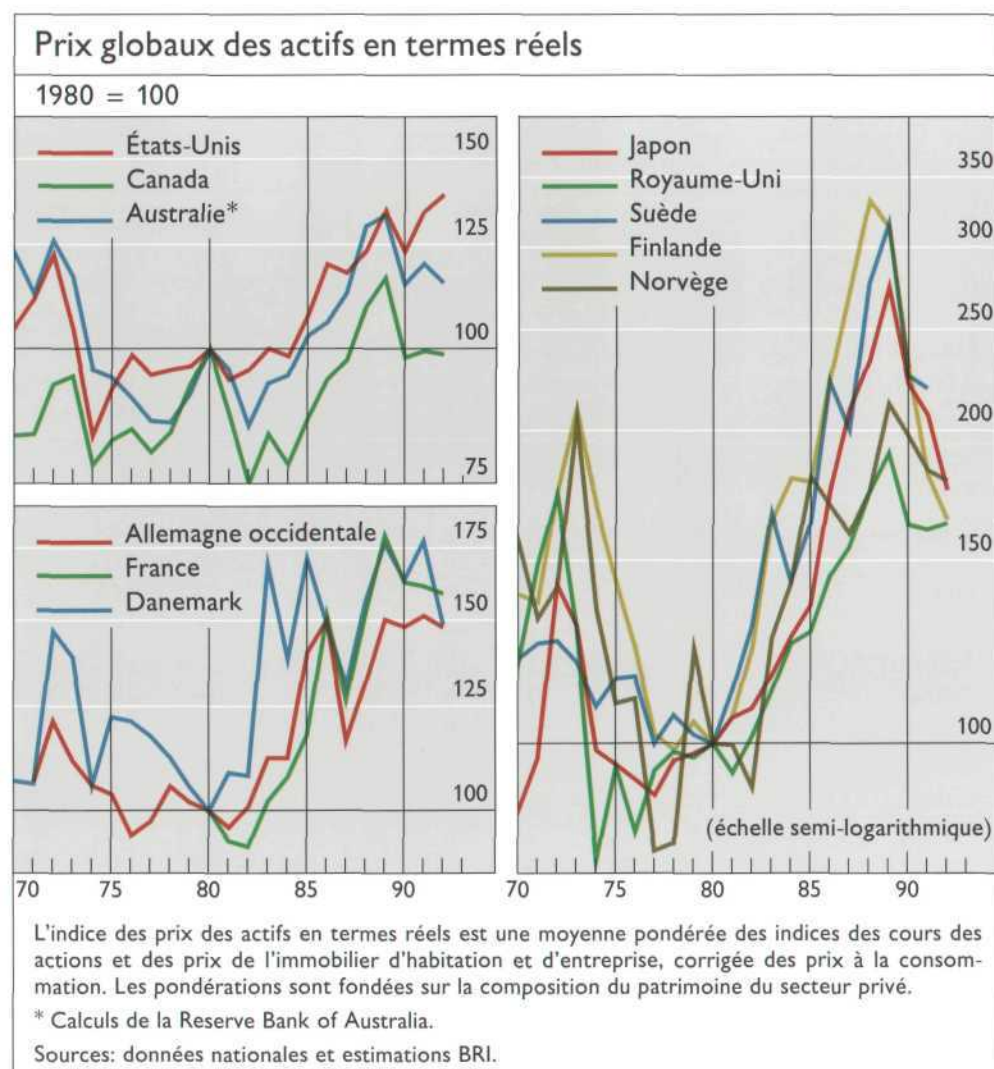
pour les prêts d'accèsion à la propriété. En outre, à la fin de 1992, les banques ont créé un organisme prenant en charge les créances douteuses garanties par des biens immobiliers.

En Europe continentale, de nouvelles baisses ont été enregistrées l'an passé, notamment à Paris, Madrid et Milan. La même tendance a été observée à Francfort, après une décennie de croissance, et à Berlin. Le gouvernement français a réagi à la faiblesse du marché en annonçant, en décembre dernier, des plans d'assouplissement du système d'agrément officiel préalable pour les gros transferts de bureaux dans Paris (en vue d'encourager la délocalisation vers les régions). En outre, diverses mesures ont été adoptées pour conférer un traitement fiscal plus favorable aux transactions et au crédit-bail dans l'immobilier.

### Prix des actifs: perspective à plus long terme

Le graphique ci-dessous montre, dans une perspective à plus long terme, l'évolution des prix des actifs réels dans plusieurs pays industriels au cours des deux dernières décennies. Il figure, pour chacun d'eux, une mesure représentative de leurs prix, ou un indice global, qui constitue une moyenne

Les indices des prix globaux des actifs ...





## Les deux phases de hausse des prix des actifs en termes réels

Pays	Immobilier d'habitation			Immobilier d'entreprise			Actions		
	Hausse des années 70 <sup>1</sup>	Hausse des années 80		Hausse des années 70 <sup>1</sup>	Hausse des années 80		Hausse des années 70 <sup>1</sup>	Hausse des années 80	
		1ère moitié <sup>2</sup>	2ème moitié <sup>3</sup>		1ère moitié <sup>2</sup>	2ème moitié <sup>3</sup>		1ère moitié <sup>2</sup>	2ème moitié <sup>3</sup>
	variation cumulée, en %								
États-Unis	10	2	13	n.d.	2	-15	22	44	46
Japon	57	23 <sup>4</sup>	74	24	10	86	128	88 <sup>5</sup>	166
Allemagne occidentale	39 <sup>6</sup>	- 7	21	16 <sup>6</sup>	1	98	6	139	13
France	n.d.	-14	27	n.d.	39	78	13	112	86
Royaume-Uni	64	16	60	n.d.	-1	33	41	78	41
Canada	40	3	52	n.d.	n.d.	1	18	31	15
Australie	15	2	22	62 <sup>7</sup>	126 <sup>4</sup>	65	29	67	25
Danemark	24	38	8	2	52	30	88	190 <sup>5</sup>	14
Finlande	17	35 <sup>5</sup>	59	31 <sup>6</sup>	235 <sup>8</sup>	73	237 <sup>9</sup>	105	146
Norvège	35	10	15	n.d.	65 <sup>10</sup>	37	65	246	31
Suède	2	0	35	-30	6	52	18	182 <sup>5</sup>	114

<sup>1</sup> Du minimum au maximum ou, lorsqu'aucun minimum n'a pu être identifié, de 1970 au maximum. <sup>2</sup> Du minimum à 1985 ou, lorsqu'aucun minimum n'a pu être identifié, depuis 1981. <sup>3</sup> De 1985 au maximum. <sup>4</sup> Minimum en 1977. <sup>5</sup> Minimum en 1979. <sup>6</sup> La série commence en 1971. <sup>7</sup> Minimum en 1969. <sup>8</sup> Minimum en 1978. <sup>9</sup> Minimum en 1967. <sup>10</sup> La série commence en 1980.

Sources: données nationales et estimations BRI.

pondérée des indices nationaux des cours des actions et des prix de l'immobilier d'habitation et d'entreprise. Les pondérations sont des estimations de la part de ces actifs dans le patrimoine total du secteur privé. Le graphique donne ainsi un aperçu de l'évolution des prix des actifs réels, tant d'un pays à l'autre que dans le temps.

... révèlent d'amples fluctuations dans les années quatre-vingt

Si l'on constate, pour de nombreux pays, un cycle des prix globaux des actifs en termes réels au cours des dix dernières années, l'intensité de l'inflation et de la déflation de ces prix a cependant varié sensiblement. Les mouvements les plus marqués se sont produits dans certains des pays nordiques et au Japon. En Suède et en Finlande, par exemple, les prix se sont accrus de plus de 200% en termes réels entre 1980 et 1989, mais une grande partie de ce mouvement s'est trouvée inversée les trois dernières années. D'amples fluctuations, moins prononcées toutefois, ont également été enregistrées en Norvège. Au Royaume-Uni, la phase de hausse part du milieu des années soixante-dix: l'augmentation de quelque 150% entre le creux et le sommet ne s'est que modérément ressentie de la récession au début des années quatre-vingt. Dans d'autres cas, dont l'Australie notamment, les variations ont aussi été prononcées par rapport au passé et ont sérieusement affecté le système financier et l'économie en général.

Quelle que soit l'utilité d'une mesure synthétique de l'évolution des prix des actifs, l'indice global masque des mouvements significatifs de ses diverses composantes. Dans certains pays, des cycles distincts des prix immobiliers sont occultés par des variations volatiles de l'indice des actions. Le cas le plus évident est celui du Danemark, où les prix fonciers ont atteint leurs niveaux records en 1986. En outre, des fluctuations régionales

Les deux phases de baisse des prix globaux des actifs en termes réels et nominaux				
Pays	Années 70 <sup>1</sup>		Années 80 <sup>1</sup>	
	Réels	Nominaux	Réels	Nominaux
	variation cumulée, en %			
États-Unis	-32	-17	- 8 <sup>2</sup>	- 3 <sup>2</sup>
Japon	-37	4	-36	-31
Allemagne occidentale	-22	- 2	- 2	1
France	n.d.	n.d.	-12	- 4
Royaume-Uni	-56	-41	-15 <sup>3</sup>	- 7 <sup>3</sup>
Canada	-17	- 7	-16	-12
Australie	-32	39	-14 <sup>2</sup>	- 8 <sup>2</sup>
Danemark	-28	- 9	-16	-10
Finlande	-53	-16	-51	-42
Norvège	-61	-56	-16	- 8
Suède	-13	4	-31	-17

<sup>1</sup> La période est définie par la variation de maximum à minimum de l'indice réel ou, lorsqu'aucun minimum n'a été touché durant les années quatre-vingt, jusqu'à la donnée la plus récente.  
<sup>2</sup> Minimum en 1990. <sup>3</sup> Minimum en 1991.  
Sources: données nationales et estimations BRI.

accentuées se sont produites dans plusieurs pays. Aux États-Unis, par exemple, d'amples oscillations désynchronisées ont été enregistrées successivement dans le Mid-West, le Nord-Est et le Sud-Ouest. De même, Londres et Paris ont connu des évolutions en dents de scie qui sont diluées dans les mesures pour l'ensemble du pays. En fait, le seul pays de l'échantillon qui paraît avoir échappé à un cycle notable des prix de l'immobilier ou des actions est l'Allemagne.

À certains égards, les mouvements des prix des actifs depuis le début des années quatre-vingt ressemblent à ceux qui ont été notés entre le début et le milieu des années soixante-dix. Des fluctuations marquées se sont produites au cours des deux périodes, avec une amplitude généralement plus prononcée cependant dans l'épisode le plus récent (graph. p. 174). En outre, de fortes variations ont été observées vers le sommet du cycle conjoncturel, à l'inverse de ce qui s'est passé vers la fin des années soixante-dix.

Quoi qu'il en soit, un certain nombre de différences ressortent également. D'abord, dans plusieurs pays, les hausses du début des années soixante-dix ont généralement duré beaucoup moins longtemps – deux à trois ans au maximum, contre plus du double la décennie suivante. Deuxièmement, les variations ont été le plus souvent dominées dans le premier cas par des augmentations des cours des actions plutôt que de l'immobilier (tab. p. 175). Inversement, même si la montée de l'indice des prix des actifs pendant la première moitié des années quatre-vingt résultait aussi essentiellement de l'embellie boursière, durant la seconde moitié la contribution des prix immobiliers a été beaucoup plus importante, par suite surtout de la vive expansion de la composante résidentielle. L'Australie et le Royaume-Uni constituent deux exceptions notables à cette tendance, en ce sens que les prix immobiliers ont également joué un rôle significatif dans les

Comparaison  
avec les années  
soixante-dix



années soixante-dix. Troisièmement, dans la plupart des pays, l'inversion de la hausse des prix des actifs en termes réels a donné lieu à des baisses plus marquées en termes nominaux que lors des années soixante-dix (tab. ci-contre). On peut y voir en partie l'effet d'une inflation moins forte, mais il faut souligner que cette évolution s'est faite malgré la prédominance des prix immobiliers, beaucoup moins susceptibles de fléchir en termes nominaux, compte tenu de leur comportement historique, que les cours des actions. Cela permet de comprendre pourquoi, ces dernières années, les prix des actifs ont eu des répercussions plus sévères sur les bilans des agents économiques à la fois financiers et non financiers.

Explications possibles: croissance de l'économie réelle

On relève également des différences entre les deux épisodes dans le dosage des facteurs qui peuvent être à l'origine des variations des prix des actifs. Bien que les mouvements de hausse se soient produits, dans les deux cas, en période d'expansion économique vigoureuse, presque partout la sensibilité de l'indice des prix des actifs à la croissance du PIB en volume a été nettement supérieure durant les années quatre-vingt (tab. ci-dessous). Les seuls pays où elle a été passablement inférieure sont le Royaume-Uni et le Danemark. Par conséquent, si la reprise économique plus prolongée lors du second épisode peut être responsable de la durée plus longue du renchérissement des actifs, elle ne saurait en expliquer complètement le caractère plus accentué.

taux d'intérêt corrigés de l'inflation

Cette accentuation ne peut pas être attribuée non plus au niveau des taux d'intérêt corrigés de l'inflation (graph. p. 178). Lors des deux épisodes, on constate clairement une relation négative d'un pays à l'autre entre ces taux réels et les augmentations des prix des actifs; à noter cependant que les taux étaient peu élevés, voire négatifs, au début des années soixante-dix, alors qu'ils étaient positifs et beaucoup plus hauts dans le second cas.

fiscalité

La prise en compte explicite de considérations fiscales ne modifie pas fondamentalement cette conclusion. Certes, les coûts d'opportunité respectifs des ressources ont été moins élevés durant les années quatre-vingt, déduction faite des prélèvements fiscaux, facteur particulièrement important dans les pays à inflation relativement forte ainsi que pour les agents qui ont la possibilité de défalquer le coût des emprunts de l'impôt à payer.

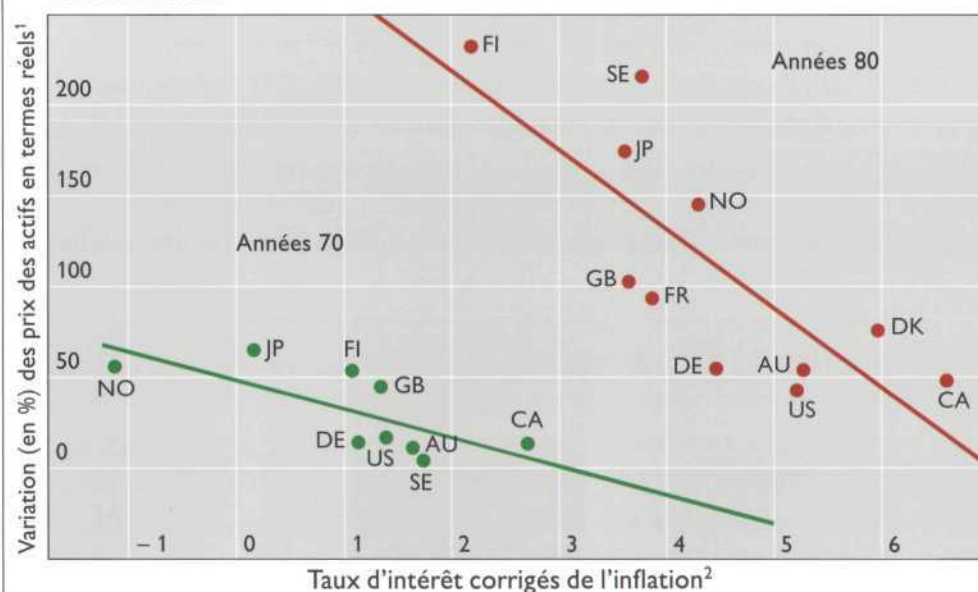
**Sensibilité des prix globaux des actifs en termes réels à la croissance de l'activité durant les deux phases de hausse\***

Pays	Années 70	Années 80	Pays	Années 70	Années 80
États-Unis	1,14	1,48	Australie	1,02	1,68
Japon	3,12	3,18	Danemark	3,19	2,31
Allemagne occidentale	1,36	1,82	Finlande	2,43	6,35
France	n.d.	4,11	Norvège	3,82	5,75
Royaume-Uni	4,05	3,39	Suède	0,30	6,88
Canada	0,60	1,41			

\* Augmentation (en %) de minimum à maximum de l'indice des prix globaux des actifs en termes réels divisée par l'augmentation (en %) de minimum à maximum du PIB réel.

Sources: données nationales et estimations BRI.

# Prix globaux des actifs en termes réels et taux d'intérêt corrigés de l'inflation



DE = Allemagne occidentale; AU = Australie; CA = Canada; DK = Danemark; US = États-Unis; FI = Finlande; FR = France; JP = Japon; NO = Norvège; GB = Royaume-Uni; SE = Suède.

<sup>1</sup> De minimum à maximum. <sup>2</sup> Moyenne des rendements trimestriels de l'obligation d'État à dix ans, diminuée de la moyenne mobile sur trois ans non centrée de l'inflation au cours de la période définie par l'évolution, pour chaque pays, de l'indice des prix des actifs en termes réels.

Sources: données nationales et estimations BRI.

Ainsi, en termes corrigés de cet ajustement, le coût du financement d'acquisition de logements par les ménages a été négatif pendant une bonne partie de la décennie en question dans les pays nordiques, où la déductibilité intégrale des paiements d'intérêts hypothécaires s'est accompagnée d'une inflation persistante (graph. p. 180). En outre, une réduction de l'allégement fiscal effectif permet de mieux comprendre le déroulement de la phase récente de régression des prix de l'immobilier d'habitation dans plusieurs cas, notamment quelques pays nordiques, et de l'immobilier d'entreprise aux États-Unis. Cependant, des dispositions fiscales favorables étaient également en vigueur au début des années soixante-dix, de sorte que ce facteur ne suffit pas en soi pour justifier les différences dans la capacité de réaction aux taux d'intérêt corrigés de l'inflation. L'analyse ci-après montre toutefois que l'incidence de ces dispositions peut avoir été renforcée par des modifications de l'environnement financier.

Si la vigueur de la hausse des prix des actifs dans les années quatre-vingt ne peut être expliquée de manière satisfaisante par l'intensité de la croissance économique, le niveau des taux d'intérêt corrigés de l'inflation et l'élément fiscal, il faut donc en chercher ailleurs la cause essentielle. Elle pourrait résider, de façon évidente, dans le comportement du crédit. Dans la plupart des pays de l'échantillon, une relation relativement étroite a existé entre le ratio crédit au secteur privé/PIB et l'évolution des prix des actifs, et ce plus encore qu'au début de la décennie soixante-dix (graph. p. 181).

et volume de  
crédit disponible



Une corrélation peut exister pour diverses raisons entre le crédit et les prix des actifs. Au niveau de la demande, les emprunts sont généralement motivés par des anticipations sur le revenu futur des investissements, réels et financiers, qui se reflètent dans les prix des actifs sur le marché. Les décisions d'emprunt peuvent obéir également à des considérations d'ordre plus spéculatif, lorsque les opérateurs cherchent, par exemple, à tirer parti de plus-values anticipées. Du côté de l'offre, les intermédiaires financiers sont d'autant plus disposés à accorder des prêts que les prix des actifs sont plus élevés, car les emprunteurs seront mieux en mesure de fournir des garanties. Aux derniers stades des hausses des prix des actifs, les plus-values anticipées peuvent devenir la principale motivation et être déconnectées des données fondamentales de l'économie réelle. Le mouvement de repli peut être déclenché par de multiples facteurs, dont un ralentissement de l'activité économique, des dispositions fiscales moins attrayantes ou un resserrement de la politique monétaire. Ce peut être alors le début d'une période de baisse des prix des actifs, d'ajustements des bilans, tant des intermédiaires financiers que des emprunteurs, et d'une croissance du crédit plus faible ou négative. Ainsi, après avoir emprunté massivement dans les années quatre-vingt devant l'appréciation de la valeur de leurs biens d'habitation (graph. p. 182), nombreux ont été les ménages qui, dans certains pays, ont vu le prix de leur patrimoine foncier descendre au-dessous de l'encours de leur dette hypothécaire. Au Royaume-Uni, on estime qu'à la fin de 1992 un million et demi de propriétaires, soit 10% environ du total, se trouvaient dans cette situation. Dans quelques pays nordiques et certaines régions des États-Unis, les ménages ont été confrontés à des problèmes du même ordre.

Certains éléments du scénario général présenté ci-dessus se retrouvent habituellement dans toutes les fluctuations à moyen terme des prix des actifs. Ce qui différencie l'expérience des années quatre-vingt est leur étendue et leur gravité, suite à l'expansion soutenue du crédit durant la décennie. Dans une large mesure, cette croissance rapide traduisait un assouplissement des restrictions de crédit imposées au secteur financier, sous l'effet de modifications structurelles induites par les forces du marché et l'action des autorités. Ces modifications ont eu, en définitive, pour principale conséquence d'intensifier les pressions de la concurrence dans le secteur bancaire et d'élargir les opportunités d'emprunt. Ce faisant, elles ont également accru l'incidence des dispositions fiscales déjà existantes, qui encourageaient l'endettement et qui avaient été moins incitatives durant la période de rationnement du crédit.

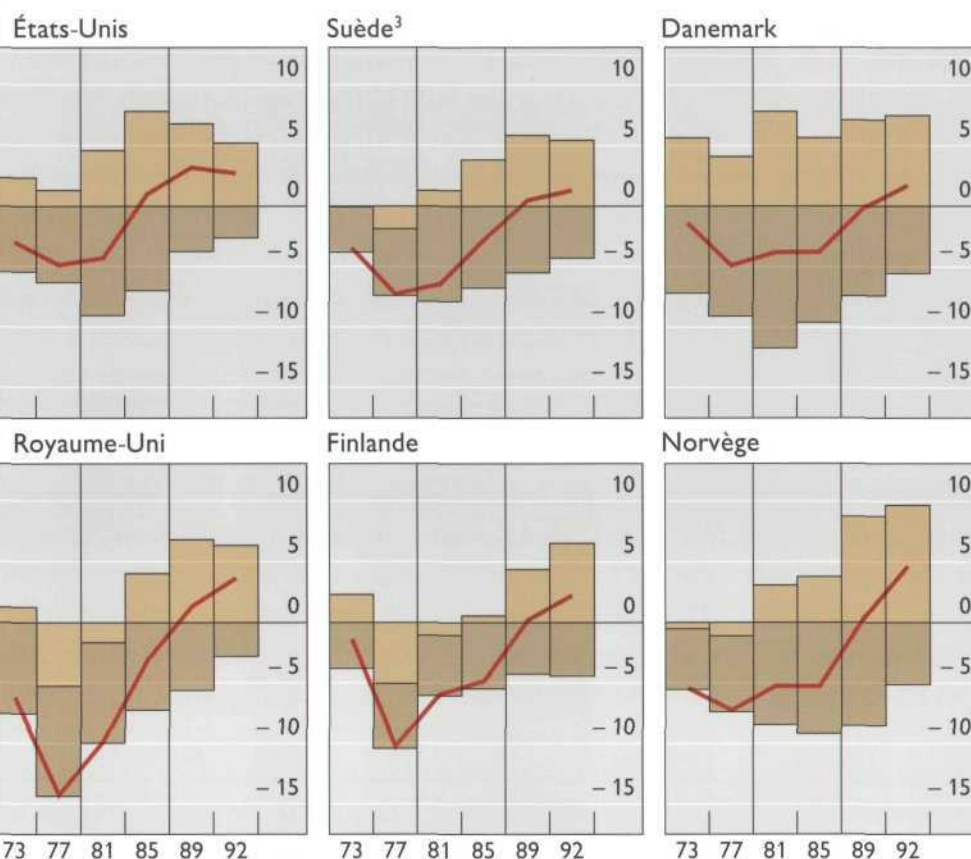
L'importance relative de l'action des autorités et des forces du marché au niveau des structures financières et du comportement des opérateurs n'apparaît pas toujours clairement, car la déréglementation a parfois résulté de la constatation que les contrôles en vigueur devenaient inopérants. Le dosage entre ces deux éléments a toutefois sensiblement varié d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, par exemple, les forces du marché ont été essentiellement responsables de l'intensification de la concurrence entre banques et maisons de courtage, qui a favorisé la vague des rachats d'entreprises par

Rôles de la  
déréglemen-  
tation et de la  
concurrence ...

## Coût, corrigé de l'inflation, des prêts d'accession à la propriété

En %

Coût avant impôt<sup>1</sup> Ajustement fiscal<sup>2</sup> Coût après impôt



Périodes de quatre ans (pour 1992, trois ans) allant jusqu'à l'année indiquée

<sup>1</sup> Défini comme le taux hypothécaire avant impôt diminué du taux de la hausse des prix à la consommation. <sup>2</sup> Sur la base du taux d'imposition le plus élevé sur le revenu des personnes physiques. <sup>3</sup> Nouvelles séries depuis 1986.

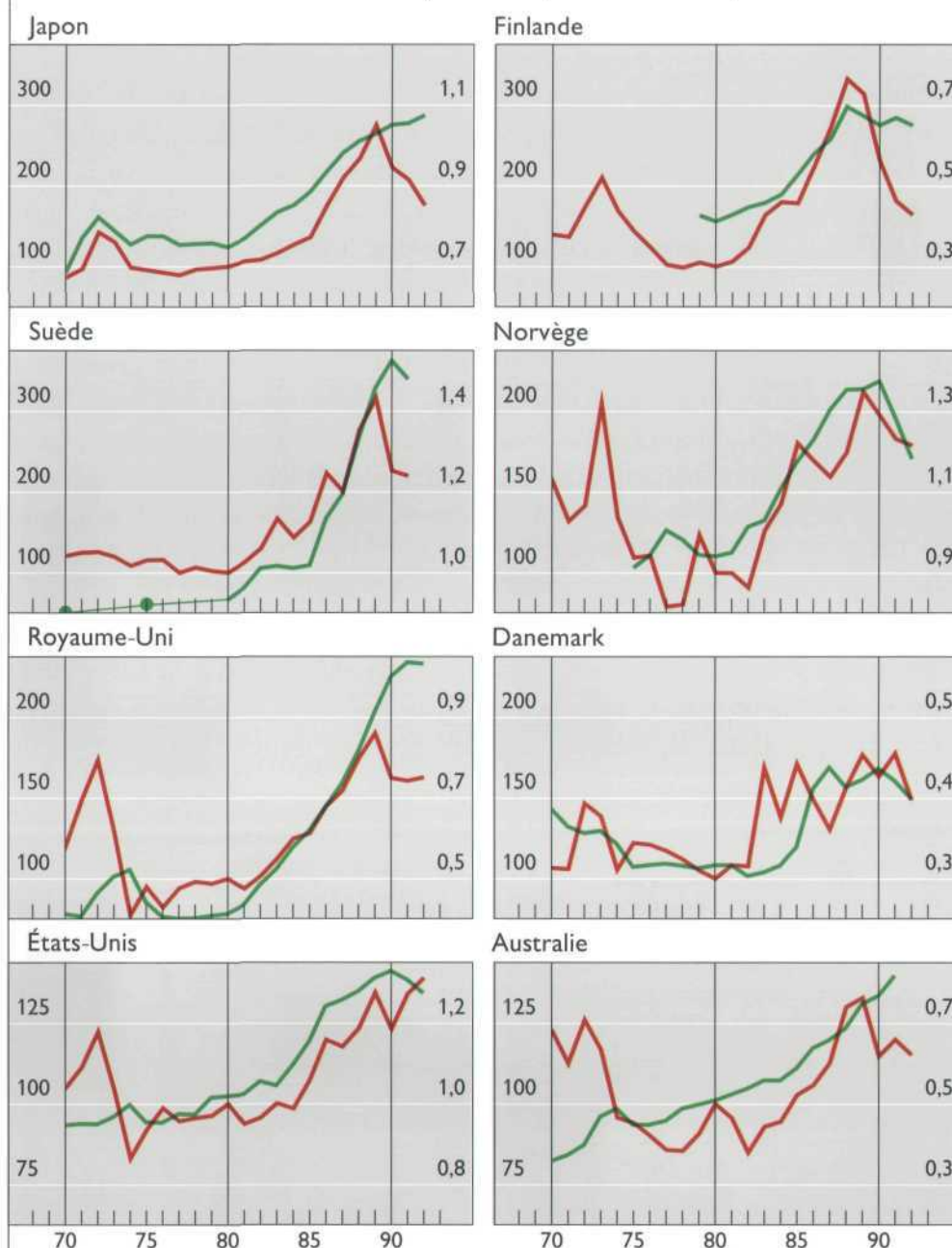
Sources: données nationales et estimations BRI.

voie d'endettement des années quatre-vingt, facteur intervenant dans l'augmentation des cours des actions. Par contre, en Suède, Norvège et Finlande, où la déréglementation a été particulièrement étendue, le système d'encadrement du crédit a fait place à un régime de libre concurrence, le tout en quelques années au milieu de la décennie quatre-vingt. L'Australie a connu une évolution analogue au début de la même période. Au Royaume-Uni, la déréglementation a également revêtu une grande ampleur, avec la suppression des restrictions (directes et indirectes) sur le crédit et une stimulation de la concurrence entre banques et sociétés de crédit hypothécaire pendant la première moitié de la décennie quatre-vingt, confortant ainsi la tendance sous-jacente du marché. Il est intéressant de noter que, dans ce pays, un processus de déréglementation (dans le cadre de la Loi sur la concurrence et le contrôle du crédit de 1971) avait également précédé les hausses des prix des actifs du début des années soixante-dix. Au Japon, la déréglementation s'est faite de manière plus progressive, mais, à partir du milieu de la décennie quatre-vingt, les limitations de l'accès des entreprises



## Prix globaux des actifs en termes réels et crédit

— Prix des actifs (1980 = 100; échelle de gauche)  
— Ratio crédit total au secteur privé/PIB\* (échelle de droite)



\* Pour le Danemark, crédit bancaire uniquement; pour la Suède, données pour 1970, 1975 et à partir de 1980.

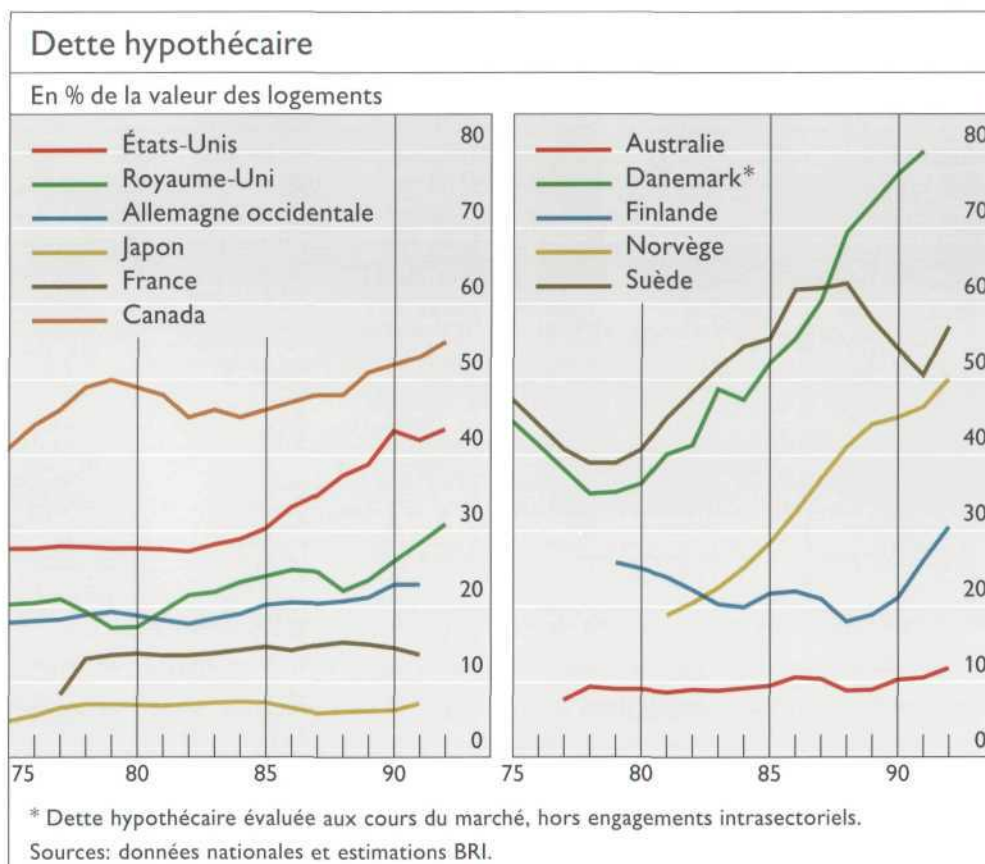
aux marchés internationaux ont été assouplies et les taux créditeurs partiellement libérés, tandis que les établissements de crédit non bancaires moins réglementés connaissaient une période de prospérité. En Allemagne, en revanche, où le système financier subissait peu de modifications structurelles, on n'a pas observé de cycle important des prix des actifs.

Parallèlement aux facteurs structurels, la politique d'aisance monétaire paraît en partie responsable de l'expansion rapide du crédit durant la phase

de hausse des prix des actifs, en particulier dans certains des pays où l'on observe les cycles de prix les plus marqués. À des degrés divers, on peut penser que l'orientation suivie par les autorités en Suède, en Norvège, en Finlande et au Japon n'était pas compatible avec une modération en matière d'emprunt. Cela vaut également pour le Royaume-Uni vers le milieu des années quatre-vingt, de même qu'au début de la décennie soixante-dix. Il est indéniable que la tâche des pouvoirs publics ne s'est pas trouvée facilitée par l'évolution rapide de la configuration du système financier. Dans les cas où les taux d'intérêt se sont substitués au dispositif d'encadrement quantitatif comme élément-clé de l'octroi de crédit, leur niveau a souvent fourni une indication erronée sur le resserrement des conditions dans ce domaine, surtout en présence d'une forte demande non exprimée. De même, l'emballement des agrégats de crédit et de masse monétaire au sens large a parfois été minimisé et considéré comme une conséquence anodine de la déréglementation. Dans plusieurs cas, l'accès relativement facile au crédit a également été lié à une certaine réticence à l'égard d'une appréciation de la monnaie, aux effets particulièrement importants dans un contexte de mouvements de capitaux libéralisés. En revanche, la discipline monétaire dont ont bénéficié les membres du mécanisme de change du SME a probablement contribué à tempérer les comportements spéculatifs.

... et de la  
politique  
monétaire

Une question fondamentale soulevée par l'épisode le plus récent des fluctuations à moyen terme des prix des actifs est de savoir si ces mouvements aussi marqués sont appelés à perdurer ou s'ils revêtaient un caractère exceptionnel. Dans la mesure où cet épisode reflète les coûts d'un





ajustement à un environnement financier déréglementé et plus ouvert à la concurrence, on peut être raisonnablement optimiste. Dans le même temps, un tel environnement permet plus facilement de satisfaire les demandes de crédit et favorise ainsi les pressions spéculatives. Comme on l'examine ci-après, la prévention de tels excès, et des menaces qu'ils font peser sur la stabilité financière, constitue un défi important pour la politique à mettre en œuvre et requiert une action cohérente tant au niveau micro-économique que sur le plan macro-économique.

### Activité bancaire: résultats récents

Détérioration assez généralisée des résultats des banques

Depuis la fin des années quatre-vingt, on assiste à une détérioration assez généralisée de la rentabilité, de la qualité des actifs et de la cote de crédit des banques dans la plupart des pays industriels. La multiplication sans précédent des déclassés de signatures dans l'activité bancaire est le signe le plus révélateur de cette tendance.

Cette détérioration reflète en partie l'affaiblissement de l'activité économique au cours de la période. Elle a encore été aggravée, cependant, par les fluctuations prononcées des prix des actifs ainsi que par l'alourdissement quasi général de l'endettement du secteur privé, qui caractérisent le cycle conjoncturel actuel. C'est dans les pays où les variations des prix des actifs et l'expansion du crédit ont été relativement plus marquées que les banques ont été le plus sévèrement touchées. Les prix immobiliers ont joué un rôle particulièrement important, non seulement en raison de l'utilisation habituelle des biens fonciers comme garanties, mais aussi parce que des prêts substantiels ont été accordés à un rythme généralement croissant pour financer des acquisitions et constructions immobilières (tab. ci-dessous).

Rôle des prix immobiliers ...

Des données provisoires sur les résultats de l'activité bancaire l'an dernier témoignent des effets sensibles de l'immobilier, d'entreprise en particulier, sur la rentabilité et la qualité des actifs (tab. p. 184). La faiblesse des prix fonciers et les défaillances de paiement sur des prêts immobiliers ont été principalement à l'origine de la constitution de provisions pour pertes sur prêts dans plusieurs pays, dont plus spécialement certains pays nordiques et anglo-saxons, le Japon et la France. Aux États-Unis, les provisions

#### Prêts bancaires immobiliers dans certains pays<sup>1</sup>

Pays	1982	1985	1990	1992	Pays	1982	1985	1990	1992
	en % des prêts au secteur privé					en % des prêts au secteur privé			
États-Unis	29	31	41	43	Canada	30	33	46	51
Japon <sup>2</sup>	12	14	24	19	Espagne	19 <sup>3</sup>	19	27	30
Allemagne <sup>4</sup>	44	46	42	40	Norvège	51 <sup>3</sup>	48	50	46
France	28	29	31	30	Portugal	23	28	34	33
Royaume-Uni	16	19	31 <sup>5</sup>	32	Suisse	51	52	54	54 <sup>6</sup>

<sup>1</sup> Les données ne sont pas entièrement comparables d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Prêts à la construction et aux sociétés immobilières. <sup>3</sup> 1983. <sup>4</sup> Avant 1990, Allemagne occidentale uniquement. <sup>5</sup> Rupture dans les séries résultant de l'inclusion d'une société de crédit hypothécaire devenue banque. <sup>6</sup> 1991.

Sources: données nationales.

Rentabilité des grandes banques en 1991 et 1992 <sup>1</sup>									
Pays	Nombre de banques	Rendement des actifs <sup>2</sup>		Provisions pour pertes sur prêts		Marge d'intérêt nette		Coûts d'exploitation	
		1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992
		en % du total de l'actif							
États-Unis	15	0,60	1,12	1,13	0,97	3,19	3,45	3,93	3,89
Japon <sup>3, 4</sup>	21	0,31	0,22	0,09	0,14	0,81	0,97	0,65	0,69
Allemagne <sup>5</sup>	3	0,63	0,67	n.d.	n.d.	2,15	2,11	2,30	2,30
France	6	0,39	0,29	0,67	0,73	2,13	2,20	2,15	2,07
Royaume-Uni	4	0,35	0,29	1,41	1,50	3,08	2,99	3,60	3,49
Canada <sup>4</sup>	6	1,26	0,60	0,54	1,11	3,24	3,12	2,80	2,80
Australie <sup>4</sup>	4	1,07	-0,25	1,27	1,88	3,66	3,43	3,61	3,71
Danemark <sup>6</sup>	2	0,01	-1,03	1,26	1,56	2,72	2,78	2,30	2,34
Espagne	6	1,24	0,94	0,55	0,60	3,35	3,00	2,98 <sup>7</sup>	2,88 <sup>7</sup>
Finlande	3	-0,49	-1,67	0,90	2,23	1,70	1,47	2,32	2,12
Norvège	4	-3,77	-1,22	3,68	2,34	2,52	2,69	3,63	3,00
Pays-Bas	3	0,59	0,61	n.d.	n.d.	2,14	2,20	2,08	2,11
Suède	6	-0,41	-1,99	1,82	3,20	2,37	2,28	1,85	2,05
Suisse	3	0,74	0,73	0,48	0,57	1,45	1,40	2,07	2,18

<sup>1</sup> Les données ne sont pas entièrement comparables d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Bénéfice avant impôt. <sup>3</sup> Pour 1992, résultat semestriel en taux annualisé. <sup>4</sup> Exercice budgétaire. <sup>5</sup> Bénéfice d'exploitation partiel en termes nets, c'est-à-dire à l'exclusion des provisions pour pertes sur prêts, gains/pertes sur négociation pour compte propre et postes extraordinaires. <sup>6</sup> Le portefeuille-titres est évalué aux cours du marché. <sup>7</sup> Cinq banques.

Sources: pour la Suède, autorités nationales et autrement, IBCA Ltd.

ont suivi étroitement les aléas du marché de l'immobilier commercial; c'est ainsi qu'elles ont légèrement diminué, par rapport à leurs niveaux très élevés des années précédentes, au fur et à mesure que le marché s'est stabilisé dans une bonne partie du pays, essentiellement dans le Nord-Est, mais elles ont continué de s'accroître en Californie du Sud, où les prix pourraient encore baisser. En Suède, les informations recueillies montrent que la moitié des pertes sur prêts ont été liées à l'immobilier.

Si l'évolution des cours des actions a été comparativement moins importante, elle a toutefois joué un rôle significatif dans deux pays au moins où les banques détiennent des participations substantielles à plus long terme. En Finlande, la chute du marché boursier a aggravé les problèmes déjà sérieux des établissements de crédit. Au Japon, contrairement aux années précédentes, les banques n'ont pas pu conforter leurs résultats en réalisant des gains latents sur leurs portefeuilles-titres, à cause à la fois de la faiblesse persistante du marché et des incitations morales des autorités, préoccupées à l'idée que de telles ventes auraient pu accentuer le fléchissement des cours.

L'intensification de la baisse des prix des actifs, l'an dernier, a en partie annihilé l'incidence de certains facteurs positifs sur les résultats des banques. L'un d'eux a été la décrue des taux d'intérêt à court terme et la pente plus forte de la courbe des rendements, qui ont accru les marges d'intérêts, surtout pour les banques situées dans les pays non membres du mécanisme de change européen. En outre, les turbulences qui ont affecté

... et des cours  
des actions

Facteurs positifs



les monnaies y participant ont permis à plusieurs grands établissements de s'adjudger des revenus exceptionnels confortables, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Un autre facteur à plus long terme a résidé dans les efforts incessants déployés par les banques pour contenir leurs dépenses d'exploitation, dans le cadre de l'assainissement plus général du secteur bancaire après la vive accélération de la décennie précédente et en réponse aux pressions structurelles de la concurrence. Dans certains cas, des initiatives visant à accroître les marges de prêts ont également joué un rôle, tout spécialement aux États-Unis.

La conjonction des diverses forces influant sur la rentabilité des banques a produit des résultats mitigés l'an dernier. En Norvège, en Suède et en Finlande, les banques ont continué d'enregistrer des pertes, à un rythme décroissant toutefois dans le premier cas, indiquant que la crise s'atténue. Dans la plupart des autres pays, les marges bénéficiaires ont diminué, sensiblement en France et en Australie, où quelques établissements de premier plan ont subi des pertes substantielles. Les résultats ont été inégaux au Royaume-Uni, où de grandes banques ont vu leurs bénéfices augmenter de manière appréciable, à partir de leurs faibles niveaux de l'année précédente, alors que l'une d'elles a dégagé pour la première fois des pertes avant impôt. Inversement, aux États-Unis, le secteur bancaire dans son ensemble a fait état de bénéfices records et les revalorisations de signatures ont été nettement supérieures aux déclassements, ce qui donne à penser que les difficultés les plus âpres ont été surmontées.

Évolution très encourageante aux États-Unis

## Gestion des difficultés financières

Quelques cas récents de difficultés financières

Considérée dans une perspective à plus long terme, la détérioration des résultats des établissements de crédit dans plusieurs pays a été suffisamment grave pour que les gouvernements soient appelés à partager les coûts de la restructuration indispensable. Des difficultés financières sont apparues dans d'importants compartiments de l'activité bancaire aux États-Unis, en Norvège, en Suède et en Finlande. Au Japon, les faillites effectives ou sauvetages n'ont concerné pour l'instant que des institutions financières non bancaires et quelques banques secondaires; les autorités ont cependant pris des mesures et encouragé des initiatives privées visant à assurer un règlement ordonné des problèmes de qualité d'actifs affectant les établissements de crédit de manière plus générale. Dans tous ces pays, les pouvoirs publics ont dû apporter des réponses à des questions urgentes concernant la gestion appropriée des difficultés, avec les implications qui en résultent pour la stabilité macro-économique et l'efficience de leur système financier.

### *Les problèmes: ampleur et implications*

Indicateurs des difficultés:

L'ampleur relative des difficultés financières est illustrée par l'importance des actifs des institutions en faillite ou qui ont bénéficié d'une assistance (tab. pp. 186 et 187). Les statistiques montrent que les problèmes les plus sérieux ont eu pour cadre les pays nordiques, où les banques touchées au cours de l'une ou l'autre année ont représenté au minimum un quart du

Opérations de soutien des banques aux États-Unis								
Institutions	Bénéficiaires			Soutien total <sup>1</sup>			Soutien officiel <sup>2</sup>	
	Nombre		Actifs en % du secteur	en % des actifs des béné- ficiaires	en % du PIB	en milliards de dollars EU	en % du soutien total	en % du déficit de l'État <sup>3</sup>
	absolu	en % du secteur						
Banques								
1980-87 moyenne	82	0,6	0,5	33,3	0,1	3,5	—	—
1988-91 moyenne	181	1,4	1,1	39,5	0,3	13,4	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
1992	122	1,0	1,2	28,3	0,2	12,5	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
Maximum (1991) <sup>5</sup>	127	1,0	1,7	31,2	0,4	19,8	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
Institutions d'épargne <sup>6</sup>								
1980-87 moyenne	36	1,1	1,1	94,5	0,2	9,1	—	—
	321	9,9	8,6					
1988-91 moyenne	197	7,8	6,1	96,6	1,3	67,9	100,0 <sup>7,8</sup>	25,5 <sup>7</sup>
	364 <sup>9</sup>	12,3 <sup>9</sup>	8,1 <sup>9</sup>					
1992	69	3,6	4,1	76,5	0,5	27,0	100,0 <sup>8</sup>	9,2
Maximum (1990) <sup>5</sup>	315	12,5	8,4	88,6	1,5	83,5	100,0 <sup>8</sup>	26,4
	520 <sup>10</sup>	16,5 <sup>10</sup>	14,1 <sup>10</sup>					
Total								
1980-87 moyenne	118	0,7	0,6	59,6	0,3	12,5	—	—
1988-91 moyenne	378	2,4	2,3	70,3	1,5	81,3	54,6 <sup>11</sup>	25,5 <sup>7</sup>
1992	191	1,4	1,7	49,7	0,7	39,5	68,4 <sup>11</sup>	9,2
Maximum (1988) <sup>5</sup>	426	2,6	3,2	73,9	2,3	113,7	—	—

<sup>1</sup> Décaissements bruts des fonds d'assurance des dépôts et de l'organisme Resolution Trust Corporation. <sup>2</sup> À l'exclusion des prêts destinés à constituer des fonds de roulement. <sup>3</sup> Facteur de réduction uniquement. <sup>4</sup> En 1991, le gouvernement a autorisé le Federal Deposit Insurance Corporation à emprunter \$EU 30 milliards, mais cette possibilité n'a pas encore été utilisée. <sup>5</sup> Maximum mesuré en pourcentage des actifs de l'ensemble des institutions ayant reçu un soutien. <sup>6</sup> Les chiffres en italiques se réfèrent aux institutions qui sont techniquement en faillite aux termes des principes comptables généralement reconnus. <sup>7</sup> 1989-91; aucun financement en 1988. <sup>8</sup> Financement budgétaire et extrabudgétaire autorisé pour un total de quelque \$EU 130 milliards en 1989-92; le financement additionnel requis serait supérieur à \$EU 30 milliards, selon les estimations. Sur ce total, il semble que moins de 10% soient récupérables à partir de ressources du secteur. <sup>9</sup> 1988 uniquement. <sup>10</sup> Maximum de 1987. <sup>11</sup> Sur la base des décaissements bruts uniquement, y compris les prêts destinés à constituer des fonds de roulement.

Sources: autorités nationales et estimations BRI.

total des actifs bancaires du secteur. En Finlande, plusieurs établissements ont fait l'objet d'une restructuration et toutes les banques ont été admises à bénéficier d'une injection générale de capitaux officiels, proportionnelle à leurs actifs à risque pondérés. En Suède, au moins trois institutions supplémentaires, non indiquées dans le tableau et détenant environ la moitié du total des actifs de la profession, ont sollicité une aide en 1993. Comparativement, les problèmes ont été moindres aux États-Unis. En raison toutefois d'un degré de concentration moins élevé, le nombre des institutions affectées y a été nettement supérieur.

On peut aussi mesurer les difficultés financières en fonction du montant du soutien octroyé par des fonds privés de garanties/d'assurances ou les gouvernements, sous forme d'apports de capitaux, de prêts, garanties et paiements aux déposants et aux créanciers (voir tableaux également). Même si l'ampleur du soutien est évidemment fonction de la forme d'assistance, la vue d'ensemble obtenue est en gros identique à celle qui vient

établissements en faillite ou recevant un soutien

montant du soutien



## Opérations de soutien des banques dans certains pays

Pays	Bénéficiaires			Soutien total <sup>1</sup>			Soutien officiel <sup>2</sup>	
	Nombre		Actifs en % du secteur	en % des actifs des béné- ficiaires	en % du PIB	en milliards d'unités de monnaie locale	en % du soutien total	en % du déficit de l'État <sup>3</sup>
	absolu	en % du secteur						
Norvège <sup>4</sup>								
1988	2	1,0	2,5	5,4	0,1	0,8	25,0	1,3 <sup>5</sup>
1989	7	3,8	3,9	16,5	0,6	3,9	14,6	6,5 <sup>5</sup>
1990	9	5,3	4,5	6,8	0,3	1,9	—	—
1991	17	10,5	59,4	4,1	2,0	14,0 <sup>6</sup>	59,8 <sup>6</sup>	298,9 <sup>6</sup>
1992	11	7,4	69,8	2,8	1,7	12,0 <sup>6</sup>	100,0	50,6 <sup>6</sup>
Finlande <sup>7</sup>								
1991 (individuelles)	28	6,3	15,7	3,7	0,9	4,6	84,5	13,2
1992 (individuelles) <sup>8</sup>	22	6,0	23,8	15,1	5,7	28,2	86,2	58,9
1992 (générales) <sup>9</sup>	135	33,0	92,4	1,1	1,6	7,9	100,0	19,2
Suède <sup>10</sup>								
1991	1	0,8	18,2	1,5	0,3	4,2	100,0	19,8
1992	3	2,7	26,9	7,1	2,0	29,3	100,0	26,0
1993 <sup>11</sup>	1	0,9	4,4	50,7	2,4	34,0	100,0	24,1
Japon								
1991-92 <sup>12</sup>	2	0,3	0,1	3,3	0,0	28,0	—	—

<sup>1</sup> Ensemble du soutien accordé à des institutions en difficulté par des fonds privés de garanties/d'assurances ou les gouvernements. Comprend les garanties mais non l'acquisition de créances douteuses. <sup>2</sup> Y compris la banque centrale.

<sup>3</sup> Facteur de réduction uniquement: le soutien octroyé représente en partie l'acquisition d'actifs dont la contribution finale aux recettes de l'État est difficilement quantifiable. <sup>4</sup> Environ un huitième du soutien sous la forme de garanties.

<sup>5</sup> Excédent. <sup>6</sup> À l'exclusion d'un programme de prêts à taux préférentiels ouvert à toutes les banques et d'un montant total de quelque KRN 15 milliards. <sup>7</sup> Aucun soutien sous la forme de garanties. Le soutien autorisé jusqu'à fin 1993 non utilisé à fin 1992 s'élève à quelque MF 25 milliards, soit environ 5% du PIB de 1992. <sup>8</sup> Quarante et une caisses d'épargne, dont certaines en difficulté, ont fusionné pour former une société par actions. <sup>9</sup> Injection générale de ressources en capital.

<sup>10</sup> Environ un tiers du soutien sous la forme de garanties. <sup>11</sup> Actifs du secteur bancaire, nombre total de banques, PIB et déficit de l'État en 1992. <sup>12</sup> Uniquement les fusions ayant bénéficié de l'assistance du fonds d'assurance des dépôts bancaires.

Sources: autorités nationales et estimations BRI.

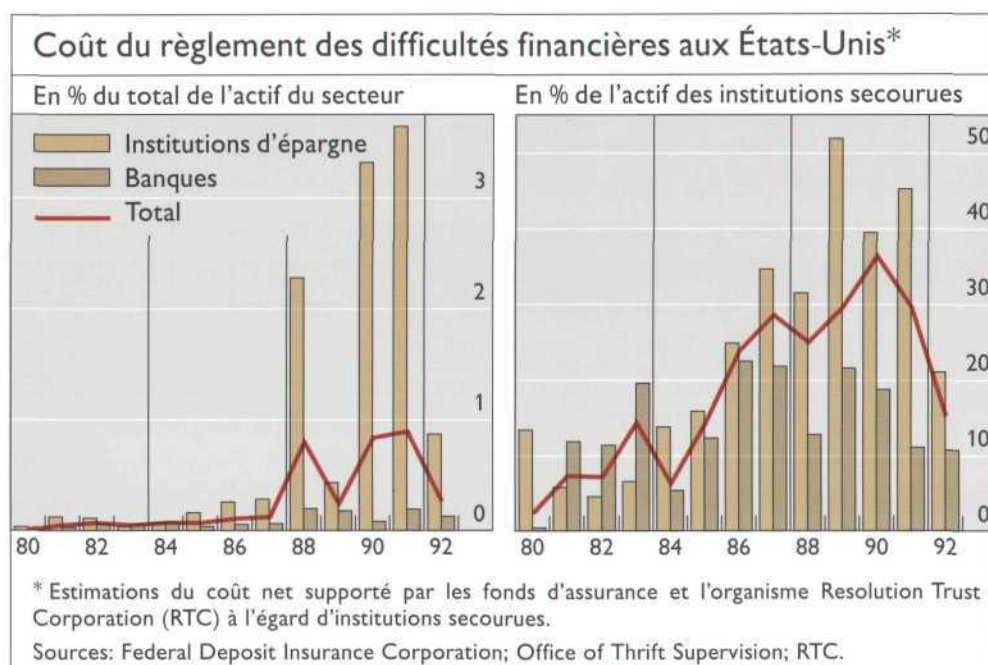
d'être esquissée. Les montants concernés ont été particulièrement élevés dans les pays nordiques, où ils ont lourdement grevé des finances publiques déjà détériorées. Ils ont également sensiblement accru le déficit budgétaire aux États-Unis, seul pays pour lequel on dispose d'estimations sur le coût de règlement des difficultés, par opposition au montant du soutien apporté. Selon ces données, le coût cumulé depuis 1980 correspond à quelque 3% du PIB de 1992 (graph. p. 188).

et prêts  
improductifs

Les prêts improductifs constituent un indicateur complémentaire utile des difficultés (tab. p. 189). Cette mesure porte essentiellement sur la qualité des actifs et donne une idée des problèmes existant à l'état latent dans les portefeuilles des établissements. Le principal inconvénient, cependant, est qu'on ne dispose généralement pas de statistiques sur les prêts improductifs et que leurs définitions varient fortement d'un pays à l'autre, par suite d'approches différentes en matière de diffusion d'informations et de normes comptables. Les données existantes semblent indiquer que la part

des prêts à problèmes est pratiquement identique dans les pays nordiques, où, dans chaque cas, le portefeuille de prêts comporte plus de 10% d'éléments non productifs plus une proportion substantielle de prêts restructurés par suite de la détérioration de la situation financière de l'emprunteur. Ces prêts à problèmes, en termes nets des provisions constituées, sont plus élevés que les fonds propres de catégorie I. Pour les banques commerciales américaines, les chiffres confirment que la qualité des actifs dans ce secteur n'a jamais été aussi sérieusement dégradée que dans les pays nordiques.

Comme les statistiques sur les prêts improductifs des banques japonaises sont limitées, il est particulièrement difficile d'évaluer la qualité de leurs actifs. Les informations fournies ne couvrent que les prêts à échéance passée de 180 jours auprès de vingt et une grandes banques. L'exclusion des concours accordés à des taux privilégiés, transférés à des sociétés de liquidation ou inscrits sur les livres d'établissements affiliés en difficulté incite à penser que l'ampleur effective des prêts à problèmes est vraisemblablement supérieure, compte tenu surtout des liens étroits entre banques et institutions financières non bancaires, que ce soit en tant que propriétaires ou que prêteurs principaux. L'ensemble des prêts de ces institutions atteint environ un quart de ceux des vingt et une grandes banques, dont quelque 40% assortis d'une garantie immobilière. Selon des estimations de marché, à peu près un tiers des prêts des seules sociétés financières de crédit immobilier, par exemple, sont improductifs (¥ 5.000 milliards, soit plus de 40% des prêts bancaires à problèmes officiellement identifiés); la dette de plusieurs d'entre d'elles est d'ailleurs en cours de restructuration dans le cadre d'arrangements informels. De plus, aucune information n'est publiée sur la qualité des actifs des banques régionales et «shinkin», qui ont été parmi les plus actives en matière de spéculation immobilière et boursière durant les années de surchauffe et sont relativement plus





Prêts improductifs des banques dans certains pays, 1992 <sup>1</sup>						
Pays	Improductifs <sup>2</sup>		Restructurés <sup>3</sup>		Prêts à problèmes (chiffres nets) <sup>4</sup>	Pour mémoire: patrimoine foncier <sup>5</sup>
	en % des prêts	en % des actifs	en % des prêts	en % des actifs	en % des fonds propres de catégorie I	en % des actifs
États-Unis <sup>6</sup>	3,1	1,8	0,6	0,3	7,9	0,7
Maximum (1991)	3,7	2,2	0,5	0,3	13,9	0,8
Norvège <sup>7</sup>	11,5	9,3	n.d.	n.d.	99,5	n.d.
Finlande	12,9	7,7	1,0	0,6	141,0 <sup>8</sup>	n.d.
Suède	13,4	8,3	3,9	2,4	145,4	1,1
Japon <sup>9</sup>	3,1	2,0	n.d.	n.d.	40,4	n.d.

<sup>1</sup> Comptes non consolidés sauf pour les États-Unis et la Finlande. Sauf indication contraire, les prêts comme les actifs sont mesurés en termes bruts des provisions constituées. <sup>2</sup> États-Unis: prêts dont les intérêts sont échus depuis au moins quatre-vingt-dix jours, plus prêts non productifs; Norvège et Finlande: plus de quatre-vingt-dix jours échus; Suède: plus de soixante jours échus, plus autres crédits à remboursement douteux; Japon: plus de cent quatre-vingt jours échus. <sup>3</sup> Prêts dont les conditions ont été renégociées en raison d'une détérioration de la situation financière de l'emprunteur. <sup>4</sup> Prêts improductifs et, le cas échéant, prêts restructurés en termes nets des provisions constituées. <sup>5</sup> Biens récupérés sur prêts saisis. <sup>6</sup> Banques commerciales uniquement. <sup>7</sup> Chiffres provisoires. <sup>8</sup> Y compris garanties improductives. <sup>9</sup> Vingt et une grandes banques; fin septembre.

Sources: autorités nationales et estimations BRI.

vulnérables aux conséquences de la déréglementation des taux servis sur les dépôts.

Conséquences  
des difficultés ...

... lorsque la discipline des forces du marché et de la surveillance prudentielle est limitée ...

Des pertes latentes ou patentes mettant en difficulté des intermédiaires financiers peuvent avoir de sérieuses implications pour l'économie, même s'il est souvent difficile de les évaluer. Si la discipline imposée par les forces du marché et la surveillance prudentielle est limitée, parce que les problèmes ne sont pas divulgués, que les marchés tardent à réagir ou qu'un renflouement est espéré, on court le risque d'une mauvaise affectation des ressources. Les intermédiaires continuent d'obtenir des fonds à des conditions qui ne reflètent pas leur situation fondamentale, se trouvent plus ou moins amenés à accorder des concours à des emprunteurs en difficulté au détriment de la clientèle financièrement plus solide et sont davantage incités à prendre des risques excessifs pour tenter de redresser leurs comptes financiers. Comme l'illustre parfaitement l'expérience des caisses d'épargne aux États-Unis, ces types de comportement peuvent conduire à une crise, certes différée, mais plus grave. Au niveau macro-économique, un élément substantiel d'«illusion de richesse» entre en jeu, les détenteurs de positions créditrices sur ces établissements surestimant la valeur de leurs actifs. Les statistiques budgétaires peuvent se trouver sérieusement faussées car, dans ces conditions, l'État accumule souvent de facto des engagements latents, particulièrement onéreux lorsqu'ils sont libellés en devises et portent sur des non-résidents.

... et lorsque  
la crise éclate

Lorsque la crise éclate, elle peut exercer de puissants effets dépressifs sur l'économie. Elle se propage par plusieurs canaux. Au fur et à mesure que la confiance dans les intermédiaires financiers disparaît, le retrait désordonné de fonds, le tarissement des lignes de crédit et la réticence à opérer

avec les établissements en difficulté obligent ces derniers à diminuer radicalement leurs prêts et à céder des actifs à des prix «sacrifiés». Le système de paiement peut s'en trouver gravement affecté: l'assèchement du crédit réduit d'autant la capacité des banques de fournir des services de règlement. Le levier financier généralement élevé des institutions de crédit, leur interconnexion étroite et l'insuffisance des informations sur leur situation intrinsèque constituent un mélange inflammable, qui risque d'amplifier la crise et les coûts qui y sont liés, des difficultés localisées pouvant aisément se diffuser au sein du système.

Les préoccupations relatives aux problèmes systémiques de cette nature ont toujours été à l'origine de l'intervention des autorités pour faire face aux difficultés financières. Les modalités de leur action ont été fonction de plusieurs facteurs, notamment la gravité des problèmes, les caractéristiques spécifiques au pays sur le plan législatif et réglementaire et les contraintes plus générales d'ordre politique et économique. Dans tous les cas, cependant, trois questions étroitement liées se sont posées: comment éviter une réaction désordonnée des marchés, comment réaliser la restructuration indispensable des bilans et opérations des institutions et comment prévenir une résurgence des problèmes?

Raisons de  
l'intervention  
officielle

#### *Éviter une réaction désordonnée des marchés*

Les options qui s'offrent aux autorités pour éviter une réaction désordonnée des marchés dépendent dans une large mesure du moment où elles interviennent et de l'ampleur du problème. Un dépistage précoce des difficultés latentes et une action rapide sont capitales à cet égard. Il est indispensable, pour cela, de disposer de systèmes d'information appropriés et de la capacité de financement nécessaire.

Les normes comptables représentent un élément-clé des systèmes d'information. Sauf si les banques sont invitées ou autorisées à constituer des provisions pour créances douteuses en temps opportun, le risque est que les pertes soient sous-estimées et qu'elles ne puissent être détectées à temps. Cela peut masquer l'accumulation de difficultés financières. Au Japon, où la constitution de provisions a été en grande partie régie par des réglementations restrictives limitant les possibilités de déduction fiscale, une marge de manœuvre relativement plus ample a été accordée aux banques en 1992 pour se doter de provisions en regard de leurs créances douteuses. Dans les pays nordiques, les directives en matière de provisions et d'inscription en profits et pertes ont été durcies ces dernières années, de manière à donner une idée plus réaliste de la solidité financière des établissements. En Norvège, le resserrement a été considéré par certains comme excessif et comme un facteur ayant contribué à la gravité de la crise. Étant donné toutefois que les pertes effectives ont généralement dépassé les estimations initiales, il est vraisemblable que la réglementation a davantage influé sur le moment où elles sont apparues que sur leur ampleur.

Rôle des normes  
comptables ...

Dans le même ordre d'idées, on peut se demander dans quelle mesure les informations dont les autorités disposent sur les bilans des banques doivent être rendues publiques. Sur cette question, les points de vue ont

... de la diffusion  
d'informations ...



toujours été très différents d'un pays à l'autre. Ainsi, aux États-Unis, les critères de diffusion d'informations ont été comparativement élevés, au moins pour les banques cotées sur le marché officiel; ils ont été récemment améliorés dans les pays nordiques et au Japon, sous la pression du marché. Les divergences observées reflètent en partie des caractéristiques structurelles d'arrangements financiers qui ne sont pas spécifiques au fonctionnement des banques, telles que le degré de contrôle exercé sur les entreprises par les marchés des capitaux. Elles résultent également de perceptions différentes quant au rôle qui doit être dévolu aux forces du marché pour discipliner les banques: l'action de la surveillance et de la réglementation prudentielles doit être d'autant plus rigoureuse que la diffusion d'informations est moindre. On s'accorde toutefois à reconnaître que, si la publication d'informations peut contribuer à prévenir l'accumulation de difficultés financières, le fait simplement de révéler la situation sous-jacente des intermédiaires lorsque des difficultés latentes existent risque de déclencher une réaction désordonnée des marchés. C'est la raison pour laquelle des mesures additionnelles de stabilisation sont nécessaires.

... et de la  
capacité de  
financement

Pour intervenir rapidement et maintenir la confiance dans le système, il est nécessaire de disposer de la capacité de financement appropriée. L'une des sources possibles réside dans des systèmes d'assurance ou de garantie des dépôts financés par la profession. Il en existait déjà dans les cinq pays, sauf en Suède, avant l'apparition des difficultés. En leur absence, un rôle plus important incombe directement à la banque centrale et aux pouvoirs publics. Ces systèmes peuvent néanmoins s'avérer insuffisants pour résoudre de manière ordonnée des problèmes de grande envergure. Aux États-Unis, en Norvège et en Finlande, les arrangements existants ont dû être complétés par des ressources officielles; dans le premier cas, les moyens financiers restreints expliquent notamment pourquoi il a fallu attendre si longtemps pour trouver une solution aux difficultés des caisses d'épargne techniquement insolvables. Au Japon, les réserves du fonds d'assurance des dépôts, de l'ordre de ¥ 700 milliards, sont comparativement limitées. En Suède, en Finlande et, de manière plus informelle, en Norvège, les autorités se sont senties obligées de déclarer publiquement que l'exécution au moment requis de tous les engagements des banques serait garantie, afin notamment d'apaiser les inquiétudes de la communauté financière internationale qui auraient pu faire obstacle aux financements d'origine externe.

#### *Restructurer les institutions*

Trois stratégies:

Il existe plusieurs moyens de traiter le problème des institutions en difficulté: le laisser-faire, la liquidation et la restructuration des bilans, en vue d'assurer le fonctionnement des établissements soit comme unités indépendantes, soit dans le cadre de fusions avec d'autres sociétés. On trouve des exemples de ces diverses stratégies dans l'expérience des cinq pays considérés.

le laisser-faire

Le laisser-faire («forbearance») – défini en termes généraux comme une approche de temporisation s'accompagnant éventuellement d'un assouplissement des critères prudentiels de surveillance et de réglementation –

a parfois été adopté, lorsque les difficultés ont été jugées temporaires et/ou pouvant être gérées par les institutions concernées. Un cas de ce type est la crise des caisses d'épargne aux États-Unis, dont la solvabilité s'est trouvée dangereusement affectée par la vive hausse des taux d'intérêt du début des années quatre-vingt; de nombreux établissements ont pu alors poursuivre leur activité bien qu'ils aient été techniquement insolvables (tab. ci-contre). Un exemple analogue, à certains égards, est la tolérance manifestée vis-à-vis des banques américaines des grands centres financiers, aussitôt après l'éclatement de la crise des prêts aux pays en développement, en ce qui concerne surtout leurs niveaux de provisions. Cette attitude se retrouve aussi en partie dans la solution choisie par les autorités japonaises face aux problèmes actuels de qualité des actifs, comme en témoigne l'assouplissement temporaire du traitement comptable des moins-values. Si le laisser-faire peut donner des résultats dans certaines circonstances, ce n'est pas sans risque. Son succès dépend généralement d'événements extérieurs sur lesquels autorités et intermédiaires n'ont guère de prise: dans les cas évoqués précédemment, une configuration de taux d'intérêt plus favorable, une amélioration de la capacité de remboursement des pays débiteurs et un environnement macro-économique propice. En attendant, tout relâchement de la discipline prudentielle peut affaiblir les contraintes à l'encontre des comportements imprudents.

La liquidation, qui consiste à vendre de manière dissociée les actifs d'un établissement, est une procédure comparativement peu fréquente. Il apparaît, en effet, que le fait de désagréger les actifs d'une banque entraîne une perte de valeur substantielle, en raison notamment de la désorganisation causée aux relations de crédit établies. On redoute, en outre, les répercussions potentielles sur d'autres parties du système bancaire et, d'une manière plus générale, financier. Étant donné que ces considérations ont d'autant plus de poids que la banque est plus grande, ce sont habituellement les plus petites qui sont mises en liquidation. Cette constatation est parfaitement illustrée par ce qui s'est produit aux États-Unis, où les autorités responsables des banques (FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation) et de la plupart des institutions d'épargne (RTC = Resolution Trust Corporation) ont été statutairement tenues de choisir la solution la moins coûteuse, sauf peut-être, en ce qui concerne le FDIC, lorsque l'intermédiaire était considéré comme «essentiel à la communauté» (tab. ci-contre). Dans les pays nordiques et au Japon, des procédures de liquidation ont été mises en œuvre presque exclusivement dans le cas de sociétés financières non bancaires.

La solution la plus communément retenue est la restructuration des bilans des institutions en difficulté. Cela passe invariablement par une recapitalisation directe ou indirecte. Une possibilité, courante dans les pays nordiques, consiste à injecter des capitaux aux intermédiaires concernés eux-mêmes, soit par le biais d'un apport de fonds explicite soit sous forme de garanties. La garantie peut porter sur la valeur des actifs, l'exécution d'obligations de remboursement ou l'acquisition résiduelle d'émissions de capital social. Une deuxième possibilité, complémentaire à la précédente, est de favoriser la fusion de l'institution avec un établissement doté d'une

la liquidation

et la  
restructuration  
des bilans ...



Formes de règlement des difficultés financières						
	États-Unis		Norvège	Finlande	Suède	Japon
	Banques	Institutions d'épargne				
Liquidation						
Nombre	290	344	1	—	—	—
% des cas	19,3	29,9	3,6	—	—	—
% des actifs	5,2	11,9	0,2	—	—	—
Fermeture et acquisition						
Nombre	1.137	807	3	—	—	—
% des cas	75,5	70,1	10,7	—	—	—
% des actifs	73,8	88,1	31,6	—	—	—
Assistance à des banques maintenues ouvertes <sup>1</sup>						
Nombre	78 <sup>2</sup>	—	24 (16)	34 (16) <sup>3</sup>	3 (1)	2 (2)
% des cas	5,2	—	85,7 (57,1)	100,0 (47,1)	100,0 (33,3)	100,0 (100,0)
% des actifs	21,1	—	68,1 (6,8)	100,0 (47,4)	100,0 (13,7)	100,0 (100,0)
Pour mémoire:						
Reprises par l'État						
Nombre	106 <sup>4</sup>	698 <sup>5</sup>	2	2 <sup>3</sup>	2 <sup>6</sup>	—
% des cas	7,0	60,6	7,1	5,9	66,7	—
% des actifs	24,8	85,5	30,2	83,5	86,3	—
dont:						
acquisitions négociées	—	—	—	2 <sup>3</sup>	2 <sup>7</sup>	—

<sup>1</sup> Fusions avec assistance entre parenthèses. <sup>2</sup> Nombreuses fusions de banques, sans chiffres précis cependant. <sup>3</sup> Quarante et une caisses d'épargne, dont certaines en difficulté, ont fusionné pour former une société par actions. <sup>4</sup> Banques-relais du FDIC (propriété temporaire); huit transactions seulement si l'on effectue une consolidation des filiales. <sup>5</sup> Mise sous tutelle du RTC (propriété temporaire). <sup>6</sup> Dans le cas d'une banque, l'État possédait déjà une participation majoritaire. <sup>7</sup> La valeur de l'une des participations bancaires fait l'objet d'un arbitrage.

Sources: données nationales et estimations BRI.

meilleure surface financière, souvent après avoir repris ses créances douteuses. C'est la procédure la plus fréquemment appliquée aux banques américaines «purchase and assumption» (acheter et assumer); il en existe une variante au Japon, où les autorités encouragent les institutions plus solides à absorber les plus faibles. Nombreuses ont été également les fusions entre caisses d'épargne en Norvège et en Finlande. Des difficultés supplémentaires peuvent surgir lorsque le degré de concentration dans le secteur bancaire est déjà élevé, comme c'est le cas des grandes banques dans les pays nordiques. Troisième possibilité: les créanciers acceptent une révision en baisse sensible de la valeur contractuelle de leurs créances, élément qui figure dans les arrangements informels conclus au Japon. Cette approche est illustrée par le sauvetage récent d'une importante société de prêt immobilier, dans le cadre duquel des banques créancières ont restructuré leurs prêts à des conditions privilégiées.

... et d'un champ plus large d'activités

La redistribution des avoirs et engagements ne constitue cependant qu'un moyen d'utiliser de manière plus efficiente les ressources humaines et financières. Ainsi, la restructuration s'étend généralement à un champ plus large des activités de l'institution, tel que l'élimination des capacités

excédentaires. Dans les pays nordiques, par exemple, les plans de restructuration ont habituellement comporté un dégraissage des réseaux de succursales, des licenciements (tab. p. 31, Chapitre II), un désengagement de certains marchés ou activités et des réorganisations internes.

Des questions de recapitalisation et d'efficience président à la décision de gérer séparément ou non les créances douteuses (voir également Chapitre III). La gestion séparée dans une «mauvaise banque» ou société de liquidation est chose courante aux États-Unis, où ces actifs sont administrés par le FDIC et le RTC. En Suède, les actifs d'un certain nombre de banques ont été transférés à une filiale distincte de l'institution en difficulté ou à une société indépendante. Une approche identique, élaborée en commun par les banques, a récemment commencé d'être appliquée au Japon. Le fait de retirer les actifs des bilans des banques à des conditions de faveur implique une recapitalisation. C'est la règle suivie aux États-Unis lorsque les établissements en difficulté ne sont pas liquidés. Autrement, la principale raison d'une gestion séparée réside dans les gains d'efficacité au niveau de l'organisation, qui peuvent permettre d'obtenir un meilleur prix des créances douteuses et réduire les soutiens que cela implique entre emprunteurs prospères et emprunteurs en difficulté. La restructuration interne des banques suédoises en est un exemple. De plus, la séparation peut traduire une tentative d'allègement des pressions à se défaire de sûretés ou de tourner des réglementations particulières. C'est ce qui s'est produit au Japon, par exemple, où le système permet aux banques de solliciter un dégrèvement fiscal sur leurs créances douteuses.

Gestion séparée  
des créances  
douteuses

Toute approche visant à faire face à une situation de crise doit s'attacher instamment à voir comment atténuer le plus possible les distorsions des conditions de concurrence causées par l'intervention des autorités. Ces distorsions se manifestent au moins de deux façons. La première, qui a fait l'objet d'un débat aux États-Unis, réside dans la disparité de traitement des institutions en difficulté, les moins grandes étant généralement mises en liquidation alors que les autres ont davantage de chances d'être reprises et/ou de recevoir une assistance sans être contraintes de fermer. Le traitement plus favorable accordé aux créanciers et, éventuellement, aux actionnaires des intermédiaires financiers les plus importants peut se traduire par l'octroi de financements à de meilleures conditions. La seconde forme, caractéristique des pays nordiques, où les liquidations ont été très rares, se concrétise par une différenciation entre les institutions faibles, qui reçoivent une assistance, et celles qui sont plus solides et n'en bénéficient pas. Cette attitude est jugée particulièrement inéquitable, étant donné que ce sont habituellement les entreprises les plus saines qui sont aussi les mieux gérées.

Deux préoccupations  
urgentes:

éviter des  
distorsions au  
niveau de la  
concurrence

Dans un cas comme dans l'autre, il n'existe pas de solution simple. Les préoccupations exprimées aux États-Unis pourraient être dissipées en garantissant une plus grande uniformité de traitement pour les établissements en difficulté, à l'instar des pays nordiques. On courrait alors le risque, cependant, d'un relâchement excessif de la discipline de marché. Le problème nordique peut être traité de plusieurs façons. Les critères donnant



droit à une assistance peuvent être élargis. Celle-ci peut être octroyée à des conditions qui en minimisent le coût pour les autorités et calquées sur celles du marché. Le comportement des institutions peut être suivi de près, pour permettre de déceler et de corriger des pratiques inéquitables sur le plan de la concurrence. Toutes ces possibilités ont d'ailleurs été mises en œuvre, en particulier en Suède et en Finlande, où la nécessité de réduire le plus possible les distorsions de la concurrence a été explicitement adoptée comme principe directeur de l'action des autorités. En Norvège, les préoccupations sur l'inégalité de traitement ont été à l'origine de prêts spéciaux de la banque centrale consentis à des taux privilégiés à toutes les banques sur la base de leurs actifs à risque pondérés pour un montant total de quelque KRN 15 milliards (soit environ 2% du PIB). Cependant, comme par nature les interventions officielles en situation de crise interfèrent avec le libre jeu des forces du marché, des distorsions sont inévitables.

et «risque  
subjectif»

Une deuxième préoccupation pressante concerne la manière de limiter le risque de voir la gestion des difficultés par les autorités affaiblir indirectement les contraintes en matière de discipline financière («risque subjectif»). À court terme, des solutions sont envisageables: lorsque les autorités interviennent, elles peuvent soit reprendre les institutions concernées et, par conséquent, le contrôle plus direct de la restructuration, comme dans le cas de grandes banques en Norvège, soit accorder un soutien conditionnel lié à des mesures de redressement spécifiques, qui est en principe l'option privilégiée en Suède et en Finlande. À plus long terme, cependant, dans la mesure où la gestion des difficultés préserve des pertes encourues les détenteurs d'actifs sur les intermédiaires, la discipline de marché peut se relâcher. L'expérience donne à penser, en outre, que le statut d'établissement nationalisé peut avoir tendance à amplifier ce risque.

Traitement des  
déposants et  
créanciers ...

La protection des petits déposants constitue partout un objectif fondamental de la ligne suivie par les autorités. Les gros déposants et les autres créanciers sont préservés de facto, lorsque les institutions peuvent échapper aux procédures de mise en faillite et éviter la liquidation; la protection peut être, toutefois, incomplète dans le cas d'arrangements informels, comme au Japon, ou quand les autorités conservent une certaine latitude en ce qui concerne le traitement des créanciers et des déposants, comme aux États-Unis depuis 1989. En outre, si l'on s'accorde généralement sur le principe qu'il serait souhaitable que les propriétaires et, le cas échéant, les dirigeants soient tenus pour financièrement responsables des difficultés de leurs établissements, diverses contraintes et considérations peuvent, dans la pratique, rendre les choses plus complexes.

... des  
propriétaires ...

Les propriétaires peuvent ne pas être distinctement identifiables en tant que catégorie spécifique, comme dans le cas des caisses d'épargne dans les pays nordiques, qui sont la «propriété» de collectivités locales ou sont structurées en sociétés mutuelles. Les autorités peuvent ne pas avoir le pouvoir juridique de faire supporter des pertes aux actionnaires. En Norvège, par exemple, un décret royal spécial a dû être promulgué en novembre 1991 pour permettre la réduction de capital social sans le consentement des actionnaires. De tels procédés ne sont possibles ni en

Suède ni en Finlande. De même, dans ces deux pays, les autorités ne disposent pas des moyens juridiques pour reprendre une banque autrement que dans le cadre de procédures de faillite ou par consentement mutuel. Une législation est à l'étude en Suède pour remédier à ces contraintes. D'une manière plus générale, la réticence des autorités à devenir propriétaires d'institutions peut contribuer à atténuer tout naturellement la sévérité du traitement. Des problèmes semblables ont également existé aux États-Unis, où le FDIC n'était pas habilité jusqu'en 1987 à détenir des actions avec droit de vote dans une banque. De ce fait, dans l'impossibilité de trouver un candidat adéquat pour reprendre une institution en difficulté dans le cadre d'une transaction «acheter et assumer», le FDIC pouvait n'avoir guère d'autre alternative que d'accorder une assistance sans fermer la banque, au bénéfice éventuel des actionnaires existants. Cela explique en partie le contraste entre le traitement réservé à la Continental Illinois, qui a obtenu une assistance sans devoir fermer, et à la Bank of New England, reprise temporairement par le FDIC en sa nouvelle capacité de «banque-relais» («bridge bank»), qui permet à cet organisme de détenir une banque pendant une période maximale de cinq ans.

Des différences apparaissent également d'un pays à l'autre dans l'attitude des autorités vis-à-vis des dirigeants d'établissements. Les exemples disponibles donnent à penser que le remplacement des hauts responsables a constitué une pratique courante aux États-Unis et en Norvège, mais moins fréquente en Suède, du fait notamment de démissions préalables provoquées par les actionnaires, et semble avoir reçu une priorité relativement moins importante en Finlande. En cas de difficultés généralisées, il peut être estimé que la faute n'incombe pas essentiellement aux dirigeants des diverses institutions. En outre, le potentiel comparativement limité en gestionnaires de remplacement dans les petits pays peut être considéré comme une contrainte.

Les préoccupations au sujet des distorsions des conditions de concurrence et du risque subjectif rappellent que l'intervention des autorités dans la gestion des difficultés financières n'est pas dénuée de coûts et qu'elle est soumise à ses propres limites. Les gouvernements ne sauraient être tenus pour des «deus ex machina», capables d'effacer sans douleur et d'un seul coup les graves conséquences des déséquilibres financiers. Ainsi, la prise en charge de pertes par les pouvoirs publics redistribue, en fait, leur poids de manière plus large; elle ne l'élimine pas, comme en atteste l'alourdissement des besoins de financement officiel. Et lorsque les engagements vis-à-vis de non-résidents sont importants, les contraintes sur le financement extérieur peuvent être alors rapidement mises à l'épreuve.

### *Prévention*

Les interventions d'urgence en présence de difficultés financières doivent être complétées par des mesures à plus long terme destinées à prévenir la réapparition des problèmes. Un enseignement essentiel à tirer des origines des récentes difficultés est que la prévention nécessite un renforcement mutuel des politiques macro et micro-économiques afin d'assurer la discipline financière.

... et des  
dirigeants

Limites de  
l'intervention  
officielle

Enseigne-  
ments pour  
la prévention:



engagement  
à long terme  
contre l'inflation

Au niveau macro-économique, de tout temps la meilleure garantie contre les excès financiers a été un engagement déterminé à long terme contre l'inflation. La poussée inflationniste des années soixante-dix a permis la forte augmentation du niveau et de la volatilité des taux d'intérêt au début de la décennie suivante, qui a déclenché la crise des caisses d'épargne aux États-Unis et celle des prêts aux pays en développement lourdement endettés. Les niveaux relativement élevés de l'inflation ont aussi contribué aux difficultés actuelles dans les pays nordiques, par leur interaction notamment avec les dispositions fiscales dans l'octroi de subventions généreuses aux emprunteurs. Comme examiné précédemment, la politique de relative aisance monétaire dans ces pays ainsi qu'au Japon a eu tendance à favoriser la flambée des prix des actifs, évolution observée ailleurs également, en particulier au Royaume-Uni.

Dans le même temps, il est évident qu'une politique de fermeté à l'égard de l'inflation ne suffit pas. La différence dans la capacité de réaction des prix des actifs et du niveau général des prix aux conditions de crédit peut poser un sérieux dilemme aux autorités monétaires, qui se verraient amenées à évaluer le risque lié au fait de ne pas empêcher un comportement spéculatif par rapport à celui d'un freinage indésirable de l'économie réelle. C'est au Japon que ce dilemme s'est posé avec le plus d'acuité, des signes manifestes d'excès spéculatifs ayant été observés en présence d'une faible inflation.

et surveillance et  
réglementation  
prudentielles

Au niveau micro-économique, le levier additionnel de la politique mise en œuvre pour assurer la discipline financière est fourni par la surveillance et la réglementation prudentielles. L'illustration la plus probante, fournie par l'expérience des pays nordiques et la crise des caisses d'épargne aux États-Unis, montre que, si les mesures de prévention prudentielles ne sont pas sensiblement renforcées pour compléter la discipline de marché dans un environnement financier libéralisé et plus concurrentiel, l'apparition de difficultés constitue un risque majeur.

Des initiatives en ce sens ont été prises dans tous les pays qui ont connu des problèmes. Certaines se sont inscrites dans le cadre d'efforts plus vastes à l'échelle internationale, dont surtout le renforcement des normes de fonds propres conformément à l'accord de Bâle. D'autres ont répondu à des insuffisances plus spécifiques des réglementations nationales. Les améliorations apportées en matière de diffusion d'informations en sont un exemple. On peut également citer les dispositions adoptées au Japon pour rehausser la surveillance prudentielle exercée sur les sociétés financières non bancaires, où les difficultés sont apparues en premier. En Finlande, une refonte du système de surveillance est en cours. Aux États-Unis, plusieurs initiatives ont été mises en œuvre depuis la crise des caisses d'épargne pour consolider le dispositif prudentiel de réglementation et de surveillance. La plus récente, le Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act de 1991, revêt un caractère particulièrement étendu. Dans le cadre de sa mise en application, un système de mesures, tant obligatoires que discrétionnaires, a été instauré fin 1992; ces mesures sont applicables par les autorités fédérales de contrôle bancaire en fonction du

niveau de capitalisation des institutions à risque. Le système vise à assurer une «action corrective rapide», en vue de réduire l'éventualité de défaillances et les coûts qui en résultent pour le Fonds d'assurance des banques (Bank Insurance Fund). Le texte de loi a également durci les conditions dans lesquelles le FDIC peut accorder une assistance à un établissement de crédit maintenu ouvert. De plus, en janvier 1993, le FDIC a prélevé pour la première fois des primes d'assurance des dépôts liées au risque, calculées sur les niveaux de capitalisation et les évaluations prudentielles effectuées par les contrôleurs bancaires. Cette modification a été motivée par la conviction que le précédent système était trop généreux et d'un prix trop avantageux, ce qui n'incitait nullement à des comportements prudents.

Comme analysé dans le précédent Rapport annuel, le renforcement du cadre prudentiel de la réglementation et de la surveillance pour faire face à un environnement financier hautement compétitif et en mutation rapide constitue un défi global de la politique à mettre en œuvre. Parallèlement à l'application d'une politique macro-économique stable et prudente, cela représente également une condition préalable pour assurer et préserver les avantages, et éviter les coûts, du processus de déréglementation qui s'est intensifié durant la dernière décennie. L'un des principaux objectifs de ce processus a été d'inverser la tendance aux interventions officielles généralisées, qui a dominé les systèmes financiers de nombreux pays industriels. L'expérience des pays où une crise financière a éclaté montre que, si elle n'est pas étayée par les politiques macro et micro-économiques appropriées, la déréglementation peut, assez paradoxalement, entraîner un accroissement, plutôt qu'une diminution, des interventions officielles.

Conséquences  
paradoxaux de la  
déréglementation



## VIII. Marchés des changes: évolutions et causes possibles

### Faits saillants

Ce chapitre décrit d'abord les événements qui se sont produits sur les marchés des changes au cours de la période sous revue et examine dans une seconde partie les nombreux facteurs, complexes et souvent interdépendants, qui se sont conjugués pour provoquer la crise des changes prolongée qu'a connue l'Europe en 1992 et pendant les cinq premiers mois de 1993.

Le dollar a encore parcouru un cycle complet d'appréciation et de dépréciation au cours de la période, suivant en cela le mouvement ascendant, puis descendant, de la confiance en la reprise de l'économie américaine. Avec un regain d'optimisme à la fin de 1992, un nouveau cycle semble avoir démarré. Après plusieurs accès de faiblesse, le yen a enfin amorcé une phase de raffermissement marqué à partir de septembre.

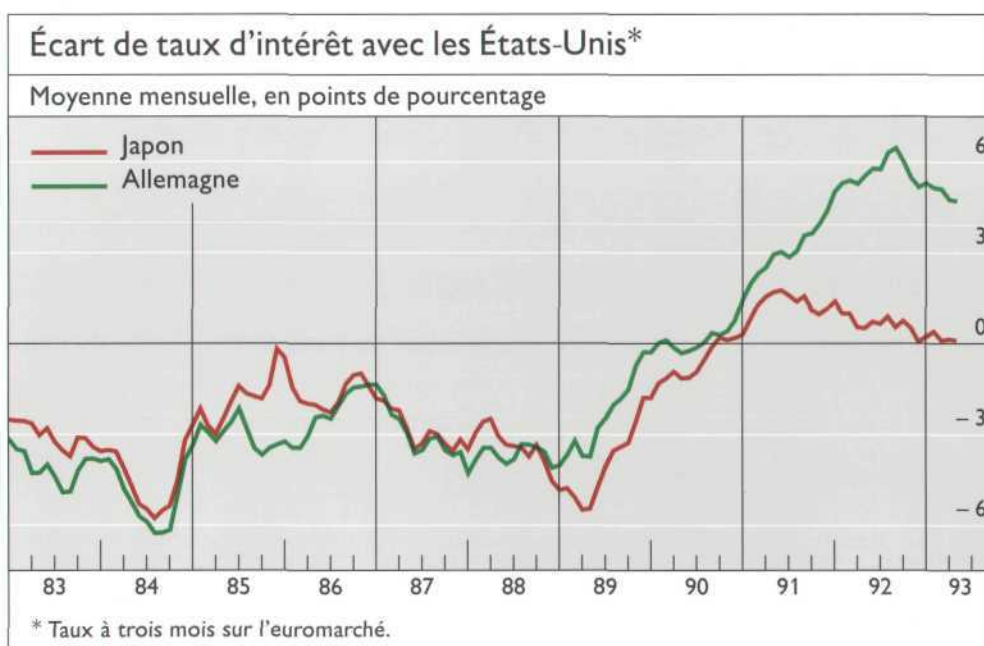
En Europe, ce sont au total sept monnaies membres du MCE et trois devises nordiques rattachées à l'Écu qui ont été soumises, en diverses occasions, à de fortes pressions de la part du marché, et une autre monnaie à des tensions temporaires et limitées. Parmi elles, seules trois monnaies de la bande étroite du MCE – le franc français, la couronne danoise et le franc belge – n'ont pas dû dévaluer ou flotter. Des données fondamentales saines et un engagement explicite des autorités concernées sont parvenus à convaincre les marchés que les attaques contre ces monnaies étaient vouées à l'échec – comme cela s'est vérifié.

Les causes des turbulences sur les marchés des changes ont été nombreuses, et il n'est guère possible de démêler distinctement leurs influences respectives – politiques et économiques – ni de les classer par ordre d'importance. Néanmoins, dans une perspective globale, il n'est sans doute pas exagéré de dire que le système monétaire international a vécu durant la période sous revue les événements les plus significatifs depuis l'abandon des accords de Bretton Woods il y a vingt ans.

### Chronique des événements de 1992 et du début de 1993

Au début de 1992, le dollar était proche du point le plus bas de son dernier cycle, les taux d'intérêt officiels ayant encore une fois été abaissés aux États-Unis alors que la reprise économique tardait à prendre de la vigueur. En Europe, la situation en Allemagne semblait devoir exiger le maintien d'une orientation monétaire restrictive pendant quelque temps. L'écart de taux d'intérêt à court terme entre les États-Unis et l'Allemagne a d'ailleurs continué à s'accroître durant une bonne partie de l'année, atteignant un maximum historique supérieur à 6½ points en septembre (graph. p. suivante). Le mécanisme de change européen a également ressenti des tensions en

L'arrière-plan  
de la crise des  
changes en  
Europe...



début d'année, les limites de fluctuation autorisées dans la bande étroite étant atteintes pendant une courte période, avec le franc belge au sommet et la couronne danoise au plancher (graph. p. 204).

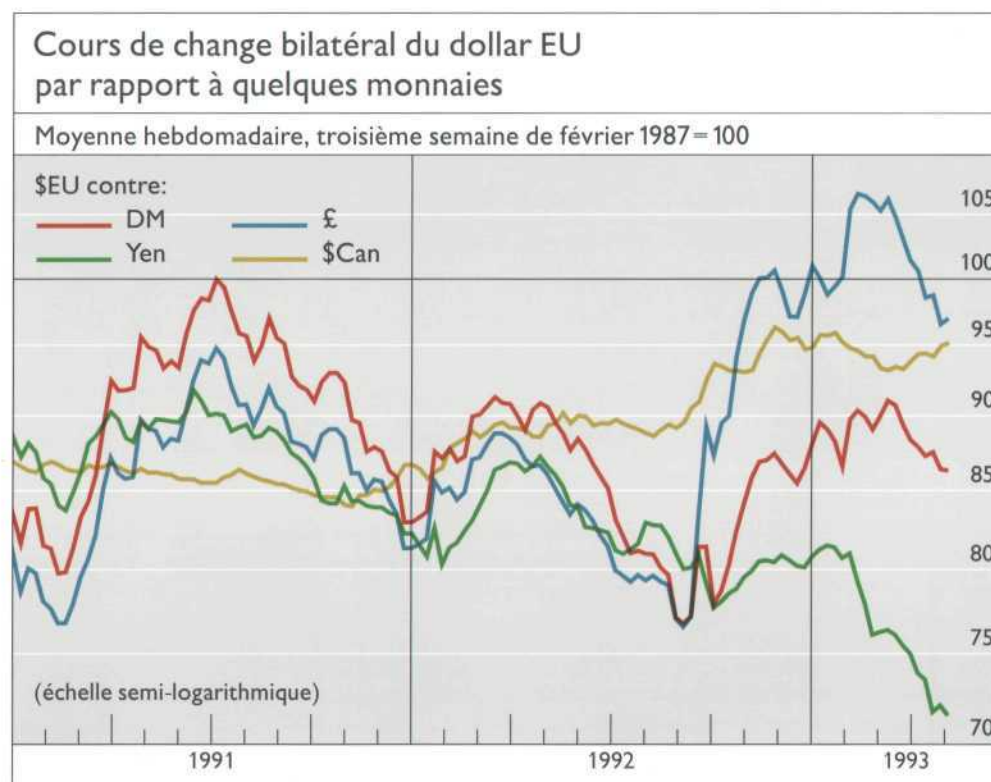
Les tensions au sein du MCE avaient toutefois été précédées en novembre 1991 par une crise des changes majeure en Finlande. Le 14 novembre, ce pays avait enregistré des sorties de capitaux si importantes que ses réserves en devises (compte tenu des positions à terme) avaient été pratiquement épuisées. Il ne restait donc guère d'autre choix aux autorités que d'abandonner le rattachement à l'Écu (instauré seulement cinq mois auparavant); après une journée de flottement, le mark finlandais avait été à nouveau rattaché à l'Écu avec un cours central dévalué de 12,3%. Des pressions s'étaient alors également fait sentir sur la couronne suédoise, conduisant la Sveriges Riksbank à prendre des décisions énergiques le 5 décembre en relevant de 6 points son taux marginal de refinancement, porté à 17½%.

Le dollar a atteint un creux de DM 1,51 dans les premiers jours de janvier 1992, puis a commencé de s'apprécier soudain, comme il l'avait fait en plusieurs autres occasions, sous l'effet de la publication de divers indicateurs économiques donnant à penser que la reprise aux États-Unis était plus forte que prévu. En outre, les incertitudes découlant de la dissolution de l'ex-Union soviétique exerçaient une influence assez négative sur le sentiment du marché vis-à-vis du deutsche mark, tandis que la monnaie nippone était affaiblie par la nouvelle réduction du taux d'escompte officiel japonais en fin d'année. En février, après la parution de statistiques témoignant de la persistance de l'atonie économique au Japon, les autorités américaines et japonaises sont même intervenues conjointement pour soutenir le yen, qui a néanmoins perdu 5½% supplémentaires face à la devise américaine sur les quatre semaines suivantes. La hausse du dollar atteignit son maximum vis-à-vis du deutsche mark à la mi-mars (quelque 11% par rapport au creux de

... comprend une phase de sévères pressions sur le mark finlandais ...

... et, après un raffermissement seulement momentané du dollar, ...





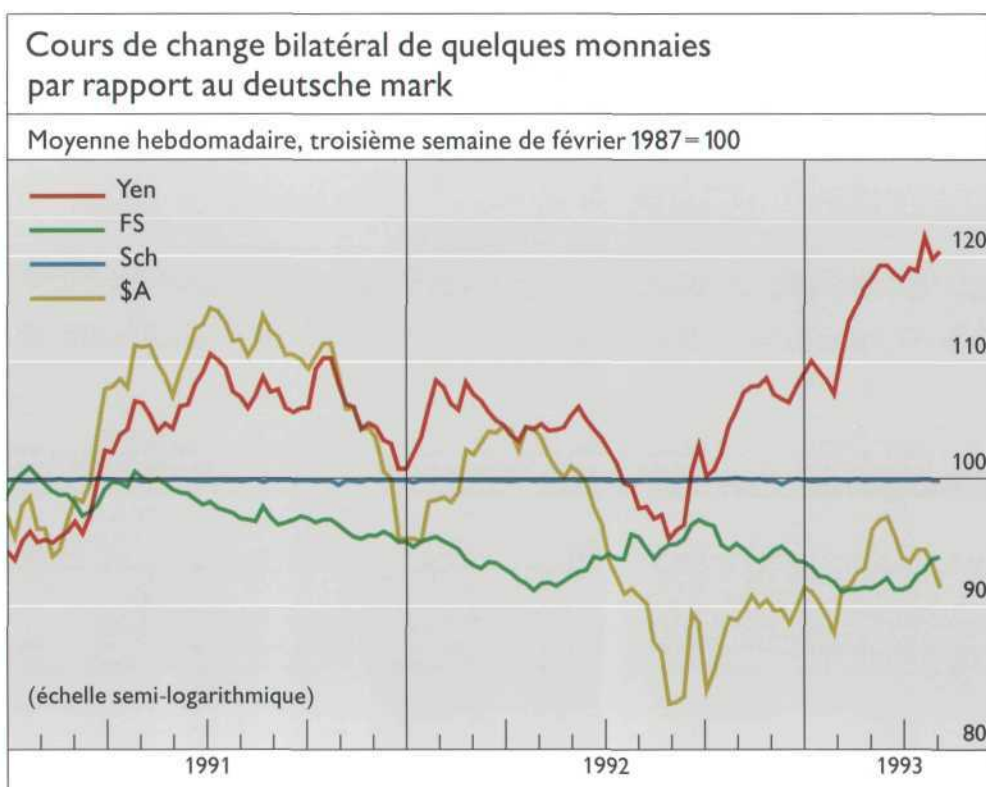
janvier) et à l'égard du yen début avril (9,6%). Par la suite, la monnaie américaine, en termes nominaux effectifs, a cédé du terrain jusqu'à début septembre, perdant plus de 17% contre le deutsche mark, ce qui s'explique essentiellement par le fait que les anticipations de reprise se sont, encore une fois, avérées trop optimistes, tandis qu'en Allemagne le durcissement de la politique monétaire était plus sévère et plus long qu'escompté.

... un repli du yen  
et du dollar...

Le fléchissement du yen à l'égard des monnaies européennes a persisté jusqu'à l'automne, avec des périodes de raffermissement, devant la multiplication des signes d'affaiblissement de l'économie et du marché boursier au Japon et en présence d'une poursuite de la détente des taux d'intérêt – le taux d'escompte officiel ayant été ramené à 3¼% à la fin de juillet. Dès la fin du mois d'avril, les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Sept avaient déjà observé que «la baisse du yen ... ne contribuait pas au processus d'ajustement». De nouvelles interventions ne sont cependant pas parvenues à freiner son recul, malgré un excédent commercial japonais croissant.

Le taux d'escompte aux États-Unis a été abaissé à son plus bas niveau depuis trente ans au début de juillet. Dans le même temps ont commencé des interventions concertées de soutien, pour des volumes assez importants, qui se sont poursuivies de façon intermittente jusqu'à fin août. Le dollar a, néanmoins, touché un minimum intrajournalier historique le 2 septembre, à moins de DM 1,39.

Par la suite, les deux monnaies se sont raffermies, surtout le yen qui a même gagné un moment jusqu'à 29% à l'égard du deutsche mark, parallèlement à la mise en œuvre de plans de relance budgétaire par le gouvernement nippon (Chapitre II) et à la reprise du marché boursier au Japon.



Pendant ce temps, l'économie allemande montrait des signes de ralentissement et la politique monétaire commençait à être progressivement assouplie. Les autorités japonaises en sont bientôt venues à craindre une appréciation trop forte de leur monnaie, qu'elles ont cherché à freiner par des interventions en mars et en avril 1993, cependant que le taux d'escompte officiel avait été abaissé une fois de plus en février, à 2½%. Le redressement du dollar, moins vif toutefois, bénéficiait des indications – les plus nettes constatées jusqu'alors – d'une accélération de la reprise aux États-Unis. À partir de fin mars, néanmoins, le sentiment à l'égard de la monnaie américaine s'est de nouveau modifié, la croissance paraissant devoir se révéler faible au premier trimestre – comme cela fut confirmé ultérieurement.

C'est dans ce contexte que se sont déclenchées les séries de crises des changes en Europe, qui se sont étalées sur une période de huit mois, de mi-septembre 1992 à mai 1993. Les pressions ont d'abord affecté certaines des monnaies dites «à haut rendement», alors que le deutsche mark se trouvait favorisé par la moins grande probabilité d'un assouplissement prochain de la politique monétaire allemande. À la mi-juillet, la Deutsche Bundesbank a effectivement relevé son taux d'escompte de 8% à 8¾%, augmentation d'une ampleur inattendue, sans toutefois modifier son taux lombard, plus significatif sur le plan international. Malgré l'annonce d'un programme budgétaire de rigueur par le gouvernement italien récemment (mais tardivement) formé, les taux directeurs en Italie ont dû être majorés à deux reprises en juillet, ce qui n'a pas empêché la lire italienne de tomber à un minimum historique contre le deutsche mark.

Pendant ce temps, la livre sterling aussi s'affaiblissait au sein du MCE, ce qui était dû en partie seulement à la baisse du dollar auquel elle est

... jusqu'au début des turbulences en Europe, alors que le dollar et surtout le yen commençaient à s'apprécier

Déclenchement de la crise en Europe au maximum de l'écart d'intérêt entre États-Unis et Allemagne



Au sein du MCE,  
les pressions  
s'intensifient  
fin août ...

davantage liée que les autres monnaies participantes. En dépit de quelques interventions officielles, elle était retombée le 26 août à un niveau proche de son plancher dans le MCE; une déclaration ferme du chancelier de l'Échiquier, accompagnée d'achats de livres sterling contre deutsche marks, au vu et au su des marchés, n'a cependant eu que des effets de courte durée. Des interventions ont été également signalées de la part de plusieurs autres banques centrales du SME pour soutenir leur monnaie, et les taux officiels ont été relevés en Suède et en Finlande. Le 28 août, les ministres des Finances de la Communauté européenne ont publié une déclaration résolue affirmant «qu'un changement de la structure présente des cours-pivots ne constituerait pas la réponse appropriée aux tensions actuelles dans le SME». Malgré cela, les tensions se sont converties en véritables turbulences le jour ouvré suivant et, en dépit d'interventions obligatoires, la lire italienne a clôturé à sa limite inférieure.

Le 3 septembre, le Royaume-Uni a annoncé que des dispositions avaient été prises pour emprunter l'équivalent d'Écus 10 milliards aux fins de conversion en livres sterling, dont le produit servirait à couvrir en partie les besoins croissants de financement du secteur public. À la suite de ces déclarations, la monnaie britannique s'est fortement appréciée durant trois ou quatre jours. À l'inverse, les interventions concertées se sont poursuivies pour soutenir la lire qui, malgré un nouveau relèvement des taux d'intérêt en Italie, est retombée à son cours-plancher.

Le 5 septembre, le Conseil ÉCOFIN des Communautés européennes (Conseil pour les affaires économiques et financières) s'est donc réuni à Bath dans une atmosphère tendue. Peu d'avancées concrètes pouvaient toutefois en résulter, puisque les conditions internes n'étaient toujours pas considérées suffisamment saines en Allemagne et que le Président de la Deutsche Bundesbank n'était de toute façon pas habilité à engager le Conseil central de cette institution.

... et s'étendent  
aux monnaies  
nordiques

Trois jours plus tard, après la dénonciation de l'accord salarial récemment négocié en Finlande, la monnaie de ce pays a dû être remise en flottement et s'est vite dépréciée de 14% vis-à-vis de l'Écu, tandis que les couronnes suédoise et norvégienne étaient rapidement soumises à des pressions. Le mark finlandais, qui avait perdu, au tout début d'avril 1993, jusqu'à 31% par rapport à sa parité Écu de juin-novembre 1991, a continué de flotter depuis lors. Le 9 septembre 1992, la banque centrale de Suède a relevé à 75% son taux marginal de refinancement, parallèlement à l'annonce d'un emprunt d'Écus 16 milliards du secteur officiel sur les marchés internationaux, destiné à renforcer les réserves de change du pays. Le Bureau de la dette nationale suédoise a aussi été publiquement chargé de mettre sur pied un emprunt supplémentaire de même nature portant sur Écus 15 milliards.

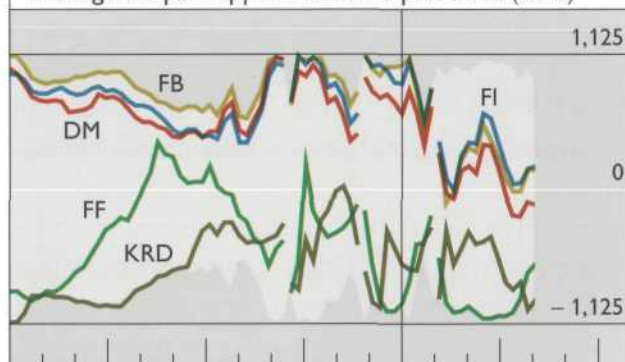
La dévaluation  
de la lire et la  
réduction des  
taux directeurs  
en Allemagne ...

Pendant ce temps, les tensions au sein du MCE ont pris un tour aigu, malgré, ou plutôt comme en témoignaient, de nouvelles interventions officielles, portant sur des volumes sans précédent. Après que la lire fut tombée en deçà de sa limite de fluctuation autorisée, des discussions d'urgence, durant le week-end des 12 et 13 septembre, ont abouti à une dévaluation de 3½% de son cours-pivot, parallèlement à une réévaluation d'une

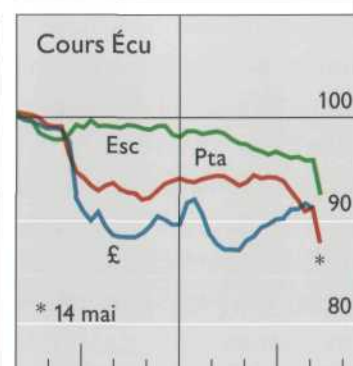
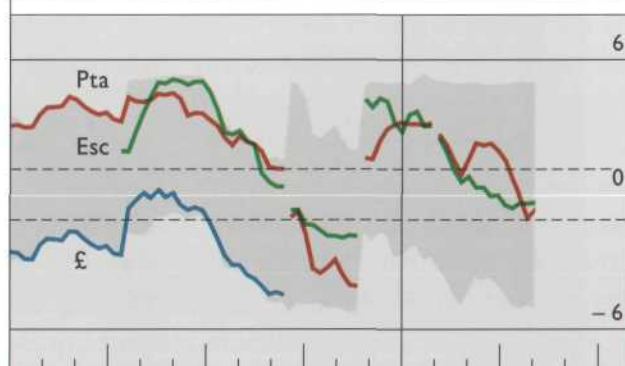
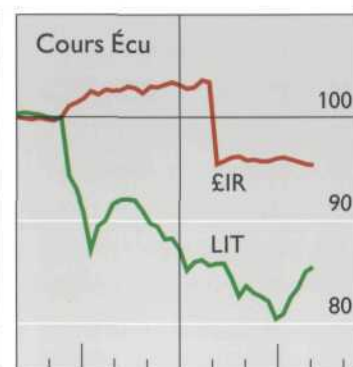
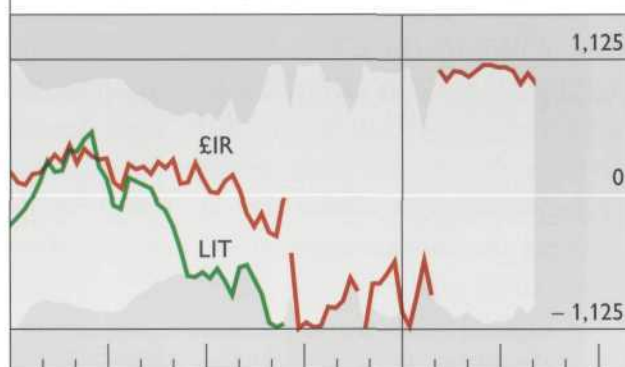
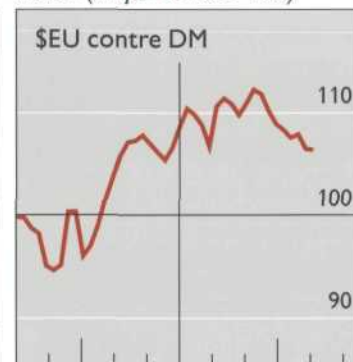
# Monnaies appartenant au MCE ou rattachées à l'Écu (situation à mi-1992)

Moyenne hebdomadaire

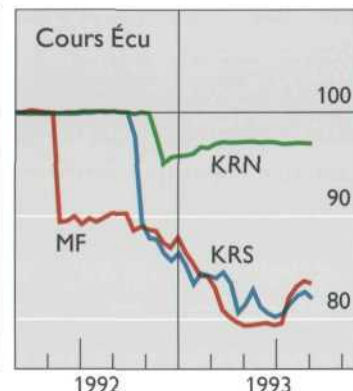
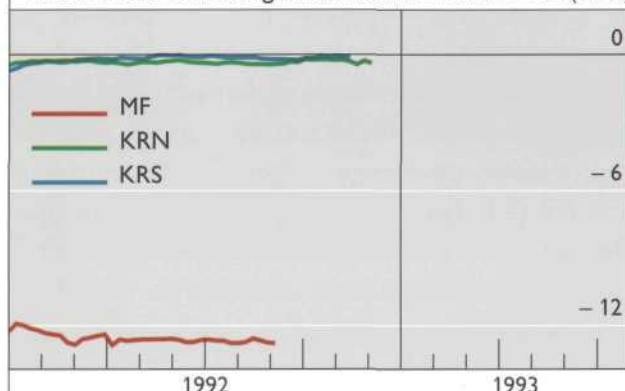
Divergence par rapport au cours-pivot Écu (en %)



Indice (fin juillet 1992 = 100)



Écart avec le cours original de rattachement à l'Écu (en %)



Zone ombrée: largeur extrême effective dans la bande étroite du MCE (gris clair)/largeur maximale autorisée de la bande large en fonction de la position effective des monnaies de la bande étroite (gris foncé). Le schilling autrichien, rattaché au deutsche mark, a été omis.



ampleur équivalente de toutes les autres monnaies du MCE. Le jour suivant, la Bundesbank décidait de réduire de  $\frac{1}{4}\%$  son taux lombard et de  $\frac{1}{2}\%$  son taux d'escompte, tout en prenant les mesures nécessaires pour faire baisser de  $\frac{1}{2}\%$  les taux du marché monétaire allemand.

... ne parviennent pas à calmer les marchés

Les opérateurs des marchés des changes ont néanmoins immédiatement estimé que ces actions n'étaient pas suffisantes et les tensions se sont maintenues, notamment contre la lire, la livre sterling, la couronne suédoise, la peseta espagnole et l'escudo portugais. Le 16 septembre, la monnaie britannique a été soumise à des pressions considérables, mais, malgré des interventions concertées «massives» et l'annonce de deux relèvements consécutifs des taux d'intérêt dans la journée, elle est restée, elle aussi, à son plancher dans le MCE. De son côté, la banque centrale de Suède portait son taux marginal à 500% et la couronne norvégienne était également soutenue par des interventions volumineuses.

La livre et la lire quittent le MCE et la peseta est dévaluée...

En fin de journée, les autorités britanniques décidaient, «dans les circonstances présentes», de suspendre la participation de la livre au MCE. De même, les autorités italiennes faisaient part de leur décision de «s'abstenir temporairement d'intervenir sur les marchés des changes», sortant ainsi de facto la lire du Système jusqu'à nouvel ordre. (La Banque d'Italie fit savoir par la suite qu'elle avait dépensé \$24 milliards pour la défense de sa monnaie rien qu'en septembre.) Enfin, la peseta était officiellement dévaluée de 5%.

... laissant place à des pressions sur le franc français...

La spéculation s'est alors portée sur d'autres monnaies, notamment le franc français, même si l'on s'accordait à reconnaître qu'il s'appuyait sur des données fondamentales saines. Les interventions ont été à nouveau importantes, mais – et ceci est peut-être significatif – exclusivement intramarginales, le franc demeurant au-dessus de son cours-plancher. Peu de temps après, le gouvernement suédois a annoncé un ensemble de mesures budgétaires strictes, ce qui a permis à la couronne de surmonter ce premier orage et à la banque centrale de ramener le taux marginal de 500% à 50%. Ces turbulences avaient aussi touché la drachme grecque; malgré des interventions, là encore volumineuses, et un relèvement (de 30% à 40%) du taux des concours officiels de la Banque de Grèce, la drachme a continué de se déprécier.

... qui sont repoussées

Pendant les trois jours qui ont suivi les résultats serrés du référendum en France, les fortes pressions à la vente se sont poursuivies sur le franc français, mais cette période a également été décisive, les autorités, tant du côté français que du côté allemand, ayant démontré avec la plus grande clarté, par leurs actes comme par leurs paroles, leur conviction inébranlable dans l'adéquation de la parité du franc français. En particulier, même si ce fait n'a été rendu public que plus tard, un total de FF 160 milliards (\$32 milliards environ) a été consacré à la défense de la monnaie au cours des sept jours allant jusqu'au 23 septembre. En outre, la Banque de France a relevé de  $2\frac{1}{2}$  points le taux de ses pensions de cinq à dix jours le 23 septembre, le portant à 13%. Le taux au jour le jour sur le marché (en moyenne pondérée) s'est même tendu jusqu'à plus de 24% à un moment, mais les taux de base bancaires n'ont pas bougé. Le succès de cette stratégie a été tel que, en l'espace de cinq jours seulement, on a commencé à constater des rentrées substantielles de capitaux.

Dans une étude publiée ultérieurement, la Banque d'Angleterre a estimé à plus de \$160 milliards l'ensemble des interventions officielles effectuées en quatre mois jusqu'à la fin septembre, essentiellement sous forme de ventes de deutsche marks. La Banque d'Italie a évalué à quelque \$200 milliards au total les interventions pour la défense des cours de change entre juin et décembre, dont la moitié pour le seul mois de septembre. Le rapport d'avril 1993 du Groupe des Dix sur les mouvements de capitaux internationaux et les marchés des changes corrobore globalement ces estimations, chiffrant les cessions nettes de deutsche marks par les banques centrales européennes à DM 284 milliards au total sur la même période de sept mois, dont DM 188 milliards affectés au soutien des monnaies du MCE.

Interventions  
pour des  
montants  
records...

Des pressions sur les changes ont néanmoins persisté en octobre et surtout en novembre. De nombreuses monnaies ont été concernées, y compris la livre sterling avec la réduction des taux d'intérêt au Royaume-Uni. À la mi-novembre, le gouvernement suédois n'est pas parvenu à obtenir le nécessaire consensus de tous les partis en faveur de son nouveau plan d'austérité budgétaire. La réaction du marché a été instantanée – à vrai dire, l'éventualité d'un échec avait déjà été anticipée depuis plusieurs jours. Les autorités ont alors décidé de laisser flotter la couronne. Il a été révélé plus tard qu'en l'espace de six jours les sorties de capitaux avaient été équivalentes à \$26 milliards, soit 11% du PNB de la Suède. Le montant des interventions avait été inférieur de moitié environ lors des trois semaines de la crise de septembre. Parallèlement, la couronne norvégienne a dû être à nouveau soutenue, elle aussi, par de très importantes interventions: KRN 48 milliards en deux jours seulement – soit 46% des réserves de change (or non compris) du pays à fin octobre.

... mais d'autres  
monnaies restent  
soumises à des  
pressions

La spéculation s'est alors portée sur d'autres monnaies. La peseta, l'escudo, la couronne danoise et la livre irlandaise ont été soumises à d'intenses pressions. Cependant, en France, le ministère des Finances faisait état d'une reconstitution des réserves à hauteur de FF 33 milliards pendant le mois d'octobre.

Dans le même temps, le dollar canadien subissait également des pressions, répétées bien qu'intermittentes, d'abord en mai, puis à nouveau en septembre-novembre 1992 et à la fin d'avril 1993. Les marchés ont réagi, successivement, à la liquidation d'un grand groupe immobilier, aux conséquences potentielles d'une victoire du non au référendum constitutionnel au Canada, aux turbulences sur les changes en Europe, au raffermissement généralisé du dollar et finalement à la détérioration de la situation financière des gouvernements fédéral et provinciaux (graph. p. 201). La riposte de la banque centrale a parfois reposé sur des interventions et, surtout à la fin de 1992, elle a consisté à relever fortement les taux d'intérêt, en partie pour freiner le recul du cours de change et en partie pour compenser l'incidence de la dépréciation sur les conditions monétaires générales. En Australie aussi, outre la nervosité occasionnelle liée à l'évolution en Europe, deux facteurs ont donné lieu à de vives pressions à la baisse sur le cours de change en janvier, en août et en octobre-novembre 1992: les incertitudes

Pressions  
intermittentes  
sur les dollars  
canadien et  
australien



politiques et les préoccupations suscitées par la dégradation des perspectives budgétaires de l'État fédéral et des gouvernements régionaux (graph. p. 202). En chaque occasion, la banque centrale a procédé à des interventions et a laissé s'élargir l'écart de taux d'intérêt à court terme avec les États-Unis.

Dévaluation de la peseta et de l'escudo...

Pour revenir à la situation en Europe, le 22 novembre, la peseta et l'escudo (lequel avait adhéré au MCE en avril 1992) ont, tous deux, été dévalués de 6%. Les pressions ont continué à l'encontre de la couronne danoise, de la couronne norvégienne et de la livre irlandaise, puis ont affecté à nouveau le franc français. La banque centrale d'Irlande a porté jusqu'à 100% à la fin de novembre son taux au jour le jour, tandis que, tout au long de décembre 1992 et de janvier 1993, le franc français, la couronne danoise et la livre irlandaise subissaient par intermittence d'importantes pressions, contrées par des interventions et des relèvements de taux d'intérêt. La parité de la couronne norvégienne, quant à elle, n'a pas résisté jusqu'à la fin de l'année, malgré des interventions supplémentaires; elle a été mise en flottement le 10 décembre. Contrairement à la plupart des autres monnaies dans cette situation, elle ne s'est toutefois pas dépréciée de plus de 6% et s'est même quelque peu redressée depuis la mi-décembre (graph. p. 204).

... flottement de la couronne norvégienne...

... et dévaluation de la livre irlandaise

L'étape suivante a impliqué la livre irlandaise, l'incidence de la perte de compétitivité due, en particulier, à la dépréciation de la livre sterling étant amplifiée par la nécessité de maintenir les taux d'intérêt internes à un niveau très élevé dans un contexte de sous-utilisation marquée des facteurs. Le 30 janvier 1993, la monnaie irlandaise a donc été dévaluée (de 10%) et s'est maintenue depuis lors pratiquement au sommet de la bande étroite du MCE.

Quelques pressions passagères, vite contrées, sur le franc belge

Le franc belge a connu un moment de tensions en février 1993 et une relative faiblesse en mars, à la suite des incertitudes politiques engendrées par l'examen de la réforme constitutionnelle et par une hostilité à certaines mesures budgétaires proposées. Ces pressions ont toutefois pu être assez facilement et rapidement contrées par un relèvement des taux d'intérêt associé à des interventions et par la conclusion, peu de temps après, d'un accord sur un programme budgétaire.

Poursuite de la détente des taux en Allemagne...

Le franc français a aussi été l'objet de tensions, tout comme la peseta et la couronne danoise, surtout après la dévaluation en Irlande à la fin de janvier 1993. Cependant, la Bundesbank a de nouveau abaissé ses taux directeurs le 4 février, ramenant le taux lombard de 9½% à 9% et le taux d'escompte de 8¼% à 8%, ce qui a atténué quelque peu les pressions, mais seulement de manière temporaire, de sorte que le mark finlandais, la lire et la couronne suédoise sont rapidement repartis à la baisse.

Le 4 mars, comme le Conseil central de la Deutsche Bundesbank décidait de ne pas diminuer davantage ses taux officiels jusqu'à nouvel ordre, une pression s'est exercée sur le franc français, mais s'est interrompue lorsque la banque centrale allemande, à la surprise des marchés, annonça le jour suivant une réduction de 8,49% à 8,25% du taux de ses pensions à quatorze jours. L'incidence de cette mesure sur le deutsche mark a été

amplifiée par les incertitudes politiques grandissantes en Russie. Le 18 mars, la Deutsche Bundesbank a, encore une fois, abaissé son taux d'escompte, à 7½%, sans toutefois modifier le taux lombard.

À l'approche des élections législatives en France, le franc a subi de très fortes pressions, qui se sont relâchées après les résultats très clairs du scrutin et devant la détermination évidente des autorités françaises et allemandes à l'égard de la parité du franc dans le MCE, d'autant que la Deutsche Bundesbank réorientait à la baisse, le 23 avril, ses taux directeurs et les taux du marché. En effet, en avril et au début de mai, la vigueur renaissante du franc a permis aux autorités françaises de continuer à reconstituer les réserves de change tout en abaissant les taux d'intérêt avec prudence, jusqu'à faire pratiquement disparaître l'écart de taux avec l'Allemagne sur les euromarchés pour l'échéance à trois mois.

La dernière étape, au cours de la période sous revue, s'est déroulée le 13 mai 1993: après des interventions concertées et un relèvement des taux officiels en Espagne, la peseta s'est trouvée pour la troisième fois soumise à des pressions insoutenables et les autorités espagnoles ont demandé une autre dévaluation de leur monnaie dans le MCE. Le pourcentage retenu a été de 8%. De leur côté, les autorités portugaises ont dévalué l'escudo pour la seconde fois, de 6½%.

Ainsi, sur un total de dix monnaies européennes à cours de change fixe ou rattaché à une unité de référence qui ont subi des attaques (à la baisse) répétées et sévères entre novembre 1991 et mi-mai 1993, deux seulement (plus le franc belge) – appartenant à la bande étroite du MCE – n'ont dû ni dévaluer ni flotter. (Évidemment, le deutsche mark et le florin néerlandais n'ont connu que des tensions à la hausse.) Le schilling autrichien n'a pas paru affecté par la crise, conservant en permanence une stabilité remarquable à l'égard de sa référence, le deutsche mark. Quant au franc suisse, il a ample-ment fluctué par rapport à la monnaie allemande durant la période sous revue. Les taux d'intérêt en Suisse ont été relevés en mars 1992 et la Banque Nationale a procédé à des interventions de soutien. Pendant un moment, aux deuxième et troisième trimestres, le franc suisse a bénéficié de la baisse du dollar et d'un retour partiel à son statut de «monnaie-refuge», en raison de la situation en Russie et des turbulences sur les marchés des changes. Il s'est cependant affaibli quelque peu par la suite, jusqu'au début d'avril, parallèlement à la détente des taux d'intérêt – le taux d'escompte étant notamment ramené de 7% à 5% en quatre étapes (graph. p. 202).

... et le franc français se redresse malgré le repli des taux d'intérêt

Les pressions contraignent à une troisième dévaluation de la peseta et à une seconde de l'escudo

## Anatomie de la crise des changes en Europe

Pourquoi la crise des marchés des changes en Europe a-t-elle surgi avec une telle violence? Ou, plus précisément, pourquoi les pressions se sont-elles accumulées pendant si longtemps, de sorte que, lorsque la crise est venue, elle devait presque nécessairement se manifester avec force?

Avant de tenter de répondre à ces questions, il convient peut-être d'observer d'emblée que de nombreux facteurs étaient en jeu. Il se trouve, en outre, que ces facteurs sont tous intervenus à un moment particulier, ce



À l'origine des crises en Europe, de multiples facteurs ...

qui interdit pratiquement de les isoler ou de les classer selon leur importance ou l'intensité de leur impact. Au demeurant, il serait sans doute vain de vouloir effectuer un tel exercice de façon rigoureuse, étant donné que, en économie non plus, on ne peut «refaire l'histoire» avec des hypothèses différentes, pour mesurer séparément les effets de chaque facteur. Les événements sur les marchés européens des changes (le terme «européen» recouvre ici à la fois les membres du MCE et les trois pays nordiques avec des engagements formels de change) au cours de la période sous revue se résument en réalité à un événement unique, quoique prolongé.

... politiques ...

En toile de fond, un facteur non économique: la solidité de l'engagement, au niveau politique, en faveur du processus de Maastricht. À la base de la Communauté européenne, une volonté politique ferme a toujours constitué un facteur d'unité essentiel, puissant et bénéfique, qu'il convient de replacer dans l'histoire de la première moitié du siècle. Mais la manifestation concrète de cette volonté politique a eu tendance à se concentrer, la plupart du temps, non pas sur l'union politique, mais plutôt sur la coopération et les institutions économiques (avec des retombées économiques incontestablement positives). Cela s'est vérifié dès la création de la Communauté européenne du charbon et de l'acier, jusqu'à l'accord sur le Traité d'union européenne à Maastricht conclu par les douze chefs d'État et de gouvernement en décembre 1991, en passant par le SME.

De surcroît, en partie pour amorcer les préparatifs de leur éventuelle entrée dans la Communauté européenne à une date ultérieure, deux pays nordiques, la Suède et la Finlande, avaient en 1991, à l'instar de leur voisin norvégien en 1990, rattaché unilatéralement leur cours de change à l'Écu. Ces stratégies avaient aussi eu pour effet de fournir un point d'ancrage à une politique monétaire anti-inflationniste. Enfin, en avril 1992, l'escudo portugais avait adhéré au MCE, ce qui portait à dix le nombre des monnaies participantes.

... et économiques

Ces événements ont peut-être détourné l'attention d'un fait insidieux mais fondamental: les progrès vers la convergence dans les pays du MCE avaient été lents et inégaux. En particulier, le cours de change effectif réel de plusieurs de ces pays (ainsi que des pays nordiques) n'avait cessé de s'apprécier depuis quelque temps (graph. p. 86, Chapitre IV). Même si l'on tient compte des nombreuses difficultés statistiques inhérentes à la mesure des variations des cours de change effectifs réels, et bien que le choix de la période de référence puisse être contesté, il n'est pas douteux que quelques pays dont la parité de change était fixe ou rattachée à une unité de référence enregistraient une dégradation de leur position concurrentielle – alors même que s'amorçait une récession. Certes, sous l'effet de politiques résolument anti-inflationnistes, une remarquable convergence des taux d'inflation avait également été réalisée, mais ce processus, nécessairement long, n'avait pu empêcher une certaine divergence des cours de change réels. Il est difficile de savoir si les marchés, et les responsables de la politique économique, estimaient que ces distorsions pouvaient être ultérieurement corrigées par de nouveaux ajustements des coûts et prix intérieurs plutôt que par un réaménagement délibéré des cours de change.

Lenteur de la convergence et distorsions progressives des cours de change réels

Le temps n'a pourtant pas joué en faveur d'une telle solution. La perception de la volonté politique d'aller de l'avant sur la voie de l'union économique et monétaire a vacillé sous l'effet des résultats du référendum danois de juin 1992 ainsi que des sondages laissant entrevoir une réponse négative de l'électorat français même au référendum de septembre. Avec ce changement de perception s'est évanoui le «bonus» politique, qui avait contribué à éliminer les doutes sur d'éventuelles distorsions de change. La possibilité d'un retard dans la réalisation de l'UEM commençait à se profiler à l'horizon et on n'excluait plus un réaligement à un moment ou à un autre avant sa mise en œuvre.

Le choc du résultat du premier référendum danois

Autre facteur sous-jacent: le dosage des moyens d'action de la politique économique en Allemagne, c'est-à-dire le déficit budgétaire et les taux d'intérêt élevés, surtout à court terme, qui l'accompagnaient. La situation offre vraiment un parallèle assez étroit avec le déséquilibre des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis dans la première moitié des années quatre-vingt. La principale différence, rétrospectivement, réside en ceci que, le dollar étant une monnaie flottante, son appréciation considérable et les distorsions qui en étaient résultées avaient entraîné des pressions d'une autre nature que celles qui se sont «amoncelées» en 1992 au sein du MCE et dans les pays nordiques à cours de change rattaché à l'Écu. Une seconde différence tient au fait que le taux d'inflation en Allemagne se trouvait déjà au-dessus du maximum de 2% souhaité par la banque centrale. Durant le précédent épisode américain, l'appréciation du dollar avait évidemment joué dans le sens d'un maintien des tensions inflationnistes à un niveau relativement faible. Malgré cela, les autorités monétaires américaines avaient estimé nécessaire, tout comme les autorités allemandes dans le cas présent, de maintenir des taux d'intérêt à court terme assez élevés. Cette nécessité a peut-être été encore plus forte en Allemagne au cours de la période sous revue, puisque la Deutsche Bundesbank devait faire face à la fois à un déficit budgétaire excessif et à des pressions sur les coûts salariaux plutôt vives dans le contexte allemand, deux éléments qui trouvaient essentiellement leur source dans les circonstances uniques de la réunification (voir Chapitre II). Mais à échéance plus lointaine, les placements en obligations libellées en deutsche marks paraissaient également attrayants, parce que les marchés étaient relativement confiants dans la capacité de l'Allemagne à maîtriser finalement ses problèmes et misaient sur une baisse des taux d'intérêt à long terme. Il découlait de tout cela que les pays à régime de cours de change fixe ou rattaché à une unité de référence devaient maintenir leurs taux d'intérêt à un niveau plus élevé que ce qui eût été nécessaire dans d'autres circonstances. Et, pendant les périodes de tensions sur les marchés des changes, ils ont même été contraints de les relever sensiblement, quel que fût l'état des données fondamentales de leur économie.

Le dosage des moyens d'action en Allemagne ...

... exigeait que les autres pays d'Europe maintiennent des taux d'intérêt élevés dans un contexte de faible croissance économique

Il est parfois suggéré que la faiblesse du dollar durant une bonne partie du printemps et de l'été 1992 a fortement contribué à la crise européenne qui s'ensuivit. Et il est certainement vrai que des épisodes antérieurs de dépréciation du dollar s'étaient accompagnés de tensions dans le MCE en raison de flux de capitaux vers le deutsche mark. Dans le cas présent, il semble aussi

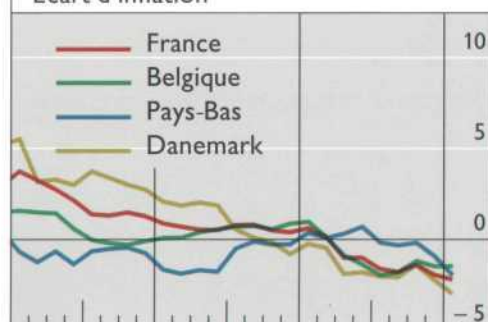
Le rôle du dollar



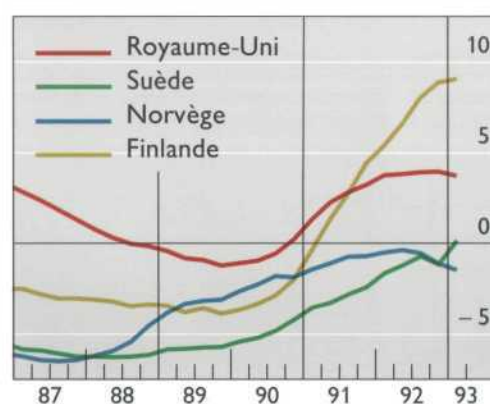
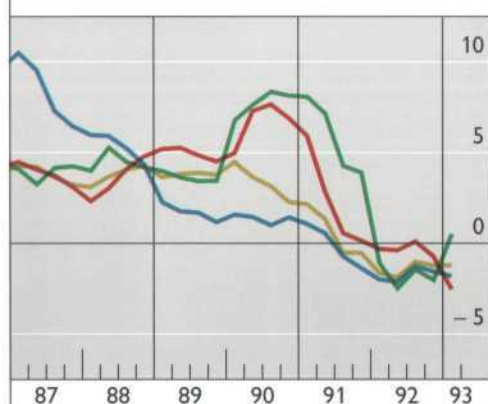
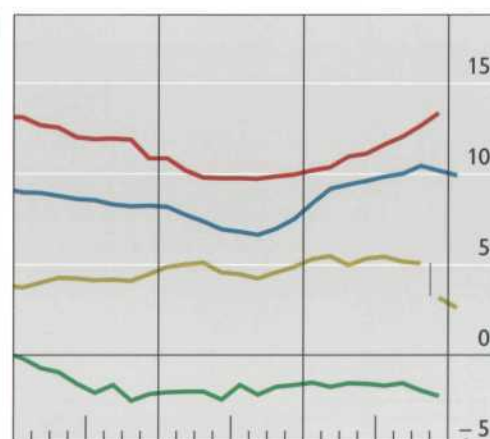
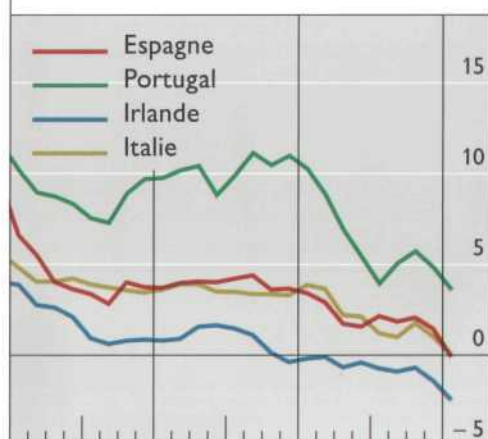
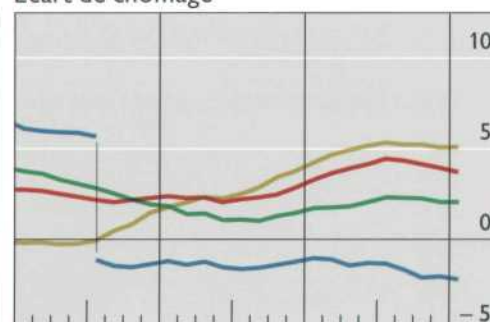
## Écart d'inflation et de chômage avec l'Allemagne occidentale

Moyenne trimestrielle, en points de pourcentage

Écart d'inflation<sup>1</sup>



Écart de chômage<sup>2</sup>



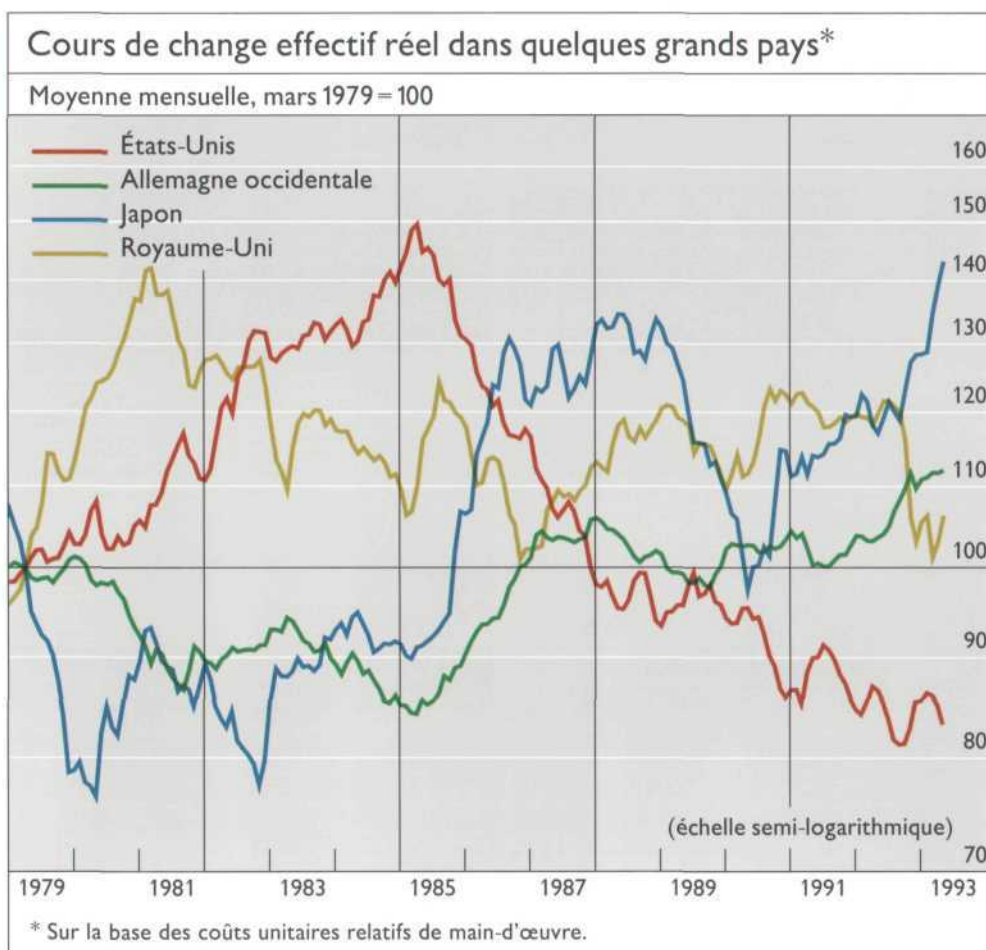
<sup>1</sup> Variation sur quatre trimestres des prix à la consommation. <sup>2</sup> Pays-Bas et Italie: rupture dans les séries.

Sources: données et définitions nationales.

probable que l'écart sans précédent entre les taux d'intérêt aux États-Unis et en Allemagne, avec les pressions sur les changes qui en résultaient de part et d'autre de l'Atlantique, a joué un rôle au moins complémentaire.

Au surplus, l'assouplissement prolongé de la politique monétaire des États-Unis (avant 1992) et la tendance concomitante à la baisse du dollar avaient probablement constitué une des raisons du désengagement vis-à-vis de la devise américaine. Une partie de ces capitaux s'était certainement dirigée vers les monnaies européennes à rendement élevé et autres actifs libellés dans les mêmes monnaies. Au milieu de 1992, cependant, la situation

La baisse antérieure sur une période prolongée des taux d'intérêt aux États-Unis ...

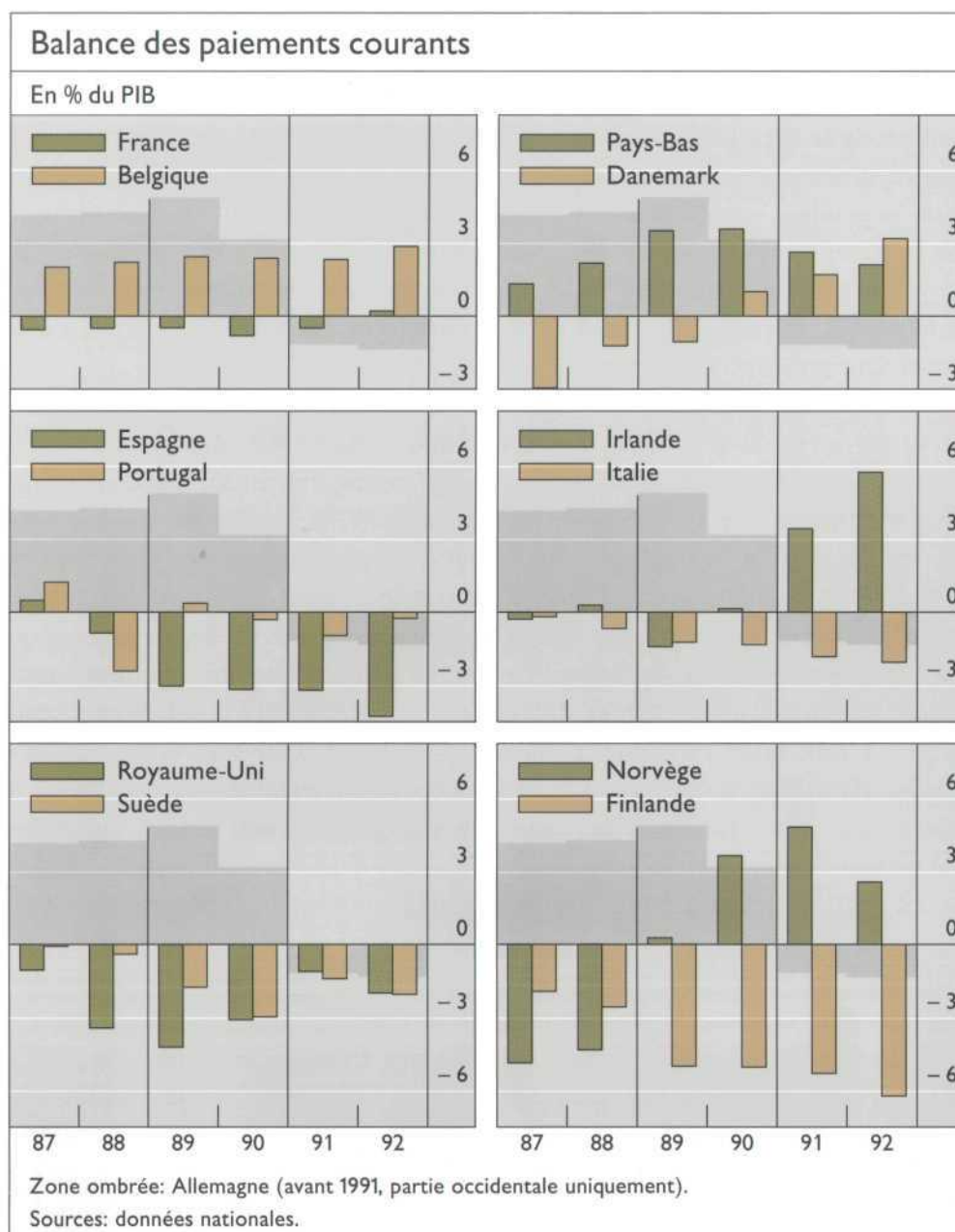


s'est brusquement inversée et les détenteurs de monnaies à haut rendement se sont empressés de s'en défaire. En fait, à l'apogée de la crise, le produit des ventes de ces monnaies a partiellement reflué vers le dollar, lequel s'est apprécié pendant la crise de septembre et, conforté essentiellement par l'amélioration des perspectives économiques aux États-Unis, a continué de se raffermir en moyenne jusqu'en mars 1993 (graph. p. 204). Il est possible que les détenteurs de monnaies à haut rendement, considérant que la volonté politique à l'origine du processus de Maastricht était toujours présente, quoique affaiblie, aient compté sur les interventions des banques centrales en faveur de ces monnaies. Ce comportement aide à expliquer pourquoi la crise a été retardée et pourquoi, lorsqu'elle s'est déclenchée, elle a été si violente et si généralisée.

Un facteur tend aujourd'hui à jouer un rôle beaucoup moins important qu'auparavant, selon la plupart des économistes, dans la détermination des cours de change et dans l'apparition des pressions: la balance des paiements courants. Désormais, c'est la balance des opérations en capital qui est prédominante (voir Chapitre IV) et qui peut également, si les mouvements de capitaux se traduisent par des variations de change, contribuer en fait à déterminer le solde des paiements courants. Néanmoins, comme le montre le graphique ci-contre, certaines évolutions des paiements courants en Europe ces dernières années correspondent, dans une large mesure, aux fortes pressions qui ont été ressenties sur les marchés des changes en 1992.

... avait rendu encore plus attrayantes les monnaies à haut rendement





Moindre rôle  
des paiements  
courants de nos  
jours

La Finlande, dont les exportations ont été lourdement pénalisées par l'effondrement de l'ex-Union soviétique, en fournit un exemple probant. Mais les déficits enregistrés au Royaume-Uni, en Espagne, en Italie et en Suède en donnent aussi une bonne illustration, surtout si l'on tient compte des divers degrés de récession qui touchaient ces pays. Dans le même temps, il est frappant que les quatre monnaies (abstraction faite du deutsche mark, mais y compris le florin néerlandais) qui ont été maintenues dans les limites de fluctuation du MCE appartiennent toutes à des économies dont la situation des paiements courants est nettement plus solide que celle de pratiquement tous les autres pays présentés dans le graphique. Ceci n'a toutefois pas empêché que, par moments, il a fallu s'opposer à de vigoureuses pressions sur des monnaies comme le franc français, la couronne danoise et, dans une bien moindre mesure, le franc belge, des incertitudes d'ordre politique ayant parfois joué un rôle.

L'Irlande, où les données fondamentales apparaissaient saines, mais où le taux de chômage atteignait quelque 17% à la fin de 1992, constitue peut-être une exception. Plus déterminant a probablement été l'effet de la dévaluation de la livre sterling sur la compétitivité, compte tenu de l'importance des relations commerciales avec le Royaume-Uni. Il ne s'agit là toutefois que d'un exemple d'un phénomène plus général observé durant le déroulement de la crise: comme diverses monnaies cédaient les unes après les autres, la position concurrentielle de celles qui n'avaient pas été affectées se dégradait, ce qui accentuait le risque de voir l'une ou l'autre devenir la cible de la prochaine attaque spéculative.

Attaques en série

Quant aux interventions elles-mêmes, la question se pose nécessairement de savoir si elles n'ont pas été, d'une certaine manière, insuffisantes; ou simplement inefficaces dans la nouvelle configuration du système financier mondialisé. La technologie, les innovations, la liberté de mouvement des capitaux et la stratégie de diversification internationale des investisseurs se combinent désormais pour accroître considérablement les possibilités de transférer dans de très brefs délais des montants élevés de capitaux d'un pays à l'autre et d'une monnaie à l'autre. En effet, même en faisant abstraction de la spéculation pure et de l'utilisation de produits relativement nouveaux à fort effet de levier comme les «fonds à couverture de risques» (*hedge funds*), les investisseurs sont maintenant beaucoup plus nombreux à s'intéresser aux évolutions des cours de change. En d'autres termes, même les gestionnaires des portefeuilles de plus en plus diversifiés des investisseurs institutionnels à comportement traditionnellement conservateur, tels les fonds de pension et d'assurances, ainsi que les petits porteurs, se voient désormais contraints de prendre en compte les perspectives d'évolution des changes – et il n'est guère douteux qu'ils le font.

L'efficacité des interventions officielles soulève des interrogations ...

... de plus en plus d'investisseurs prenant en compte à présent les anticipations de change

La dernière enquête sur les marchés des changes, effectuée par vingt-six banques centrales, fait apparaître (après élimination de la plupart des doubles comptages et des lacunes estimées du recensement) que le volume global des transactions s'est chiffré à quelque \$880 milliards par jour ouvré en avril 1992. Ce montant représente certainement plusieurs fois celui des opérations purement commerciales et semble indiquer que l'activité sur les marchés des changes est à présent en grande partie motivée par des considérations financières.

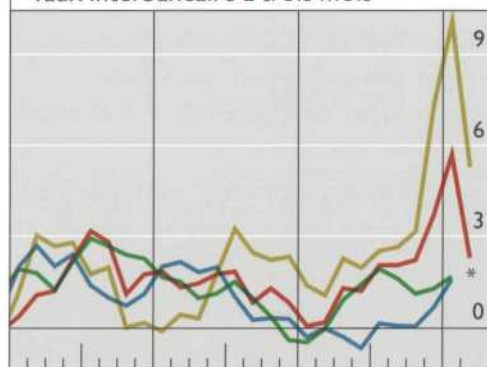
Rétrospectivement aussi, la première crise des changes en Finlande, en novembre 1991, était prémonitoire. Elle a démontré de façon frappante l'intensité des pressions qui peuvent désormais s'exercer même sur des monnaies de pays relativement petits. La Banque de Finlande a révélé par la suite que, sur l'ensemble de 1991, les ventes brutes officielles de devises (opérations à terme comprises) avaient représenté au total 17% du PIB, soit près de 80% du montant (en baisse) de ses exportations annuelles de biens et de services. Au surplus, une grande partie de ces interventions s'étaient concentrées sur de très brèves périodes; et pourtant le mark finlandais avait été dévalué. À la lumière de cette expérience, il est peut-être plus juste de dire que la manifestation même de ces événements sans précédent en Finlande a constitué le signe précurseur de la crise plus générale qui a ultérieurement frappé l'Europe.



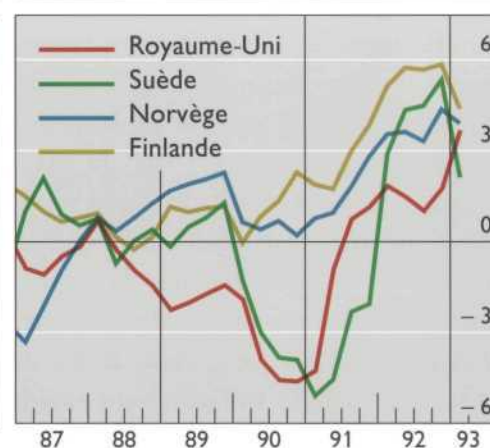
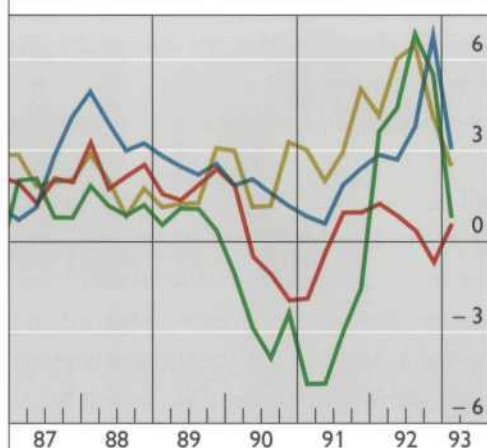
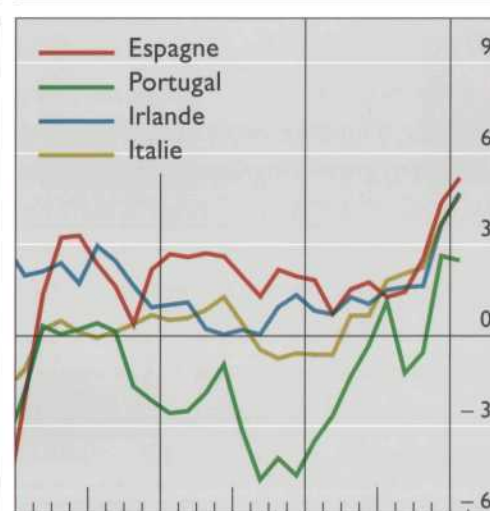
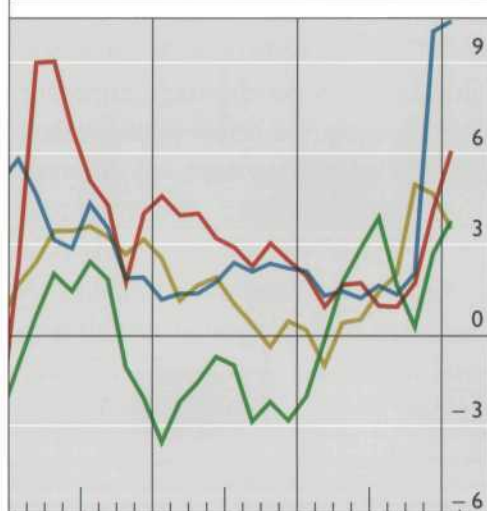
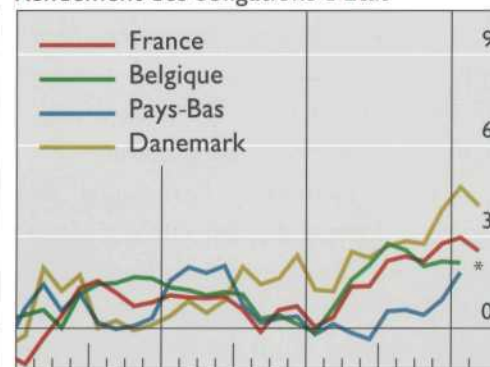
## Écart de taux d'intérêt réels avec l'Allemagne occidentale<sup>1</sup>

Moyenne trimestrielle, en points de pourcentage

Taux interbancaire à trois mois<sup>2</sup>



Rendement des obligations d'État<sup>3</sup>



\* Sur la base de la moyenne des taux de la première quinzaine de mai 1993.

<sup>1</sup> Sur la base de la hausse relative des prix à la consommation. <sup>2</sup> Portugal et Suède: instruments du Trésor. <sup>3</sup> Obligations d'État représentatives (généralement à dix ans).

Même lorsque  
les données  
fondamentales  
sont saines ...

Pour en revenir à la question des interventions proprement dites, il est vrai, presque par définition, que, dans le nouvel environnement qui vient d'être décrit, les interventions doivent être maintenant plus importantes – voire beaucoup plus importantes – que par le passé pour atteindre, même face à une attaque sur une monnaie dont les données fondamentales

sont saines, le résultat escompté. Il est peut-être vrai également que, pour être efficaces, elles devraient s'accompagner de variations plus marquées et plus durables des taux d'intérêt qu'auparavant. Mais cela supposerait, toutes choses étant égales par ailleurs, des modifications significatives de l'orientation de la politique monétaire interne, qui ne seraient pas nécessairement appropriées. Cette question a été examinée plus en détail au Chapitre VI. Sa signification pour la compréhension de la crise européenne des changes peut être résumée comme suit.

Pour renforcer l'efficacité des interventions sur les marchés des changes, l'arme des taux d'intérêt *a réellement* été utilisée par les autorités monétaires dont la monnaie était soumise à des pressions à la baisse, bien que la rapidité et l'ampleur des hausses de taux aient fortement varié d'un pays à l'autre. Si, dans la plupart des cas, ces actions n'ont pas atteint leur objectif, cela peut être attribué au fait que les marchés ne pensaient pas qu'elles seraient durables. Ils doutaient, en effet, de la capacité des autorités à accentuer la rigueur monétaire dans un contexte de chômage croissant, de taux d'intérêt réels déjà élevés, d'endettement privé et/ou public important et d'autres signes de fragilité financière. Ces doutes sont franchement devenus certitudes pour les pays où les données fondamentales – compétitivité, taux d'inflation, accords salariaux, paiements courants et déficits budgétaires – étaient perçues comme excluant la possibilité de maintenir les parités en vigueur. Dans les pays où les données fondamentales semblaient toutes, ou presque toutes, favorables – comme en France, au Danemark et en Belgique – la détermination des autorités s'est révélée suffisamment vigoureuse pour vaincre les doutes du marché.

L'Allemagne s'est retrouvée dans une situation symétrique de celle des pays dont la monnaie était soumise à des pressions à la baisse. La Deutsche Bundesbank est effectivement intervenue et a fourni des concours substantiels à d'autres banques centrales qui en éprouvaient le besoin, surtout dans le cadre du MCE et par le biais d'accords spécifiques. Elle a par ailleurs amorcé en septembre 1992 un assouplissement progressif de sa politique monétaire. Mais, étant donné la situation de ce pays – taux d'inflation assez élevé, négociations salariales difficiles et important déficit budgétaire –, les marchés n'ont pas cru que la banque centrale accepterait d'intervenir sur une échelle susceptible de compromettre durablement son objectif de masse monétaire, ni qu'elle serait disposée à assouplir sa politique monétaire à un rythme suffisamment rapide pour éliminer, ou tout au moins atténuer sensiblement, les pressions sur les autres monnaies.

En conséquence, il n'y avait pratiquement plus de marge de manœuvre: la seule issue concevable impliquait un réalignement. Mais il était naturellement difficile de négocier un réaménagement général dans un environnement si mouvant, surtout en présence d'assauts successifs sur différentes monnaies. La situation s'est encore compliquée du fait que les devises étaient attaquées pour un grand nombre de raisons. En tout état de cause, le MCE en était venu à représenter, pour les hommes politiques, la clé de voûte de leur stratégie de promotion de l'unité et de la prospérité en Europe, tout en constituant, pour beaucoup d'entre eux, un pôle d'ancrage

... les interventions doivent être accompagnées de modifications convaincantes des taux d'intérêt sous peine d'être inefficaces

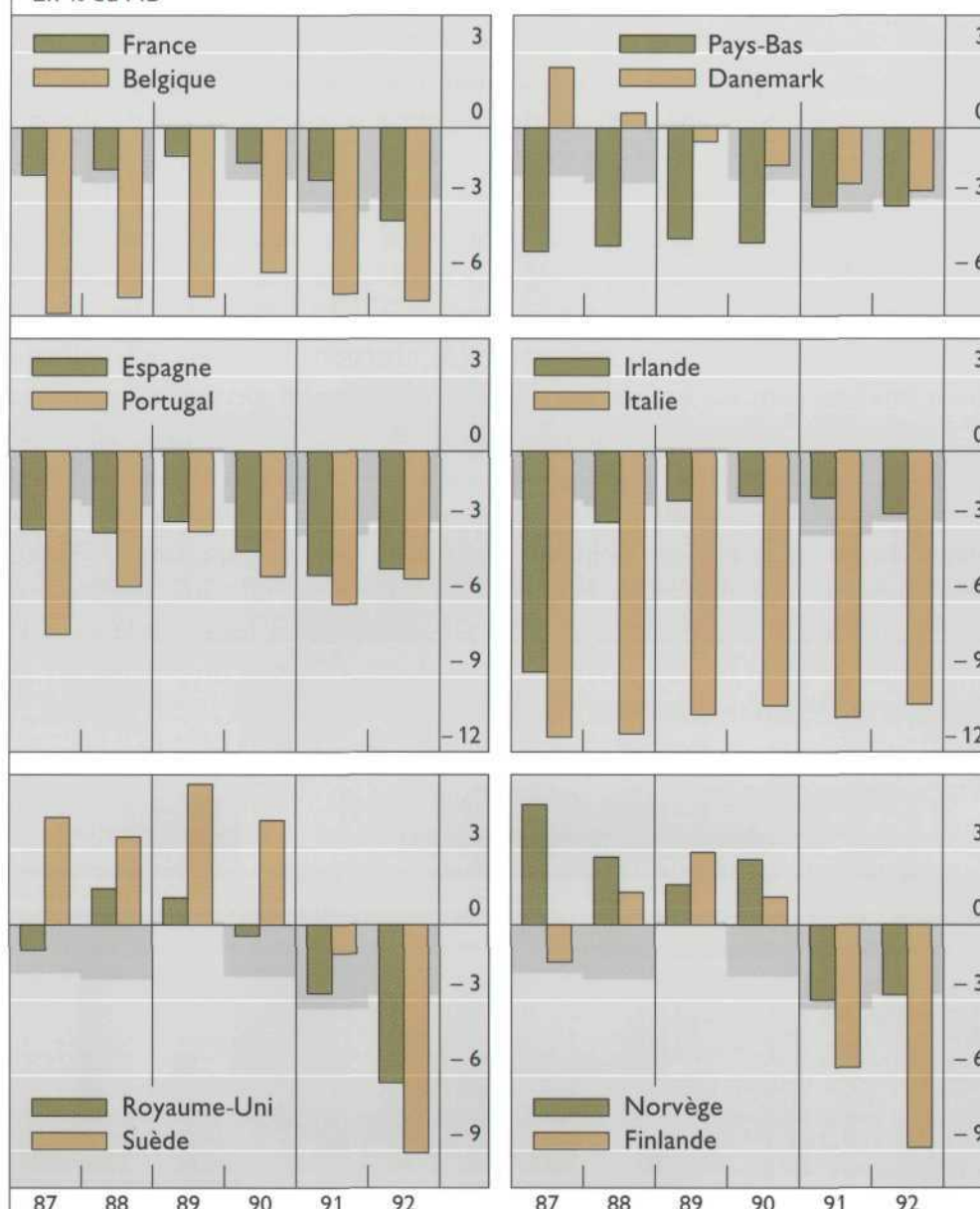
En Allemagne, la situation budgétaire et salariale excluait une baisse importante des taux d'intérêt

Un réalignement devenait la seule issue possible ...



## Besoin/capacité de financement des administrations publiques

En % du PIB



Zone ombrée: Allemagne (avant 1991, partie occidentale uniquement).

Sources: OCDE, Perspectives économiques et données nationales.

... mais les événements se sont précipités et les autorités n'ont pas pu le réaliser de façon ordonnée et globale

de la politique monétaire anti-inflationniste. Il s'est donc avéré impossible, lorsque la crise a éclaté, d'aborder d'emblée la question d'un réaménagement général. Aussi a-t-il fallu résoudre la situation des diverses monnaies au fur et à mesure qu'elles devenaient la cible des forces du marché. Cette approche au cas par cas de la gestion de la crise a fait que les positions officielles ont pu être parfois mal comprises ou mal interprétées. Dans un tel climat, il n'a guère été difficile pour les marchés – à tort ou à raison – de percevoir des différences d'opinions entre gouvernements et institutions, et ces conjectures ont probablement aggravé la crise et accéléré sa propagation.

En résumé, les turbulences sur les marchés des changes en Europe en 1992–93, notamment dans le MCE, étaient essentiellement dues, malgré une remarquable convergence des résultats en matière d'inflation, à l'apparition de distorsions dans les cours de change réels de plusieurs pays, à un moment où les économies européennes montraient des signes plus ou moins marqués de faiblesse et/ou de fragilité financière. Du fait du dosage des politiques en Allemagne, le niveau de départ des taux d'intérêt a aussi compliqué la tâche des pays qui devaient défendre leur monnaie. Dans le même temps, il était grandement improbable – mais pas théoriquement impossible – de voir des pressions appropriées en faveur de l'ajustement des coûts internes apporter à terme une solution aux distorsions des cours de change réels. En théorie également, des pressions en faveur d'un ajustement interne, dans les économies qui avaient poursuivi des politiques visant à améliorer la souplesse des mécanismes de marché, auraient aussi pu résoudre le problème du chômage. Mais même si cela était possible, le processus aurait exigé du temps. Les marchés des changes, aiguillonnés par la manifestation soudaine et inopinée d'un faible soutien populaire au Traité de Maastricht, ont décidé en fait de ne pas accorder de répit supplémentaire pour de nouveaux ajustements. Il y avait de toute façon, dans un certain nombre de pays, des exemples de politiques budgétaires et salariales défaillantes ou potentiellement défaillantes.

Les marchés se sont dès lors lancés à l'assaut des monnaies, en plusieurs épisodes distincts, avec des résultats impressionnants, de sorte qu'il n'est sans doute pas excessif de considérer que la crise des changes qui s'est développée entre la fin de 1991 et le début de 1993, bien que géographiquement limitée à l'Europe, a été la plus grave et la plus vaste depuis l'abandon du système de Bretton Woods il y a vingt ans.



## IX. Activités de la Banque

### 1. Coopération entre banques centrales et organisations internationales

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a joué son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale.

La Banque a participé, en qualité d'observateur, aux réunions du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international ainsi que des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Elle a également contribué aux travaux des suppléants des ministres et gouverneurs du Groupe des Dix sur les mouvements de capitaux internationaux et les marchés des changes. 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 rassembler et à communiquer des données relatives au financement des excédents et déficits des comptes extérieurs des pays de ce groupe.

En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix, la Banque a organisé, entre représentants des banques centrales, des rencontres périodiques consacrées à des questions très variées. Comme par le passé, elle a également assuré le secrétariat de différents comités et groupes d'experts; en outre, la Banque a institué un Secrétariat à la coopération entre banques centrales, afin de renforcer la coordination entre les divers instituts d'émission et de promouvoir leurs activités.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué de surveiller les développements sur les marchés bancaires et financiers internationaux et d'examiner les questions concernant le fonctionnement et la stabilité des marchés des capitaux. Il a étudié, en particulier, l'incidence exercée sur les opérateurs du marché et ses différents compartiments par les turbulences de l'automne de 1992 sur les marchés des changes et monétaires. Il a passé en revue et analysé diverses implications de l'évolution récente dans les relations interbancaires internationales, notamment l'expansion de la négociation sur instruments financiers dérivés entre banques. De plus, le Comité a entrepris des travaux destinés à améliorer la surveillance globale de l'activité sur les marchés dérivés, suite aux recommandations effectuées dans le rapport sur l'évolution récente dans les relations interbancaires internationales, préparé par un groupe de travail composé de représentants des banques centrales des pays du Groupe des Dix et publié par la Banque en octobre 1992. La Banque a poursuivi, d'autre part, la collecte, l'analyse et la diffusion de données statistiques sur l'évolution internationale de l'activité bancaire et des marchés des capitaux.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a poursuivi ses travaux sur la coordination des dispositions en matière de surveillance internationale et a publié, en juillet 1992, une série de normes minimales régissant le contrôle des groupes bancaires internationaux et de leurs établissements à l'étranger. Ces normes, qui renforcent le Concordat de Bâle de mai 1983, ont été entérinées, en octobre 1992, par les représentants de plus de cent autorités de contrôle participant à la septième conférence internationale des autorités de contrôle bancaire en France. Un certain nombre d'initiatives sont conduites par la communauté internationale des responsables du contrôle bancaire pour mettre ces normes en application. Les travaux ont également continué sur diverses autres questions importantes et, en avril 1993, le Comité a diffusé, aux fins de consultation, un ensemble de propositions concernant la compensation, les risques de marché et le risque de taux d'intérêt, les deux premières constituant un développement de l'accord de Bâle sur les fonds propres de juillet 1988. En juin 1993, M. E. Gerald Corrigan, Président du Comité de Bâle depuis juin 1991, cessera d'en assumer la présidence en abandonnant ses fonctions de Président de la Federal Reserve Bank of New York.

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement s'est réuni deux fois en 1992 pour examiner l'évolution des dispositifs nationaux et transfrontières de paiement, compensation et règlement dans les pays du Groupe des Dix. Une attention particulière a été accordée aux mécanismes de paiement et de règlement actuels et en développement qui constituent des liens entre les systèmes des différents pays, tels que les systèmes de compensation transfrontières et multidevises. Le Comité a également examiné des rapports élaborés par ses groupes de travail. Le rapport définitif de l'un d'eux, intitulé «Livraison contre paiement dans les systèmes de règlement de titres», a été publié par la Banque en septembre 1992. Des travaux sont actuellement entrepris sur les règlements transfrontières sur titres et sur les mesures que les banques centrales pourraient prendre pour améliorer l'efficacité et réduire les risques dans le règlement des transactions transfrontières et multidevises. Une nouvelle édition du rapport sur les systèmes de paiement dans les pays du Groupe des Dix («Livre rouge») est également en préparation. Des statistiques actualisées sur les systèmes de paiement dans ces pays ont été publiées par la BRI en décembre 1992.

Le Service chargé des relations avec les pays d'Europe orientale et organisations internationales a développé sa tâche de coordination de l'assistance technique et de la formation fournie par un nombre croissant de banques centrales à leurs homologues des pays d'Europe orientale et de l'ex-Union soviétique. Le Service a également continué d'organiser des réunions et séminaires pour des représentants de la plupart de ces banques centrales. La coopération avec d'autres organisations internationales, en particulier le Fonds monétaire international, s'est intensifiée, en ce qui concerne notamment l'échange d'informations et la participation à des programmes d'assistance technique et de formation. La BRI et cinq autres organisations internationales (la Banque européenne pour la reconstruction



et le développement, la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, la Commission des Communautés européennes, le Fonds monétaire international et l'Organisation de coopération et de développement économiques) ont créé l'Institut Commun de Vienne (ICV), qui a commencé son activité en septembre 1992. L'objet de l'ICV est de fournir une formation, destinée principalement à des responsables du secteur public et également du secteur privé d'Europe orientale, de l'ex-Union soviétique et d'un certain nombre de pays d'Asie, dans les domaines essentiels au fonctionnement d'une économie de marché. Le Service a organisé, au début de 1993, des séminaires spécialisés consacrés à certaines activités de banque centrale avec des conférenciers de la BRI et de diverses banques centrales.

Le Groupe des experts informaticiens a mené à bien la phase finale de son étude sur les réseaux et systèmes informatiques qui constituent l'infrastructure technique des principaux systèmes de paiement dans les pays du Groupe des Dix; cette phase a consisté à analyser les divers éléments qui contribuent à assurer à la fois la continuité du service et l'intégrité ainsi que la confidentialité des données. Le Groupe a également procédé à des échanges de vues sur les questions suivantes: individualisation des ressources informatiques, productivité des systèmes et services d'information, évolution de systèmes d'information internes dans un contexte d'intensification des échanges internationaux. Le groupe de travail sur les questions de sécurité a effectué un recensement des liaisons que les banques centrales ont établies avec le monde extérieur à des fins d'échanges de données hors du cadre des systèmes de paiement et a déterminé les risques potentiels inhérents à chaque type d'échange. Il se propose à présent de définir des mesures appropriées pour la gestion et le contrôle de ces risques.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a fait porter son attention sur les services de la banque de données de la BRI impliquant les banques centrales des pays du Groupe des Dix. Il a passé en revue les améliorations des délais de transmission et du contrôle qualitatif des statistiques et convenu de nouvelles initiatives dans ce domaine. Les questions touchant à la sécurité de l'information ont continué d'être approfondies, en s'attachant surtout aux liaisons de télécommunications avec les institutions participantes. En outre, la BRI a rendu compte des progrès réalisés dans l'extension de la couverture des statistiques de la base de données, en particulier sous la forme d'arrangements bilatéraux d'échanges de données avec les banques centrales des pays extérieurs au Groupe des Dix.

Le Comité des gouverneurs des banques centrales des États 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 tenir la plupart de leurs réunions à la BRI, où se trouve également le Secrétariat permanent du Comité des gouverneurs. Le Comité des gouverneurs, principal forum de coopération monétaire dans la Communauté, conduit actuellement, dans le domaine monétaire, des travaux préparatoires à la transition vers

les deuxième et troisième phases de l'union économique et monétaire conformément au Traité de Maastricht. Un compte rendu détaillé des activités du Comité des gouverneurs est présenté dans les rapports annuels du Comité au Parlement européen, au Conseil des Communautés européennes et au Conseil européen. Le dernier en date a été publié en avril 1993 et couvre essentiellement les développements intervenus en 1992.<sup>1</sup>

## 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.<sup>2</sup> 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.

Le volume des 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 passé d'environ Écus 46,3 milliards au 1er avril 1992 à Écus 51 milliards au 31 mars 1993. Cette augmentation d'Écus 4,7 milliards sur l'année est principalement due à un accroissement des apports de réserves en dollars EU de banques centrales de la CE et à une hausse du dollar EU vis-à-vis de l'Écu.

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 États membres,<sup>3</sup> dont certains détails ont déjà été donnés dans les cinquante-sixième, cinquante-septième et soixante et unième Rapports annuels, respectivement pages 194–195, 209 et 226–227, au cours de la période sous revue l'Agent a continué de percevoir de l'emprunteur, à savoir 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.

L'Agent a, en outre, assuré les transactions financières liées aux opérations ci-après relatives au remboursement des prêts suivants par la Grèce aux échéances finales:

<sup>1</sup> Des exemplaires des rapports annuels du Comité des gouverneurs peuvent être obtenus, par les résidents de la Communauté, auprès de leur banque centrale nationale et, par les autres, auprès du Secrétariat du Comité des gouverneurs.

<sup>2</sup> On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188–190, une description des structures et fonctions du FECOM.

<sup>3</sup> 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.



- valeur 3 décembre 1992, FS 227.000.000 1986–92 au taux de 4<sup>7</sup>/<sub>8</sub>% l'an, correspondant à l'emprunt obligataire de même montant et même taux,
- valeur 30 décembre 1992, DM 300.000.000 1987–93 au taux de 5<sup>3</sup>/<sub>8</sub>% l'an, correspondant à l'emprunt obligataire de même montant et même taux,
- valeur 29 janvier 1993, Écus 150.000.000 1988–93 à taux variable (troisième tranche du prêt 1988–91/92/93 d'Écus 350.000.000 en trois tranches), correspondant à la troisième tranche de l'emprunt obligataire de même montant au taux de 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% l'an,
- valeur 2 mars 1993, ¥ 25.000.000.000 1987–93 au taux de 4<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% l'an, correspondant à l'emprunt obligataire de même montant et même taux, et
- valeur 4 mars 1993, \$EU 250.000.000 1987–93 au taux de 7<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% l'an, correspondant à l'emprunt obligataire de même montant et même taux.

Par décision du Conseil des Communautés européennes du 18 janvier 1993 et dans le cadre du Règlement (CEE) N° 1969/88 mentionné précédemment, la Communauté a, par ailleurs, accordé à la République italienne un prêt en quatre tranches d'un montant total d'Écus 8 milliards ou sa contre-valeur en d'autres devises; la première tranche portant sur Écus 2 milliards, mise à la disposition de l'Italie en mars 1993, comporte les deux prêts suivants: DM 2.900.000.000 1993–2000 au taux de 6<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% l'an et Écus 500.000.000 1993–96 au taux de 7<sup>7</sup>/<sub>8</sub>% l'an.

Les transactions financières liées à ces deux opérations ont été effectuées respectivement valeur 10 et 11 mars 1993.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1993, l'encours des prêts accordés par la Communauté.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1993		
Pays emprunteur	Deutsche marks	Écus
	en millions	
Grèce	536	940
Italie	2.900	500
Total	3.436	1.440

#### b) Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé

Depuis octobre 1986, la Banque exerce 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 1993, le nombre des banques de compensation s'élevait à quarante-quatre.

\* On trouvera dans le cinquante-sixième Rapport annuel, pages 195 et 196, une description des structures et du fonctionnement de ce système de compensation.

c) Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

Depuis 1953, et essentiellement jusqu'en 1980, la Banque a rempli les fonctions de Trustee pour les obligations de conversion et de consolidation émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne au titre des Emprunts Dawes et Young, conformément à l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes. Comme mentionné dans le soixante-deuxième Rapport annuel de la Banque de juin 1992, le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne – par suite de la réunification de l'Allemagne le 3 octobre 1990 et compte tenu des engagements qu'il avait pris dans le cadre de l'Accord de Londres concernant le règlement des arriérés d'intérêts pour la période 1944 à 1952 – a lancé treize nouvelles émissions d'obligations de consolidation au titre des Emprunts Dawes et Young (1990–2010), dont les détails figurent dans le tableau ci-après. À la demande des autorités allemandes, la Banque a de nouveau assumé certaines fonctions de Trustee en regard de ces émissions.

Emprunt Dawes			Emprunt Young		
Obligations de consolidation 3% 1990–2010			Obligations de consolidation 3% 1990–2010		
Valeur nominale		Émission	Valeur nominale		Émission
\$EU	15.400.000	américaine	DM	8.500.000	allemande
		<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="font-size: 3em; margin-right: 5px;">{</div> <div>           belge,            française,            néerlandaise            et suisse en            livres sterling         </div> </div>	\$EU	16.300.000	américaine
£	1.500.000		FB	45.000.000	belge
			£	4.600.000	britannique
			FF	86.000.000	française
£	2.400.000	britannique	FI	14.000.000	néerlandaise
KRS	4.100.000	suédoise	KRS	24.000.000	suédoise
FS	3.500.000	suisse	FS	16.500.000	suisse
Intérêt:			3% l'an à compter du 3 octobre 1990, payable semestriellement à terme échu les 3 avril et 3 octobre.		
Durée:			vingt ans, avec échéance finale le 3 octobre 2010.		
Amortissement:			sous réserve d'un différé d'amortissement de cinq ans; à compter du 3 octobre 1995, l'amortissement aura lieu annuellement par voie de rachat ou de tirage au sort intervenant pour la première fois dans le second cas le 3 octobre 1996.		

Les modalités concernant le service de ces nouvelles émissions diffèrent en partie, dans leurs aspects techniques, de celles qui étaient appliquées précédemment. Les titres physiques, en particulier, ont été remplacés pour l'essentiel par des obligations dématérialisées. Toutefois, dans un échange de correspondance, les autorités allemandes ont assuré la Banque que les détenteurs d'obligations de consolidation dématérialisées déposées sur des comptes-titres collectifs ne sont en aucun cas désavantagés par rapport aux détenteurs de titres physiques.

Pour les diverses émissions des Emprunts Dawes et Young, les agents d'échange, qui agiront également en qualité d'agents-payeurs pour les titres physiques, ont été nommés:



Allemagne:	Deutsche Bundesbank, Francfort-sur-le-Main
Belgique:	Banque Bruxelles Lambert S.A., Bruxelles
États-Unis:	[Les négociations à ce sujet n'ont pas encore abouti.]
France:	Crédit Lyonnais, Paris
Pays-Bas:	ABN-AMRO Bank N.V., Amsterdam
Royaume-Uni:	Banque d'Angleterre, Londres
Suède:	Skandinaviska Enskilda Banken, Stockholm
Suisse:	Crédit Suisse, Zurich

L'Administration fédérale de la dette publique (Bundesschuldenverwaltung) a informé la Banque que quatre-vingt-treize demandeurs seulement avaient opté pour l'émission de titres physiques au 31 mars 1993. La Deutsche Bundesbank a également assumé la fonction additionnelle d'agent-payeur pour toutes les obligations dématérialisées de l'ensemble des émissions; elle a notifié à la Banque qu'elle avait versé approximativement DM 12,8 millions aux détenteurs d'obligations pour les dates d'échéance d'intérêts du 3 avril 1991 au 3 octobre 1992 inclus.

La clause de garantie de change contenue dans le paragraphe 2e) de la Section A de l'Annexe I à l'Accord de Londres de 1953 est applicable aux obligations de consolidation de l'Emprunt Young. Les détails du calcul des valeurs de consolidation effectué par les autorités allemandes sur cette base pour l'échange contre les nouvelles obligations de consolidation de l'Emprunt Young, en particulier le facteur de conversion et les valeurs d'amortissement pour la date d'échéance d'intérêts du 3 avril 1991, figurent dans l'offre de règlement (octobre 1991). S'agissant des échéances des 3 octobre 1991, 3 avril et 3 octobre 1992 et 3 avril 1993 respectivement, les valeurs d'amortissement et facteurs de conversion nouvellement calculés ont été publiés par l'Administration fédérale de la dette publique dans le Journal fédéral.

La Banque a réitéré ses réserves antérieures concernant l'application de la clause de garantie de change pour l'Emprunt Young auprès de l'Administration fédérale de la dette publique et a souligné que ces réserves, en particulier concernant le droit à des paiements additionnels, s'étendent également aux obligations de consolidation 1990–2010 nouvellement émises. Des informations complémentaires figurent dans le cinquantième Rapport annuel de la Banque de juin 1980 (pages 182–183) et dans son communiqué diffusé dans diverses publications financières les 30–31 mai 1980.

### 3. Assistance financière multilatérale aux banques centrales

En dehors des crédits bilatéraux que la BRI a conclus avec des banques centrales, elle a, cette année encore, accordé une facilité multilatérale à la Banque Nationale de Roumanie. Cette transaction, de très courte durée, a été effectuée sous forme d'un crédit-relais portant sur un montant total d'Écus 76 millions – Écus 61,2 millions mis à disposition par la BRI et Écus 14,8 millions par le KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) d'Allemagne – la part de la BRI étant couverte par la garantie de dix

banques centrales de la CE. Cette opération avait pour but de préfinancer un prêt consenti à la République de Roumanie par la Communauté européenne en vue de couvrir un déficit de la balance des paiements.

#### 4. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes, exprimés en francs or\*, ont été vérifiés par les commissaires-vérificateurs; ils figurent à la fin du présent Rapport.

Au 31 mars 1993, date de clôture de l'exercice 1992-93, le total du bilan s'inscrit à F or 59.966.449.459

Ce chiffre se compare à celui de F or 47.961.052.059  
qu'il atteignait au 31 mars 1992.

La hausse de F or 12.005.397.400  
est la plus importante que la Banque ait jamais réalisée au cours d'un exercice.

Cette expansion s'explique par un accroissement des ressources en monnaies; elle aurait même été légèrement plus forte sans l'incidence des fluctuations de change. En termes de francs or, le deutsche mark et le yen se sont appréciés respectivement de 1% et 14%, mais la livre sterling et l'Écu se sont dépréciés de 14% et 4%.

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
1989	42.234	+ 4.083	+ 11
1990	41.291	- 943	- 2
1991	45.719	+ 4.428	+ 11
1992	47.961	+ 2.242	+ 5
1993	59.966	+ 12.005	+ 25

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. Le total de l'or sous dossier s'établit, au 31 mars 1993, à 1.059 millions de francs or, contre 1.246 millions au 31 mars 1992.

\* 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.



## 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			
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
1992	1.644	44.866	1.451	47.961
1993	1.745	56.515	1.706	59.966

### 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 réserves, qui sont passées en revue ci-après, figure au tableau qui se trouve à la fin de ce Rapport, sous point I.

À l'exception du Fonds de réserve légale qui reste inchangé, il est proposé d'augmenter les autres réserves comme suit:

1) *Fonds de réserve légale* F or 30.070.313

Le total de cette réserve n'a pas varié depuis 1971, année au cours de laquelle elle avait été portée à 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 1992-93 F or 703.116.157

Ce fonds avait été porté à 672,8 millions de francs or le 31 mars 1992. Il est proposé d'y transférer 30,3 millions par imputation de ce montant sur le bénéfice net de l'exercice, conformément aux dispositions de l'article 51(3) des Statuts.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes*

après répartition du bénéfice net de  
l'exercice 1992-93 F or 47.530.055

contre 42,5 millions de francs or au 31 mars 1992, soit une augmentation de 5 millions, montant également prélevé sur le bénéfice net.

#### 4) Fonds de réserve libre

après répartition du bénéfice net de  
l'exercice 1992-93

F or 668.766.872

Il est proposé de porter ce fonds de 603,1 millions de francs or à 668,8 millions par prélèvement de 65,7 millions sur le bénéfice net.

Le total des réserves sera ainsi porté à F or 1.449.483.397 contre 1.348,5 millions au 31 mars 1992, par prélèvement d'un montant de 101 millions de francs or sur le bénéfice net de l'exercice 1992-93. À la fin de l'exercice précédent, les réserves avaient été augmentées de 87 millions.

#### B. Fonds empruntés

Les tableaux suivants indiquent l'origine, la nature et la durée des ressources empruntées par la Banque.

BRI: fonds empruntés d'après leur origine			
Origine	Exercice clos le 31 mars		Différence
	1992	1993	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	43.204	54.686	+ 11.482
Dépôts des autres déposants	1.662	1.829	+ 167
Total	44.866	56.515	+ 11.649

L'activité de la Banque a été marquée par une très forte expansion, de 26%, des ressources reçues, alors qu'au cours de l'exercice précédent elles n'avaient progressé que de 4,7%.

L'accroissement des dépôts, essentiellement dû à la hausse de 27% des avoirs des banques centrales, résulte également des apports effectués par les autres déposants (+10%).

Au 31 mars 1993, la part des dépôts des banques centrales par rapport à l'ensemble des fonds empruntés s'élève à 96,8%, contre 96,3% à la fin de l'exercice précédent. Les placements effectués par les autres déposants n'en représentent plus que 3,2%, contre 3,7%.

La progression des ressources en monnaies est due surtout aux nouveaux apports en dollars EU; en effet, d'une fin d'exercice à l'autre, le total des dépôts en cette monnaie a augmenté de 47%. À noter également que la part des ressources en dollars par rapport à l'ensemble des dépôts en monnaies atteint maintenant 60%, contre 53% au début de l'exercice; celle en deutsche marks – deuxième poste le plus important –, restée stable à 24% au cours des onze premiers mois de l'exercice, a en revanche régressé, à 21%, au mois de mars 1993. Les dépôts reçus en Écus ont fortement diminué et ne représentent plus que 5%, contre 12%, des ressources en monnaies.



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
	1992	1993		1992	1993		1992	1993	
	en millions de francs or								
À vue	4.562	4.334	– 228	1.862	1.845	– 17	6.424	6.179	– 245
À 3 mois									
au maximum	9	30	+ 21	37.853	49.437	+ 11.584	37.862	49.467	+ 11.605
À plus de 3 mois	–	3	+ 3	580	866	+ 286	580	869	+ 289
Total	4.571	4.367	– 204	40.295	52.148	+ 11.853	44.866	56.515	+ 11.649

Les dépôts en or diminuent de 4%, alors que ceux reçus en monnaies augmentent de 29%; par rapport à l'ensemble des fonds empruntés, ces deux postes représentent respectivement 7,7% et 92,3%, contre 10,2% et 89,8% au 31 mars 1992.

L'examen des fonds empruntés d'après leur durée montre une diminution des dépôts à vue, mais une progression de ceux à trois mois au maximum et à plus de trois mois d'échéance.

L'augmentation des dépôts porte essentiellement sur la catégorie à trois mois au maximum (+31%), bien que le pourcentage de hausse des dépôts à plus de trois mois d'échéance soit plus prononcé (+50%).

Exprimés en pourcentage par rapport à l'ensemble des fonds empruntés, les dépôts à vue en constituent 10,9%, contre 14,3% au 31 mars 1992, les dépôts à trois mois au maximum 87,5%, contre 84,4%, et les dépôts de plus longue durée 1,6%, contre 1,3%.

a) *Dépôts en or* F or 4.367.255.684

Ce poste s'inscrivait à 4.571 millions de francs or au 31 mars 1992. Le recul de 204 millions reflète la baisse des dépôts à vue, en partie compensée par un accroissement du total des dépôts à terme.

b) *Dépôts en monnaies* F or 52.147.751.915

contre 40.295 millions de francs or au 31 mars 1992. L'augmentation de 11.853 millions reflète surtout une expansion parallèle des dépôts à trois mois au maximum et une hausse moins marquée de ceux de plus longue durée.

### C. *Autres passifs*

Le total des autres passifs s'élève à F or 1.706.255.338  
contre 1.451 millions de francs or au 31 mars 1992.

a) *Le poste «Système de prévoyance du personnel»*

s'inscrit à F or 172.105.388

alors qu'il s'élevait à 158 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent. Ce poste correspond à l'engagement de la Banque au titre des

pensions du personnel; libellé en francs suisses, il est augmenté en cours d'exercice.

b) Le poste «Divers» est porté à F or 1.495.254.533

contre 1.260 millions de francs or au 31 mars 1992.

c) Dividende payable le 1er juillet 1993 F or 38.895.417

La hausse du dividende, qui est porté de FS 200 à FS 240 par action, explique l'augmentation de ce poste. Il est proposé de prélever cette somme sur le bénéfice net de l'exercice 1992-93; elle est à comparer au montant de 32,5 millions de francs or prélevé sur le bénéfice net de l'exercice précédent.

Le compte de profits et pertes fait apparaître un bénéfice net, avant répartition, de F or 139.895.417, qu'il est proposé de répartir conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts. Les détails de cette répartition figurent dans la Section 5 ci-après.

Le bénéfice net de l'exercice précédent s'élevait à 119,5 millions de francs or.

### Actif (utilisation des ressources)

Les postes de l'actif du bilan, répartis d'après leur nature, figurent dans le tableau suivant.

BRI: évolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature						
Nature	Exercice clos le 31 mars				Différence	
	1992		1993			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	4.808		4.727		-	81
Monnaies	12	4.820	8	4.735	-	4 - 85
Bons du Trésor		3.623		2.175		- 1.448
Dépôts à terme et avances						
Or	460		413		-	47
Monnaies	31.588	32.048	41.184	41.597	+	9.596 + 9.549
Titres du secteur public et autres titres à terme		7.458		11.428		+ 3.970
Divers		12		31		+ 19
Total						
Or	5.268		5.140		-	128
Monnaies	42.693	47.961	54.826	59.966	+	12.133 + 12.005

Parallèlement à l'évolution des ressources, on note un recul des actifs en or et une progression sensible de ceux en monnaies.



a) *Avoirs à vue en or* F or 4.726.895.651

contre 4.808 millions de francs or au 31 mars 1992. La diminution de 81 millions de ce poste correspond à la différence entre les retraits d'or effectués par les banques centrales et le remboursement de dépôts à terme placés sur le marché et venus à échéance (voir sous d)).

b) *Espèces en caisse et avoirs à vue en monnaies* F or 7.557.219

contre 12 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent.

c) *Bons du Trésor* F or 2.175.383.708

La valeur de ce portefeuille s'élevait à 3.623 millions de francs or au 31 mars 1992. En cours d'exercice, son volume et sa composition ont varié sensiblement. Les achats de bons du Trésor ont été effectués sur plusieurs marchés.

d) *Dépôts à terme et avances* F or 41.596.864.761

contre 32.048 millions de francs or au 31 mars 1992. La hausse de 9.549 millions, ou de 30%, représente la différence entre la diminution des dépôts en or et la progression de ceux en monnaies.

– en or F or 412.988.974

contre 460 millions de francs or au 31 mars 1992, soit une diminution de 47 millions d'une fin d'exercice à l'autre.

– en monnaies F or 41.183.875.787

contre 31.588 millions de francs or au 31 mars 1992. L'augmentation des ressources en monnaies se traduit essentiellement par une expansion de ce poste, qui progresse de 9.596 millions.

e) *Titres du secteur public et autres titres à terme* F or 11.428.278.309

À la fin de l'exercice précédent, ce portefeuille s'élevait à 7.458 millions de francs or, ce qui représente une hausse de 3.970 millions. Il est constitué de titres acquis sur divers marchés.

Reflétant la composition des ressources reçues, les actifs sont également constitués en majeure partie de dollars EU, puis de deutsche marks; la part des autres monnaies est nettement plus faible.

Il convient encore de mentionner que la diminution de 128 millions de francs or du total des actifs en or se compare au recul de 204 millions du total des passifs en or. La différence de 76 millions se traduit par une augmentation correspondante des opérations à terme sur or dont il est fait mention ci-après.

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
	1992	1993	
	en millions de francs or		
À 3 mois au maximum	32.083	43.649	+ 11.566
À plus de 3 mois	7.423	9.376	+ 1.953
Total	39.506	53.025	+ 13.519

L'examen de la durée de l'ensemble des placements effectués montre une hausse de 36,1% des placements à trois mois au maximum et de 26,3% de ceux à plus long terme.

La part des placements à trois mois au maximum est de 82,3% et celle à plus de trois mois de 17,7% du total de ces deux postes, contre respectivement 81,2% et 18,8% au 31 mars 1992.

f) Divers F or 31.469.810

contre 12 millions de francs or au 31 mars 1992.

#### *Opérations à terme sur or*

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde négatif de F or 110.573.384

À la fin de l'exercice précédent, elles présentaient un solde également négatif de 34,3 millions de francs or. Ces opérations impliquent le remboursement d'un poids d'or par la Banque à l'échéance des transactions.

## 5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixante-troisième exercice clos le 31 mars 1993 font apparaître un excédent net d'exploitation de 162.427.719 francs or, contre 134.110.445 francs or au titre du précédent exercice. Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 49.255.621 francs or au titre des frais d'administration, l'accroissement de 7% par rapport au montant de l'exercice précédent (46.056.417 francs or) reflétant le niveau plus élevé, durant la majeure partie de l'année, de la valeur en franc or du franc suisse; en termes de francs suisses, monnaie dans laquelle la plupart des dépenses de la Banque sont libellées, l'augmentation a été en fait inférieure à 3%.

Le Conseil d'administration a décidé d'effectuer une dotation de 3.295.256 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de renforcer – au moyen d'une dotation supplémentaire de 19.237.046 francs or – la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, dont le principal objet est de subvenir au coût de l'entretien des locaux de la Banque et de financer les séries successives de projets techniques comportant des dépenses d'investissement.



À la suite de ces dotations, le bénéfice net s'élève à 139.895.417 francs or, contre 119.460.160 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 139.895.417 francs or de la manière suivante:

- i) une somme de 38.895.417 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 240 francs suisses par action;
- ii) une somme de 30.300.000 francs or est transférée au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 5.000.000 de francs or est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) un montant de 65.700.000 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 1993 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1993.

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 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 1993 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de Price Waterhouse figure au bas du bilan.

## 6. Banques centrales actionnaires

Les trois États baltes ayant recouvré leur indépendance, le statut des banques centrales d'Estonie, de Lettonie et de Lituanie en qualité de banques centrales membres de la BRI a été restauré en juin 1992. Lors de l'Assemblée générale ordinaire de la Banque de l'an dernier, le Président du Conseil d'administration a ainsi été en mesure d'accueillir des représentants de ces trois banques centrales actionnaires, qui assistaient à l'Assemblée générale pour la première fois depuis plus de cinquante ans.

## 7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

M. B. Dennis a été réélu membre du Conseil en mars 1993 et le mandat d'administrateur de Lord Richardson of Duntisbourne a été renouvelé en avril 1993. Le Dr C. Ciampi a cessé d'être membre du Conseil à la fin

d'avril 1993, lorsqu'il a quitté son poste de Gouverneur de la Banque d'Italie. Son successeur dans ces fonctions, le Dr A. Fazio, est devenu administrateur d'office à compter du 7 mai 1993.

M. F. Cappanera s'est retiré de la Banque de France à la fin de septembre 1992 et a été remplacé par M. A. Robert comme suppléant de M. de Larosière en l'absence de M. Lagayette. M. P. Lagayette a quitté la Banque de France en décembre 1992 et a été remplacé par M. H. Hannoun comme suppléant de M. de Larosière. En avril 1993, M. T. Clark a succédé à M. M. Foot comme suppléant de M. Leigh-Pemberton.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, le Dr H.W. Mayer, Directeur Suppléant, a pris sa retraite à la fin de juin 1992. Le Dr R. Filosa a été nommé Directeur le 15 janvier 1993. Le Prof. M. Giovanoli, Conseiller juridique de la Banque, a également été nommé Directeur à compter du 1er avril 1993. À partir de la même date, le Dr J. Bisignano a été promu au rang de Directeur Suppléant et MM. J. Bispham et D. Lefort à celui de Directeur Adjoint.

---

La Banque a appris avec un profond regret la disparition du Dr G. Carli survenue le 23 avril 1993. Le Dr Carli avait été Gouverneur de la Banque d'Italie et administrateur d'office d'août 1960 à août 1975.



## Conclusion

Les expériences de 1992 et du début de 1993 ont soulevé quelques questions nouvelles et mis davantage en relief divers problèmes plus anciens qui domineront sans doute le débat de politique économique dans les années à venir. Il s'agit, d'abord, de se demander ce que les responsables de l'action gouvernementale peuvent et devraient faire dans les pays industriels lorsqu'ils sont confrontés à une croissance anémique, dans la mesure où elle ne semble pas être simplement le résultat d'une variation conjoncturelle «normale» autour d'une trajectoire acceptée de croissance potentielle. Cette question est étroitement liée à celle, concrète, de savoir si le chômage risque d'augmenter plus ou moins indépendamment des fluctuations temporaires de l'activité. Si aucune réponse ne peut être proposée à cette double préoccupation, le danger est grand de voir les forces protectionnistes prendre le dessus, ce qui ne ferait qu'aggraver la situation.

Une deuxième question importante: de nouveaux efforts sont-ils requis, dans de nombreux pays, pour asseoir l'activité financière sur des bases plus saines? À l'évidence, la santé du secteur financier dépend des résultats de l'économie réelle et les affecte en même temps, leçon que les événements récents ont soulignée avec force.

Une troisième question, qui a acquis une plus grande urgence en 1992, concerne la nature des conseils et de l'aide fournis aux économies en transition d'Europe orientale. Il est généralement admis à présent que les difficultés ont été considérablement sous-estimées. Mais il est tout aussi clair que les pays les plus avancés dans le processus de transition ont obtenu quelques succès notables. En fait, pour certains, le pire est peut-être passé. Il reste à voir si le nouveau réalisme donnera rapidement des résultats ailleurs.

Une quatrième question concerne les relations de change et, plus spécifiquement, les problèmes soulevés par l'existence de régimes de change différents dans un monde où les ajustements de portefeuille sont pratiquement instantanés. La possibilité de voir les flux de capitaux privés influencer les marchés des changes s'est accrue dans des proportions phénoménales au cours des dix à quinze dernières années.

Quant aux éléments plus encourageants, les questions se posent principalement en termes de durabilité. Les faibles taux d'inflation réalisés dans beaucoup de pays seront-ils maintenus? Les améliorations structurelles et les taux de croissance élevés dans un grand nombre de pays en développement pourront-ils être poursuivis?

En ce qui concerne le manque de vigueur de la croissance dans les pays industriels et la manière d'y répondre, il ne fait aucun doute que, dans

quelques cas, la récession actuelle est la plus sévère de la deuxième moitié du siècle. La Finlande a été particulièrement touchée, en raison de la perte de marchés d'exportation dans l'ex-Union soviétique et de sérieux problèmes d'endettement dans le secteur privé. Le chômage y dépasse à présent 15% et se situe à un niveau encore plus élevé en Espagne et en Irlande. Divers problèmes structurels ont également aggravé le fléchissement de l'activité en Suède et, dans une moindre mesure, en Australie et en Norvège. Les problèmes d'endettement et les cycles des prix des actifs réels ont été considérés comme des facteurs de la prolongation de la récession et de la lenteur de la reprise aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans plusieurs autres pays. Là où rien ne laisse présager que la récession a dépassé le point le plus bas, il faut se garder de tout jugement sur sa gravité exacte par rapport aux récessions antérieures.

En conclure, cependant, que ce que nous observons dans un pays après l'autre est en réalité plus qu'un ralentissement conjoncturel normal et ressemble fortement à un infléchissement durable de l'expansion tendancielle du potentiel de production ne concorderait pas entièrement avec les faits enregistrés jusqu'à présent. Après tout, la phase descendante actuelle succède, dans la plupart des cas, à la «reprise la plus longue et la plus vigoureuse de l'histoire récente», expression qui a été utilisée tellement souvent qu'elle est encore présente dans tous les esprits. D'autres arguments semblent également militer contre un pessimisme excessif. La modération salariale et la reconstitution des marges bénéficiaires, qui étaient notamment à l'origine de l'allongement de la reprise des années quatre-vingt, permettent aussi d'expliquer la surprenante capacité de résistance de l'investissement productif des entreprises durant la récession. L'épargne des ménages s'est sensiblement renforcée ces derniers temps dans un certain nombre de pays, accentuant évidemment à court terme le recul de la demande intérieure tout en concourant à créer une base financière plus saine pour la reprise. On semble constater par ailleurs une accélération des gains de productivité, non seulement dans le secteur manufacturier, mais aussi dans les services. Enfin, l'orientation à moyen terme vers un assainissement budgétaire, confirmée comme objectif malgré l'aggravation des déficits budgétaires au cours de la récession, devrait exercer une incidence favorable sur la confiance du secteur privé et les taux d'intérêt à long terme.

La hausse tendancielle du chômage, notamment en Europe, est plus préoccupante. Amorcée au cours des années soixante-dix et quatre-vingt, elle a été renforcée dans de nombreux cas par l'augmentation de la population active due à l'élévation des taux de participation et, quelquefois, à un fort courant d'immigration. Les possibilités d'inverser la tendance à long terme paraissent très limitées, même si la production se redresse et que l'inflation demeure faible. Les efforts entrepris pour atténuer l'extrême dureté de la concurrence sur le marché du travail en Europe ont même pu aggraver le chômage. Malgré la modération remarquable des salaires au cours des années quatre-vingt, il n'y a guère de signes d'assouplissement en profondeur du marché du travail. Quelques exemples tirés d'une longue liste de rigidités dans ce domaine peuvent aider à se faire une idée des



questions et des défis auxquels doivent faire face les responsables de la politique économique. Très souvent, les salaires sont fixés à des niveaux qui ne tiennent pas suffisamment compte de la productivité. Les impôts sur les salaires et les autres coûts de main-d'œuvre non salariaux acquittés par les employeurs pour financer diverses prestations sociales représentent désormais quelque 50% ou plus du coût total du travail dans plusieurs pays d'Europe, érodant ainsi la compétitivité internationale des entreprises. Les indemnités de licenciement élevées, conjuguées à la faible mobilité de la main-d'œuvre, ont conféré à ceux qui disposent d'un emploi une influence disproportionnée ou pratiquement exclusive dans les négociations salariales. On peut le constater en Espagne, où les salaires réels ont continué de croître l'an dernier, en présence d'une stagnation de la production et d'une aggravation du chômage.

Même l'adoption de mesures non orthodoxes ne semble guère avoir infléchi la tendance ascendante du chômage. Quelques pays ont mis en œuvre des systèmes de retraite anticipée ou assoupli les critères d'admission aux pensions d'invalidité, ce qui leur a permis de faire reculer légèrement le chômage. En contrepartie, malheureusement, ces mesures ont souvent creusé le déficit budgétaire et réduit la production potentielle. Plusieurs pays ont recouru à des systèmes de partage du travail, y compris à un raccourcissement de la semaine de travail. Cependant, l'effet sur le chômage a été relativement modéré dans la plupart des cas, en raison de la hausse des salaires horaires ou des gains de productivité. L'assouplissement des horaires a facilité l'emploi de travailleurs à temps partiel dans divers pays, encore que l'augmentation des effectifs reflète en grande partie une entrée plus importante de femmes dans la population active ou le fait que des chômeurs ont accepté un travail à temps partiel tout en recherchant un poste à plein temps.

Globalement, des procédures souples de fixation des salaires, à l'instar de celles qui sont en vigueur aux États-Unis, au Japon et en Autriche, semblent offrir les meilleures chances de contenir le chômage, en dépit des fondements institutionnels très différents de ces systèmes. Aux États-Unis et au Japon, la plupart des salaires se négocient au niveau de l'entreprise ou de la profession et, grâce à une sensibilité élevée des rémunérations à l'évolution du marché – comprenant un système flexible de primes et participation aux bénéfices au Japon –, ces deux pays ont pu s'adapter à des chocs défavorables et à des mutations technologiques, tout en enregistrant une hausse moindre ou simplement temporaire du chômage. En Autriche, les négociations salariales se font par secteur, mais sont coordonnées dans le cadre d'une politique globale des revenus où les revendications sont subordonnées à l'objectif général visant à maintenir un taux de change nominal fixe. Des systèmes de ce genre ne peuvent toutefois guère être facilement copiés par d'autres pays. Pour créer des conditions semblables, il ne suffit évidemment pas d'appliquer des mesures spécifiques sur le marché du travail; il convient plutôt de susciter un état d'esprit général de réalisme et de coopération et une plus grande disposition à utiliser les opportunités que peuvent offrir les marchés.

La lenteur de la croissance et la montée du chômage font surgir inévitablement le spectre du protectionnisme, surtout lorsqu'elles sont associées à une érosion de la compétitivité. Les pays industriels d'Europe occidentale ne sont plus uniquement confrontés à la concurrence des États-Unis et du Japon. De nouveaux concurrents se manifestent, en particulier en Extrême-Orient – et pas seulement les «nouvelles économies industrialisées» – mais aussi en Europe orientale. Un aspect important de la compétitivité tient assurément à l'évolution des cours de change réels. L'appréciation en termes réels des monnaies européennes et la vive dépréciation du dollar EU depuis 1985 ont grandement affecté la compétitivité. Des distorsions temporaires de taux de change entretiennent évidemment l'opinion que tel ou tel pays est «trop» compétitif et tendent ainsi à encourager un sentiment protectionniste. En ce qui concerne l'efficacité du protectionnisme lui-même, le vieux mythe selon lequel une restriction des importations permet de réduire le chômage laisse plutôt sceptique. Certes, limiter les achats à l'étranger peut sauver en courte période des emplois dans les industries exposées à la concurrence étrangère, mais au prix de pertes d'emplois dans d'autres secteurs. Les restrictions accroissent inévitablement les coûts et handicapent par conséquent les producteurs non protégés vis-à-vis de la concurrence; la hausse des prix qui en résulte diminue le pouvoir d'achat réel des ménages. En outre, les restrictions appellent des représailles: un pays enfermé dans un cercle vicieux de mesures de rétorsion commerciales ne ferait que remplacer les emplois hautement rémunérés dans ses secteurs les plus performants par des emplois faiblement rémunérés ailleurs.

Une certaine considération a été accordée récemment à l'argument selon lequel les économies d'échelle dans les industries à technologie de pointe, et les effets induits par celles-ci, peuvent justifier des interventions de l'État dans les échanges commerciaux. Cet argument évoque la protection des industries naissantes, invoquée depuis longtemps pour justifier une exception à la doctrine du libre-échange. Il souligne à juste titre la nécessité de se montrer vigilant à l'égard d'une utilisation éventuelle des échanges et des pratiques restrictives par les partenaires commerciaux pour s'assurer un avantage à long terme. Mais de là à conclure que les échanges de produits de pointe doivent être vigoureusement «gérés» pour empêcher les concurrents de s'adjuger un tel avantage est un raisonnement qui ne tient pas compte d'autres considérations de poids. Tout d'abord, le développement de produits de pointe est si rapide que la structure des échanges et de la production évolue trop vite pour être couverte par le commerce «géré». En outre, l'affaiblissement des disciplines commerciales régissant traditionnellement les échanges laisse consommateurs et producteurs à la merci de groupes de pressions internes et élimine un puissant facteur d'accroissement de l'efficacité. Enfin, et ce n'est pas là le moins important, le commerce «géré» est inévitablement un commerce «politisé». L'une des grandes vertus des accords du GATT est la suivante: étant donné que les gouvernements devaient renoncer à des contrôles directs sur les échanges et permettre aux aspects commerciaux de prendre le dessus, les échanges internationaux ont effectivement connu une expansion considérable au



cours des quarante dernières années. Il est à espérer que, dans le plus haut intérêt commun, le maintien et l'extension de ce système finiront par prévaloir et que les questions en suspens dans l'Uruguay Round seront rapidement résolues.

Compte tenu de ces préoccupations sur trois fronts – croissance, emploi et libre-échange –, qu'advient-il du rôle de la politique macro-économique et de la régulation de la demande en particulier? Le Japon tient une place à part en ce sens qu'il a utilisé des périodes de croissance vigoureuse pour redresser le déséquilibre budgétaire, ce qui lui permet à présent de stimuler sensiblement la demande intérieure. Dans la plupart des pays, l'absence de flexibilité budgétaire – dans des situations où elle pourrait être nécessaire – résulte, avant tout, d'erreurs politiques antérieures, amplifiées par l'effet «boule de neige» de l'endettement public. Dans ces cas, la politique ne peut être que fermement axée sur l'assainissement à moyen terme des finances publiques. S'ils sont crédibles, de tels efforts peuvent contribuer à une nouvelle détente des taux d'intérêt à long terme ou, tout au moins, les empêcher de monter aux premiers stades de la reprise. Ils peuvent également restaurer la confiance de l'opinion publique. En courte période, il faudrait laisser en principe les stabilisateurs automatiques jouer leur rôle, mais uniquement là où la récession est grave et où le déficit structurel ainsi que l'encours d'endettement public ne sont pas excessivement élevés. On aurait aussi intérêt à songer à réaménager les dépenses et recettes en vue d'accroître l'investissement public dans les infrastructures et l'éducation et d'encourager ainsi l'investissement privé futur.

La politique monétaire peut jouer un rôle utile, mais limité, dans la régulation de la demande. L'argument en faveur d'une orientation à moyen terme reste entièrement valable. Cela n'exclut pas des baisses de taux d'intérêt en présence d'un affaiblissement de la demande lorsque les tensions inflationnistes s'atténuent. Les ajustements de parités et une certaine modération des pressions à la hausse sur les coûts salariaux en Allemagne ont enfin permis à l'Europe de participer à la détente monétaire amorcée précédemment en Amérique du Nord et au Japon. L'expérience des pays où ce processus a démarré donne à penser qu'il peut aller très loin sans raviver l'inflation. Cependant, maîtriser durablement l'inflation demeure un défi formidable. En outre, par suite des différences dans les structures financières et les mécanismes de transmission monétaire, les possibilités de recourir à la politique monétaire pour stimuler la demande, tout en contenant l'inflation, varient d'un pays à l'autre. L'expérience acquise durant les années quatre-vingt avec les bulles spéculatives et la tendance de certains cours de change flottants à «surréagir» aux baisses de taux d'intérêt constituent autant de mises en garde dont il faut tenir compte.

Cela nous amène à nous demander si des efforts supplémentaires devraient être entrepris pour asseoir l'activité financière sur des bases plus saines. Il importe instamment de ne pas oublier les enseignements tirés de la gestion du processus de déréglementation, qui s'est accéléré au cours de la dernière décennie. Le Rapport de l'an passé consacrait un chapitre entier à cette question. L'élément nouveau, cette année, est l'extension des pertes sur

prêts à un certain nombre de banques d'Europe continentale, parallèlement à l'aggravation de la crise bancaire dans plusieurs pays nordiques. L'approfondissement de la crise bancaire en Suède et en Finlande a clairement montré que la déréglementation doit s'appuyer sur des politiques micro et macro-économiques prudentes et cohérentes. Cela signifie essentiellement un renforcement de la surveillance et de la réglementation prudentielles et un engagement ferme à long terme contre l'inflation, qui nécessite à son tour un degré élevé de discipline budgétaire. L'expérience de ces pays et, précédemment, de la Norvège a mis en évidence le risque que, en l'absence de garde-fous appropriés, la déréglementation ne se traduise paradoxalement par des interventions plus fréquentes et plus coûteuses de l'État dans le secteur financier, plutôt que l'inverse. Quelle que puisse être leur réticence, les gouvernements sont inévitablement appelés à intervenir dès que se manifeste un risque de crise financière mettant en danger l'économie réelle. Les banques centrales peuvent également être incitées à abaisser leur garde contre l'inflation.

Il peut être tentant de penser que l'intervention du gouvernement peut, d'un coup de baguette magique, éliminer les coûts des difficultés financières. Certes, il est possible de contrecarrer des assauts déstabilisateurs lancés contre des banques, à la fois par la clientèle d'entreprises et les particuliers. La reconstitution des fonds propres des établissements affectés peut éviter de sévères restrictions des prêts. Les pertes peuvent être largement réparties, atténuant l'impact financier pour certains secteurs de la population. Pourtant, les coûts de l'intervention demeurent réels. Les conditions de concurrence sont inévitablement faussées entre les établissements faibles, qui bénéficient de soutiens, et les autres, qui n'en reçoivent pas. La fourniture de l'aide elle-même, quel que soit le soin mis à l'administrer, risque d'éroder les incitations à adopter des comportements prudents et de déboucher sur de plus grands problèmes. Les charges qui pèsent sur les finances publiques peuvent devenir excessives, et le sont déjà d'ailleurs dans quelques cas. En présence surtout d'un volume élevé d'exigibilités externes, les limites des possibilités de financement peuvent être rapidement mises à l'épreuve.

Les coûts liés au règlement des difficultés financières incitent à accorder une plus grande place à la prévention. En dépit des efforts notables entrepris ces dernières années pour préserver l'intégrité du système financier, beaucoup reste à faire dans le domaine de la réglementation et de la surveillance prudentielles pour prendre en compte les nouvelles réalités de marché, tant à l'échelon national qu'international. Au niveau micro-prudentiel figurent en bonne place: la surveillance consolidée, sous une forme ou une autre, des structures organiques complexes; une plus grande coopération entre les différentes autorités de surveillance; et l'extension de la couverture des normes de fonds propres au-delà du risque de crédit. Les propositions publiées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en avril 1993, qui élargissent le dispositif des normes de fonds propres aux risques de marché et à la mesure du risque de taux d'intérêt, constituent un pas dans cette direction. En ce qui concerne les liens entre établissements



et marchés, il importe de faire en sorte que les compartiments des instruments dérivés et les systèmes de paiement et de règlement opèrent sous la protection de sauvegardes appropriées. De plus, pour mettre en place toutes ces lignes de défense, les autorités seront inévitablement amenées à s'interroger sur le dosage équilibré entre discipline de marché et intervention officielle. Limiter le «risque subjectif» et améliorer la publication d'informations constituent des objectifs-clés dans ce contexte.

En ce qui concerne l'Europe orientale, les efforts résolus de stabilisation commencent à présent à porter leurs fruits, mais la route est encore longue. La mise en place d'une économie de marché requiert des modifications de l'ensemble du paysage économique, des institutions politiques et économiques, surtout financières, ainsi que des habitudes des personnes. Ce processus ne peut être accéléré au-delà d'un certain point. La cohérence des politiques économiques au cours de cette période revêt un rôle essentiel, car elle permet aux agents économiques de prévoir la direction dans laquelle s'orienteront les réformes. Une telle cohérence est difficile à réaliser en présence d'une baisse de la production et d'une montée du chômage, mais elle peut être confortée par l'aide extérieure. Dans le cas de l'Allemagne, cet effort a revêtu en partie la forme d'importants transferts publics. En Europe orientale, l'assistance technique et les prêts multilatéraux ont joué un rôle majeur aux premiers stades de la réforme. L'accès aux marchés occidentaux a été tout aussi essentiel. Il a non seulement orienté le processus de restructuration des entreprises, mais contribué également à limiter la chute de la production. Cela a accru le soutien populaire aux politiques gouvernementales fondées sur une intégration économique et politique plus complète avec l'Ouest. C'est pourquoi les restrictions récentes imposées par certains pays industriels aux importations en provenance de l'Europe orientale sont d'autant plus regrettables, compte tenu notamment de l'excédent commercial bilatéral des pays industriels avec cette région (quelque \$6 milliards, abstraction faite de l'ex-Union soviétique). Ces restrictions sont perçues en Europe orientale comme une véritable reculade par rapport à l'engagement précédent de soutenir le processus de transformation.

La stabilisation macro-économique est toujours absente dans la plupart des régions de l'ex-Union soviétique. Elle restera hors d'atteinte tant que les républiques ne choisiront pas clairement entre l'adoption d'une monnaie qui leur est propre ou l'acceptation de la banque centrale russe comme seule autorité d'émission. Les autres conditions préalables pour une régulation monétaire efficace sont la réduction des déficits budgétaires et le freinage de l'expansion du crédit aux entreprises déficitaires. De telles politiques auront de meilleures chances de succès si elles s'appuient sur un engagement ferme des pays industriels occidentaux d'apporter un volume élevé de ressources, sous réserve de la mise en œuvre de programmes d'ajustement déterminés. Les exemples de l'Estonie et de la Lettonie incitent à l'optimisme à cet égard et l'engagement occidental en faveur de la stabilisation en Russie a également pris des formes plus concrètes ces derniers mois. La question à présent est de savoir si le gouvernement russe peut

réaliser et préserver un consensus suffisamment solide sur un programme de stabilisation, qui doit demeurer une condition préalable au soutien durable de l'Occident – et ce indépendamment du bénéfice que l'Occident peut en retirer.

Pour en venir à la quatrième question soulevée au début de la Conclusion, à savoir l'avenir des relations de change, quels enseignements peuvent être tirés de l'agitation sur les marchés des changes européens?

La crise a éclaté (comme c'est généralement le cas) sous l'effet conjugué de plusieurs évolutions et circonstances défavorables. Deux d'entre elles – les distorsions des cours de change et le niveau élevé des taux d'intérêt à court terme allemands – ont été à présent corrigées ou sont en voie de l'être. Dans le même temps, les relations de change entre cinq monnaies ont résisté à une rude épreuve. On peut donc estimer que la crise est terminée. Cependant, même si cette opinion relativement optimiste, mais nullement déraisonnable, est confirmée dans les prochains mois, il serait imprudent de ne pas tirer la leçon des événements passés, à la fois pour les pays européens qui souhaitent maintenir des engagements de change explicites et pour ceux qui ont un cours de change flottant.

La crise sur les marchés des changes a démontré que la capacité des mouvements de capitaux privés d'influer sur les cours de change s'est accrue de façon spectaculaire ces dix à quinze dernières années. Les raisons en sont patentes. Le démantèlement des contrôles des changes et, plus généralement, la déréglementation ont créé un nouvel environnement. L'accumulation massive de créances et dettes financières, tant sur le plan interne qu'à l'échelle internationale, a généré un énorme volume de fonds qui peuvent se déplacer très vite d'une monnaie à une autre. Un facteur supplémentaire a été l'émergence d'une stratégie de gestion dynamique des actifs et passifs, encouragée par les vagues successives d'innovations financières et les progrès de plus en plus rapides de l'informatique et des technologies de communication. Étant donné que les fluctuations de change influencent notablement les rendements des placements financiers internationaux, les gestionnaires de portefeuilles sont tenus de se faire une idée des modifications éventuelles ou probables des cours de change et peuvent souvent, en agissant en conformité avec leur opinion, contribuer eux-mêmes à la réalisation de leurs anticipations.

Les autorités ne peuvent donc pas se permettre d'ignorer le rôle crucial des anticipations. Si elles souhaitent réaliser leurs objectifs de taux de change, elles devront agir sur ces anticipations, ou tout au moins éviter d'en susciter qui soient défavorables. La difficulté à cet égard réside dans le fait que, dans le monde transparent actuel, les informations que possèdent les opérateurs ne sont que rarement en retrait par rapport à celles dont disposent les autorités. D'où l'importance d'entreprendre des actions crédibles. La crédibilité, cependant, ne dépend pas seulement des intentions des responsables de l'action gouvernementale ni même de l'efficacité de leur politique, mais aussi de la viabilité des politiques elles-mêmes.

En pratique, cela signifie que le recours à l'instrument le plus direct pour agir sur le marché des changes, à savoir les interventions, doit pouvoir



s'appuyer sur des modifications de taux d'intérêt. De telles modifications permettent tout à la fois d'augmenter le coût de la spéculation et de signaler clairement un infléchissement de la politique monétaire. Mais pour que cette stratégie soit efficace, il faut que les marchés des capitaux soient convaincus que les ajustements de taux d'intérêt sont durables, et qu'ils seront maintenus sur une période suffisamment longue. Les marchés fonderont leur jugement non seulement sur leur perception de la détermination des autorités de s'en tenir à leur objectif, mais également sur leur évaluation de l'aptitude de ces autorités à le faire – et c'est là que les données fondamentales de l'économie, tout comme la situation politique des pays concernés, revêtent une importance aussi capitale.

Dans quelle mesure ces considérations affectent-elles spécifiquement le fonctionnement du mécanisme de change du SME? Premièrement, s'il est vrai que les engagements de change devront contribuer à modérer les penchants inflationnistes des gouvernements et agents économiques (ce qui est l'un des objectifs de tels engagements), ils ne pourront jouer ce rôle sur une longue période que si les marchés financiers sont persuadés que les facteurs internes responsables de l'inflation sont bien maîtrisés. Si les marchés n'en sont pas convaincus, ils imposeront un ajustement des parités. Pour éviter de subir cette contrainte, les autorités devront essayer d'identifier de telles situations et, si possible, s'accorder sur des réalignements préventifs. Deuxièmement, elles devront soigneusement évaluer les avantages respectifs d'un réalignement individuel et d'un réaménagement général. Ce dernier peut être considéré plus acceptable politiquement parlant. Mais, à en juger par l'expérience récente, l'accumulation graduelle de multiples tensions peut déboucher sur un processus de décision qui, sous la pression de la spéculation, risque de se révéler incontrôlable. Troisièmement, cependant, si des attaques se dirigeaient contre des monnaies de pays dont l'économie est fondamentalement saine et où la détermination des autorités est sans équivoque, il faudrait s'y opposer. Cette défense devrait comporter non seulement des interventions et des modifications de taux d'intérêt, mais mettre également en relief la nature multilatérale de l'engagement.

La combinaison de réalignements plus fréquents dans le cas de pays dont les données fondamentales ne sont pas saines avec la préservation de la stabilité des changes dans les autres ne serait, à l'évidence, pas facile à gérer, que ce soit techniquement ou lorsque les réalignements requièrent des décisions politiques. On pourrait être tenté notamment d'ajuster trop rapidement les parités. Les effets contraignants de l'engagement de change sur le comportement des gouvernements et/ou des agents économiques pourraient s'en trouver affaiblis. De plus, des réalignements trop importants ou trop fréquents risqueraient de perturber les relations de change, même pour les pays bénéficiant d'une situation économique fondamentalement saine. Une solution pourrait consister à renforcer les engagements de change propres à ces pays et à accélérer leur accession à l'union monétaire. Certains pourraient juger cette perspective acceptable, d'autres non. Mais l'alternative risque d'être le maintien de la configuration actuelle d'arrangements de

cours de change hétéroclites et potentiellement très instables, avec un régime de flottement pour deux grandes monnaies.

En tout état de cause, l'accroissement spectaculaire de la mobilité des capitaux peut également poser de sérieux problèmes pour les monnaies flottantes. Les forces du marché ont conduit par moments – en liaison parfois il est vrai avec des politiques erronées – à des fluctuations considérables à moyen terme des cours de change effectifs réels, qui les ont manifestement éloignés de l'équilibre interne et externe, ce qui pouvait se constater même sans le bénéfice du recul. De telles distorsions augmentent l'incertitude des dirigeants d'entreprise et risquent donc de provoquer un ajournement ou une annulation des décisions d'investissement ainsi qu'une mauvaise allocation des ressources productives à l'échelle internationale et de puissantes pressions protectionnistes. Ces distorsions pourraient fort bien réapparaître et se révéler particulièrement dommageables si elles devaient affecter les monnaies de pays entretenant d'étroites relations commerciales. D'où l'intérêt d'essayer de les endiguer.

Cependant, le nouvel environnement rend un tel effort, aussi souhaitable soit-il, plus difficile à réaliser. Assurément, l'instabilité du marché des changes à très court terme peut être atténuée dans une certaine mesure par des interventions pratiquées au moment opportun et l'ampleur des fluctuations des taux de change réels à moyen terme peut être modérée par l'application de politiques économiques saines et internationalement compatibles. Il ne faudrait toutefois pas surestimer la probabilité d'une correction efficace des distorsions en dehors du cadre contraignant d'un engagement de taux de change explicite.

Étant donné que les mouvements des cours de change réels exercent une incidence majeure sur l'économie interne, les pays qui ont mis récemment leur monnaie en flottement ne devront jamais perdre de vue pour autant l'aspect taux de change dans l'élaboration de leur politique monétaire et autres stratégies, même si, pour l'instant, ils n'ont pas d'engagement de change explicite. Jusqu'à présent, des conditions favorables ont permis de réduire sensiblement les taux d'intérêt à court terme. Ces derniers mois, les cours des monnaies européennes mises en flottement semblent s'être stabilisés (voire appréciés) après une baisse initiale, et les tensions inflationnistes sont restées en grande partie apaisées. Cependant, si une modification de l'opinion des marchés des changes menace d'entraîner une dépréciation par trop marquée de leur monnaie, ces pays doivent demeurer vigilants à l'égard des risques inflationnistes – et se tenir prêts à relever les taux d'intérêt. Les gains durement acquis dans la lutte contre l'inflation pourraient être facilement perdus.

Si la vigilance générale en matière d'inflation est maintenue et si tous les agents économiques ont pleinement conscience de cette détermination, les perspectives globales de contenir l'inflation à un bas niveau se présentent sous un jour favorable. Il ne faudrait pas oublier que les faibles taux d'inflation observés tout au long de la phase conjoncturelle actuelle ne reflètent pas des effets exceptionnels d'une baisse des prix ou d'autres facteurs spéciaux comme en 1986, mais qu'ils sont plutôt le fruit de plusieurs



années de politiques monétaires résolument anti-inflationnistes. Pour l'heure, peu de signes indiquent une réaccélération de l'inflation dans les pays qui sortent de la récession. De fait, les progrès impressionnants de productivité constatés dans certains d'entre eux, et qui pourraient eux-mêmes résulter des pressions exercées sur les coûts dans un environnement faiblement inflationniste, devraient permettre de contenir à l'avenir l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre. La politique monétaire demeure évidemment la clé du succès sur le front de l'inflation et, comme indiqué précédemment, une tâche difficile attend les autorités.

Pour ce qui est des bienfaits de la maîtrise de l'inflation, l'expérience des pays en développement est encourageante. L'un des facteurs ayant contribué à la croissance remarquable dans les nouvelles économies industrialisées et autres pays d'Asie a été leur niveau modéré de hausse des prix. En outre, dans la plupart des pays d'Amérique latine, la réorientation des politiques vers la stabilité a comprimé l'inflation, et la croissance de la production est plus forte que durant les années quatre-vingt, à présent que les charges d'endettement sont sensiblement allégées. Comparée aux évolutions antérieures en Amérique latine, cette expérience récente montre que, s'il est possible de stimuler temporairement la production en laissant l'inflation s'accroître et l'endettement extérieur s'amplifier, une croissance durable n'est réalisable que dans un environnement faiblement inflationniste.

Outre l'inflation modérée, la bonne tenue de l'épargne et la vigueur de l'investissement, jointes à des déficits budgétaires modestes (ou à des excédents) et à des gains de productivité substantiels, ont été les principales caractéristiques des résultats impressionnants en matière de croissance dans les NEI et leur ont ainsi permis de compenser l'incidence d'une augmentation plus faible des importations des pays industriels. Et pourtant, malgré des ratios épargne/PIB de 35% ou plus, les NEI se trouvent elles-mêmes confrontées au défi d'autres pays hautement compétitifs d'Asie. Ainsi, tout comme dans les pays plus développés, dans un proche avenir leur croissance risque d'être plus lente que dans le passé en raison de l'affaiblissement de la compétitivité. Mais leur expérience constitue, à n'en pas douter, l'une des nouvelles les plus encourageantes de la période sous revue. Le processus de développement dans des pays jusque-là pauvres gagne à présent un pays après l'autre en Extrême-Orient et s'étend aussi progressivement en Amérique latine. Il est à espérer que ce processus d'apprentissage mutuel ne s'arrêtera pas de sitôt.

Bâle, le 27 mai 1993

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Directeur Général

## Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1993



# Bilan au 31 mars 1993

(en francs or – voir note 1)

<b>Actif</b>		
Or .....		4 726 895 651
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue .....		7 557 219
Bons du Trésor .....		2 175 383 708
<b>Dépôts à terme et avances</b>		
Or		
À 3 mois au maximum .....	158 973 875	
À plus de 3 mois .....	254 015 099	
Monnaies		
À 3 mois au maximum .....	35 280 021 131	
À plus de 3 mois .....	<u>5 903 854 656</u>	
		41 596 864 761
<b>Titres du secteur public et autres titres à terme</b>		
À 3 mois au maximum .....	8 210 111 292	
À plus de 3 mois .....	<u>3 218 167 017</u>	
		11 428 278 309
Divers .....		31 469 810
Terrain, immeubles et installations .....		<u>1</u>
		<u>59 966 449 459</u>

## Note 1:

Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,941 49...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

## Note 2:

Au 31 mars 1993, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 110 573 384 francs or.

Avant                      Après  
répartition du bénéfice  
net de l'exercice

**Passif**

**Capital**

Autorisé: 600 000 actions de 2 500 francs or chacune    1 500 000 000  
Émis: 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 ..... 672 816 157  
Fonds spécial de réserve de dividendes ..... 42 530 055  
Fonds de réserve libre ..... 603 066 872

1 348 483 397

30 070 313  
703 116 157  
47 530 055  
668 766 872

1 449 483 397

**Dépôts (or)**

**Banques centrales**

À vue ..... 4 334 083 270  
À 3 mois au maximum ..... 29 967 132  
À plus de 3 mois ..... 3 204 883

**Autres déposants**

À vue ..... 399

4 367 255 684

4 367 255 684

**Dépôts (monnaies)**

**Banques centrales**

À vue ..... 1 755 962 355  
À 3 mois au maximum ..... 47 699 381 714  
À plus de 3 mois ..... 863 467 791

**Autres déposants**

À vue ..... 89 375 240  
À 3 mois au maximum ..... 1 737 255 922  
À plus de 3 mois ..... 2 308 893

52 147 751 915

52 147 751 915

**Système de prévoyance du personnel** ..... 172 105 388

172 105 388

172 105 388

**Divers** ..... 1 495 254 533

1 495 254 533

1 495 254 533

**Compte de profits et pertes** ..... 139 895 417

139 895 417

—

**Dividende payable le 1er juillet 1993** ..... —

—

38 895 417

59 966 449 459

59 966 449 459

**Rapport des commissaires-vérificateurs au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle**

À 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 1993 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 30 avril 1993

PRICE WATERHOUSE



# Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1993  
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation .....	211 683 340
Moins: Frais d'administration	
Conseil d'administration .....	755 908
Direction et personnel .....	32 182 425
Frais de bureau et divers .....	<u>16 317 288</u>
	<u>49 255 621</u>
Excédent net d'exploitation .....	162 427 719
Moins: Montants transférés à la	
Provision pour frais d'administration exceptionnels ....	3 295 256
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement .....	<u>19 237 046</u>
	<u>22 532 302</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1993 .....	139 895 417
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: 240 francs suisses par action sur 473 125 actions ..	<u>38 895 417</u>
	101 000 000
Transfert au Fonds de réserve générale .....	<u>30 300 000</u>
	70 700 000
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes .....	<u>5 000 000</u>
	65 700 000
Transfert au Fonds de réserve libre .....	<u>65 700 000</u>
	<u>—</u>

# Évolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1993  
(en francs or)

## I. Évolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1992-93

	Fonds de réserve légal	Fonds de réserve général	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1992, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1991-92 ....	30 070 313	672 816 157	42 530 055	603 066 872
À ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1992-93 .....	—	30 300 000	5 000 000	65 700 000
Soldes au 31 mars 1993 tels qu'ils apparaissent au bilan .....	30 070 313	703 116 157	47 530 055	668 766 872

## II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1993 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or .....	295 703 125	366 352 433	662 055 558
Monnaies .....	—	1 083 130 964	1 083 130 964
	295 703 125	1 449 483 397	1 745 186 522



## Conseil d'administration

Bengt Dennis, Stockholm  
Président du Conseil d'administration,  
Président de la Banque

The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londres  
Vice-Président

Bernard Clappier, Paris  
Dr Lamberto Dini, Rome  
Dr W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Dr Antonio Fazio, Rome  
Prof. Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main  
Jacques de Larosière, Paris  
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londres  
Dr Markus Lusser, Zurich  
Prof. Dr Helmut Schlesinger, Francfort-sur-le-Main  
Alfons Verplaetse, Bruxelles  
Philippe Wilmès, Bruxelles

### *Suppléants*

A. D. Crockett, Londres, ou  
T.A. Clark, Londres  
Hervé Hannoun, Paris, ou  
André Robert, Paris  
Jean-Jacques Rey, Bruxelles  
Dr Carlo Santini, Rome  
Dr Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main, ou  
Dr Wolfgang Rieke, Francfort-sur-le-Main

## Direction

Alexandre Lamfalussy	Directeur Général
Rémi Gros	Directeur Général Adjoint, Chef du Département bancaire
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Horst Bockelmann	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
G.M. Gill	Chef Adjoint du Département bancaire, Directeur
Marten de Boer	Directeur, Sécurité opérationnelle, Comptabilité, Contrôle budgétaire
Dr Renato Filosa	Directeur, Département monétaire et économique
Prof. Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur
Jean Vallet	Secrétaire Général Adjoint
André Bascoul	Directeur Suppléant, Secrétariat général
Dr Kurt Spinnler	Directeur Suppléant, Département bancaire
Dr Joseph R. Bisignano	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent du FECOM
P.C. Bridge	Directeur Adjoint, Département bancaire
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Yukio Iura	Directeur Adjoint, Département bancaire
Alexander Radzyner	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Claude Sivy	Directeur Adjoint, Contrôle Sécurité opérationnelle
Günter Pleines	Directeur Adjoint, Département bancaire
Robert von Werra	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
F.C. Musch	Secrétaire Général du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Département monétaire et économique
J.A. Bispham	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
Daniel Lefort	Directeur Adjoint, Service juridique
Dr Gunter D. Baer	Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs des banques centrales des États membres de la CEE



