
BANQUE DES RÈGLEMENTS
INTERNATIONAUX

60ème RAPPORT ANNUEL

1er AVRIL 1989–31 MARS 1990

BÂLE, 11 JUIN 1990

Banque des Règlements Internationaux

60ème Rapport annuel

1er avril 1989 – 31 mars 1990

Bâle, 11 juin 1990

Table des matières

	Page
Introduction	1
I. Une année de changements spectaculaires	3
II. Evolution générale de la situation économique en 1989	9
Faits saillants	9
Les pays industriels	11
<i>Les trois principales économies</i>	15
<i>Autres grandes économies industrielles</i>	20
<i>Autres pays industriels</i>	23
Prix, coûts et marges bénéficiaires	25
Salaires, productivité et noyau d'inflation sous-jacente	30
Evolution dans les pays en développement	37
<i>Croissance de la production et du revenu réel</i>	37
<i>Inflation</i>	41
<i>Transferts de ressources et schémas d'ajustement</i>	42
<i>Schémas d'ajustement: quelques exemples</i>	45
Pays d'Europe de l'Est: le processus de réforme économique	49
<i>Le double problème de l'inefficience de l'offre et des déséquilibres</i> <i>macro-économiques</i>	49
<i>Les principales caractéristiques d'une économie à planification centralisée</i>	54
<i>Les tentatives de réforme passées</i>	56
<i>Les principaux aspects de la réforme</i>	58
<i>L'état actuel de la réforme</i>	63
III. Echanges et paiements internationaux	66
Faits saillants	66
Commerce international	67
Réduction des déséquilibres américain et japonais	72
Accroissement des déséquilibres européens	77
Autres pays industriels et ENI d'Asie	86
Déséquilibres internationaux et épargne et investissement	88
Tendances des mouvements de capitaux	90
Financement des déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels	94
Evolution des balances des paiements courants des pays en développement	97
Financement extérieur des pays en développement	102
IV. Marchés nationaux des capitaux	105
Faits saillants	105
Cours des actifs financiers	106
<i>Taux d'intérêt</i>	106
<i>Cours des actions</i>	110

	Page
Les marchés de l'immobilier	115
<i>Prix de l'immobilier: tendances et composantes</i>	115
<i>Problèmes soulevés</i>	119
Participation des banques aux opérations à effet de levier	124
Réglementation et surveillance prudentielles	133
<i>Réforme de l'activité des caisses d'épargne aux Etats-Unis</i>	133
<i>Marché unique européen des services financiers</i>	134
<i>Surveillance des maisons de courtage et du risque de position des banques</i>	136
V. Marchés internationaux des capitaux	138
Faits saillants	138
Vue d'ensemble	139
Le secteur bancaire international	140
<i>Evolution des agrégats globaux</i>	140
<i>Evolution dans les divers centres</i>	142
<i>Activité directe des banques déclarantes avec le secteur non bancaire intra-zone</i>	144
<i>Evolution de l'activité avec les pays extérieurs à la zone</i>	147
<i>Composition par monnaie de l'activité sur les marchés des eurodevises et de l'écu</i>	149
<i>Structure par nationalité des prêts bancaires internationaux</i>	150
<i>Marché des prêts consortiaux</i>	152
Les marchés internationaux des titres	152
<i>Le marché des euro-effets</i>	152
<i>Le marché obligataire international</i>	155
<i>Les marchés des instruments financiers dérivés</i>	162
La situation de l'endettement international	169
VI. Evolutions et politiques monétaires	177
Faits saillants	177
Conduite de la politique monétaire durant l'année écoulée	178
<i>Politiques de taux d'intérêt contrastées dans les plus grandes économies</i>	178
<i>Politiques monétaires dans les pays participant au mécanisme de change du SME</i>	181
<i>Politiques monétaires dans les autres pays industriels</i>	184
Objectifs intermédiaires et indicateurs de la politique monétaire	185
<i>Objectifs d'agrégats monétaires</i>	185
<i>Normes d'expansion du crédit</i>	189
<i>Taux de change comme objectifs et indicateurs</i>	192
<i>Résultats des politiques plus éclectiques menées depuis 1987</i>	193
Instruments de politique monétaire et intégration financière internationale	194
<i>Instruments de régulation du marché monétaire</i>	195
<i>Instruments de contrôle réglementaire</i>	196
Objectifs finals et cadre institutionnel	197
<i>Stabilité des prix</i>	197
<i>Indépendance de la banque centrale</i>	198
<i>Union économique et monétaire au sein de la Communauté européenne</i>	199
<i>Union monétaire allemande</i>	200

	Page
VII. Le système monétaire international	202
Faits saillants	202
Marchés des changes	203
<i>Evolution sur le marché du dollar EU</i>	203
<i>Evolution des taux bilatéraux</i>	209
<i>Perspectives d'évolution des taux de change à plus long terme</i>	212
<i>Evolution au sein du SME</i>	215
Production et marché de l'or	218
Liquidités internationales	223
L'étude de 1989 sur les marchés des changes	230
VIII. Activités de la Banque	234
Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales	234
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee)	236
<i>Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)</i>	236
<i>Agent du Système de compensation et de règlement de l'écu privé</i>	238
Assistance financière aux banques centrales	238
Opérations du Département Bancaire	239
<i>Passif (composition des ressources)</i>	240
<i>Actif (utilisation des ressources)</i>	243
Bénéfice net et répartition	245
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction	246
Conclusion	248
—————	
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1990	263
Conseil d'administration	268
Direction	269

Liste des graphiques (*) et tableaux

	Page
Evolution générale de la situation économique en 1989	
Croissance de la production mondiale	10
Taux de chômage*	12
Soldes budgétaires des administrations publiques	14
Endettement public brut et déficit de l'administration publique*	16
Variation du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande dans les grands pays industriels	17
Variation du PIB en volume et de la formation brute de capital fixe dans les autres pays industriels	25
Prix à la consommation	26
Variation des prix, coûts et marges bénéficiaires	28
Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité dans l'industrie manufacturière	32
Noyau d'inflation sous-jacente et coûts unitaires de main-d'œuvre*	35
Croissance du PIB dans les pays en développement	39
Facteurs externes influençant l'évolution de la production	40
Inflation dans les pays en développement	41
Transferts nets de ressources et variation des soldes financiers	43
Transferts nets de ressources et variation des soldes financiers*	46
Chiffres publiés de la croissance de la production en Europe de l'Est et en Europe de l'Ouest	50
Indicateurs économiques publiés par la République fédérale d'Allemagne et la République démocratique allemande	51
Epargne et salaires en Europe de l'Est et en Europe de l'Ouest	52
Estimations des balances des paiements courants et de la dette extérieure en monnaies convertibles	53
 Echanges et paiements internationaux	
Balances des paiements courants et avoirs extérieurs nets*	67
Indicateurs du commerce mondial*	68
Croissance du commerce mondial par principaux groupes de pays*	69
Echanges mondiaux de biens et services	70
Demande interne relative et taux de change effectifs réels*	74
Balance des paiements courants des Etats-Unis	75
Balance des paiements courants du Japon	76
Déséquilibres des paiements courants en Europe*	78
Balances des paiements courants des pays industriels et des ENI d'Asie	79
Croissance de la demande interne et variation de la balance commerciale réelle entre 1987 et 1989*	80
Balance des paiements courants de l'Allemagne	81
Prix relatifs à la consommation dans certains pays européens, exprimés en une monnaie commune	83
Echanges de biens de production et de consommation de certains pays industriels	85
Importance des échanges de biens de production dans les années quatre-vingt*	85
Epargne et investissement dans certains pays déficitaires et excédentaires*	89
Mouvements de capitaux de treize pays industriels	92

	Page
Financement des principaux déséquilibres des paiements courants	
dans les pays industriels	95
Balances globales des paiements courants	98
Indicateurs du commerce extérieur de certains groupes de pays en développement ..	100
Pays en développement: financement extérieur des déficits des paiements courants (estimations)	102
 Marchés nationaux des capitaux	
Taux d'intérêt nominaux et inflation*	107
Prime des titres en dollars: taux d'intérêt à court terme et rendement des obligations d'Etat	110
Cours sur les marchés boursiers et mini-krach d'octobre 1989	111
Cours sur les marchés boursiers*	112
Variabilité des cours sur les marchés boursiers*	114
Hausses des prix du logement dans les grandes villes, en termes réels	115
Prix de l'immobilier et cours des actions, en termes réels*	116
Hausses des loyers des bureaux dans les grandes villes, en termes réels	118
Prix de l'immobilier d'entreprise et loyers des bureaux à Tokyo*	119
Prêts immobiliers des banques commerciales	121
Prêts bancaires immobiliers dans certains pays	124
Obligations à haut risque (OHR) et opérations à effet de levier*	126
Engagement total dans le cadre des OEL de treize des plus grands holdings bancaires aux Etats-Unis	127
Caractéristiques des cessions de prêts commerciaux et industriels par les banques	128
Portefeuille de prêts des banques commerciales américaines au milieu de 1989	132
 Marchés internationaux des capitaux	
Activité sur les marchés internationaux des capitaux*	139
Prêts nets sur les marchés internationaux (estimations)	140
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	141
Evolution dans les divers centres	143
Activité directe des banques déclarantes avec le secteur non bancaire intra-zone	146
Activité des banques déclarantes avec les pays extérieurs à la zone	148
Répartition par monnaie des positions en devises des banques déclarantes	150
Différentes catégories d'avoirs et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques	151
Principales caractéristiques du marché des euro-effets	153
Principales caractéristiques de l'activité sur le marché obligataire international	155
Rendements de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars*	156
Structure par catégorie et par monnaie des émissions d'obligations internationales ...	157
Volume des émissions d'obligations et taux de change effectif du dollar EU*	158
Volume des émissions d'obligations liées aux actions*	159
Pays d'origine des émetteurs d'obligations internationales	161
Instruments dérivés négociés sur les marchés organisés à travers le monde	164

	Page
Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt à fin 1988	167
Composition des contrats d'échange de devises à fin 1988	168
Evolution de l'endettement extérieur et du service de la dette des principaux pays débiteurs*	170
 Evolutions et politiques monétaires	
Taux d'intérêt officiels et taux du marché*	180
Taux d'intérêt des instruments interbancaires à trois mois*	182
Agrégats de monnaie et du crédit: objectifs et taux d'expansion	186
Tensions potentielles sur les prix et inflation*	189
Expansion du crédit bancaire au secteur privé*	190
 Le système monétaire international	
Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au dollar EU*	204
Variations des réserves en devises de certains pays*	205
Taux d'intérêt nominaux dans certains pays*	207
Taux de change bilatéraux de certaines monnaies par rapport au deutsche mark*	209
Taux de change effectifs réels des principales monnaies*	213
Ecarts de taux d'intérêt nominaux dans les pays du MCE*	216
Positions des monnaies participantes dans la bande de fluctuation du MCE*	218
Origine et utilisation de l'or (estimations)	219
Production d'or dans le monde	221
Cours de l'or et des produits de base et taux de change DM/\$EU*	222
Réserves globales autres que l'or et croissance du commerce international	223
Variations des réserves globales	225
Variations des réserves officielles autres que l'or de divers pays	228
Activité des marchés des changes en avril 1989	231
Croissance des marchés des changes, du commerce international et de l'activité bancaire internationale	233
 Activités de la Banque	
Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1990	237
Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices	239
Evolution des ressources au cours des cinq derniers exercices	240
Fonds empruntés d'après leur origine	241
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	242
Evolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature	243
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir	244

60ème Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire
de la Banque des Règlements Internationaux
tenue à Bâle le 11 juin 1990*

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le soixantième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1989 et clos le 31 mars 1990.

Après transfert de 9.014.556 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, de 5.000.000 de francs or à la Provision pour immeubles et de 8.500.000 francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 104.330.524 francs or, contre 94.885.615 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 32.330.524 francs or au paiement d'un dividende de 200 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 21.600.000 francs or au Fonds de réserve générale, 4.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 46.400.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1989-90 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1990.

I. Une année de changements spectaculaires

L'année 1989 restera dans les annales comme celle qui a vu s'opérer des changements spectaculaires dans plusieurs économies à planification centralisée d'Europe de l'Est. Bien que ces mutations aient revêtu jusqu'à présent un caractère essentiellement politique et traduisent un désir généralisé de liberté démocratique, elles ont été induites par un certain nombre de facteurs et, en premier lieu, l'impossibilité dans laquelle se sont trouvées ces économies de «tenir leurs promesses». Etant donné que le débat en cours depuis un siècle sur les avantages et inconvénients des différentes méthodes d'organisation de l'activité économique a toujours été surtout idéologique et n'a guère été influencé par des faits concrets, la signification des événements récents en Europe de l'Est dépasse largement le cadre des pays directement concernés. On peut affirmer sans exagération que le fond même du débat sur les divers systèmes économiques s'en trouve modifié.

Les discussions relatives à l'adoption de mesures spécifiques de politique économique dans les pays non socialistes en portent également l'empreinte. Les insuffisances évidentes des systèmes régis exclusivement par des directives gouvernementales affecteront nécessairement les choix offerts aux responsables, dans quelques domaines particuliers, entre approche de marché et interventionnisme. Même avant les récents événements, on constatait dans un certain nombre de pays, y compris dans le Tiers Monde, une propension accrue à se tourner vers des solutions s'inspirant des lois du marché. Cette tendance ira assurément en se renforçant, au fur et à mesure que l'on percevra clairement toutes les implications de l'effondrement simultané des régimes socialistes d'Europe de l'Est.

Cet effondrement, qui survient après une quarantaine d'années d'existence de ces régimes, n'est pas le résultat de chocs externes mais de l'accumulation de problèmes auxquels la planification centralisée, conjuguée à la propriété de l'Etat, n'a pas été en mesure de prêter une attention suffisante, ni de consacrer les ressources nécessaires. En fin de compte, il ne s'est pas agi simplement d'une incapacité d'investir dans des équipements modernes ou de préserver l'état de fonctionnement de l'appareil de production existant; même l'approvisionnement courant en biens de consommation n'a pu être maintenu au niveau, pourtant modeste, auquel la population avait adapté ses propres attentes. Le contraste saisissant avec le regain de dynamisme des économies occidentales semble avoir privé les gouvernements, dans certains pays socialistes tout au moins, du peu de confiance que la population pouvait encore avoir dans leur capacité de sortir leurs économies du marasme. Leur volonté de conserver le pouvoir politique s'en est trouvée apparemment altérée. Ils ont clairement reconnu que le système

lui-même était en cause et qu'une rupture complète avec le passé s'imposait. Dès qu'il s'est amplifié, le vent du changement a touché l'ensemble des pays souffrant des mêmes maux. Il n'en demeure pas moins qu'un facteur essentiel au niveau politique a été le fait que l'Union soviétique ait accepté la libéralisation dans ces pays, au moment où elle se trouvait elle-même aux prises avec des problèmes semblables et s'engageait dans un processus, moins radical il est vrai, de restructuration politique et économique.

Le passage à de nouveaux mécanismes de politique économique constituera néanmoins une tâche très ardue et requerra de la part des nouveaux dirigeants et de ceux qui les ont portés au pouvoir une énorme patience, du discernement, de la détermination et de la persévérance. Ils ne pourront s'inspirer d'aucun schéma préétabli pour opérer les transformations requises, et les actions à entreprendre sont, pour bon nombre d'entre elles, interdépendantes; l'idéal serait de les mener simultanément; voilà qui est plus facile à dire qu'à faire. L'accent a été mis depuis longtemps déjà, dans plusieurs pays occidentaux, sur la nécessité de prendre en compte l'aspect social comme élément indispensable d'une économie moderne de marché; mais pour le moment, cet objectif devra être mis en balance avec la nécessité de libérer les forces du marché et de faire avancer les économies. Il serait illusoire de s'attendre à une transition aisée et rapide. A cet égard, les différences seront certainement considérables d'un pays à l'autre.

Ces développements ne seront pas sans conséquences pour les économies industrialisées non socialistes, qui ont la capacité et la volonté de contribuer de différentes façons au processus de transformation en Europe de l'Est, soit sur une base bilatérale, soit par l'entremise de diverses organisations multilatérales. L'existence de conditions économiques très favorables dans la plupart des pays d'Europe occidentale en 1989 et le fait qu'elles le soient encore devraient fournir un environnement extérieur propice. Si la transformation des anciennes économies socialistes s'opère avec succès, il pourrait en résulter des répercussions sur les autres pays, une modification de la structure des mouvements de capitaux et l'établissement de relations commerciales nouvelles et plus solides. Le pays susceptible d'être le plus affecté à cet égard est la République fédérale d'Allemagne, qui s'apprête à réaliser rapidement une union avec la République démocratique allemande sur le plan économique, monétaire et, en définitive, politique. Un nouvel environnement se met ainsi en place pour le processus d'instauration d'un marché unique et d'une union monétaire en Europe occidentale. On a d'abord redouté que le règlement des questions intra-allemandes ne provoque un certain retard, mais la volonté plus forte encore des responsables politiques d'aller de l'avant, y compris sur la voie de l'union politique au sein de l'Europe occidentale, l'a emporté sur ces préoccupations.

Les bouleversements intervenus en Europe de l'Est ont occupé le devant de la scène dans les discussions de politique économique au cours des derniers mois, au point que d'autres développements dignes d'intérêt sont passés au second plan. Le fait le plus remarquable est que la croissance économique se poursuive avec autant de vigueur sur une aussi longue période dans un grand nombre de pays industrialisés du monde occidental,

dépassant encore une fois les prévisions, pourtant optimistes. En Allemagne fédérale, en Belgique et aux Pays-Bas, la croissance de la production réelle a atteint, avec 4–4¼% en 1989, le meilleur résultat des années quatre-vingt. Un deuxième groupe assez hétérogène, qui comprend le Japon, la France, l'Italie, l'Australie, l'Autriche, l'Espagne et la Suisse, a enregistré des taux de croissance de 3–5%, qui sont soit égaux, soit légèrement inférieurs à ceux de 1988 ou 1987. Un troisième groupe, avec les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Canada, a connu, en revanche, une décélération marquée de la croissance, à 2¼–3%, ce qui correspond, néanmoins, à l'objectif de leur politique, compte tenu des signes indubitables de pressions de la demande. Le ralentissement dans ces pays, conjugué à une certaine modération de l'activité en Inde, en Chine et dans les économies dynamiques d'Extrême-Orient, explique pourquoi le taux de croissance de 3½% de la production mondiale est presque inférieur d'un point à celui de 1988.

Depuis le minimum enregistré en 1986, l'inflation a suivi une pente ascendante et s'est nettement accélérée l'année dernière dans tous les pays industriels – de 1,2 point en moyenne – par rapport à 1988. Il est possible que, dans certains d'entre eux, cette tendance se soit à présent interrompue. Une inversion n'est toutefois pas en vue, malgré le resserrement généralisé de la politique monétaire en 1989. Les taux d'intérêt à court terme, qui reflètent le mieux l'orientation de la politique monétaire, se sont en moyenne raffermissés partout par rapport à l'année précédente, la hausse se situant entre 1¼% seulement au Japon ainsi qu'aux Etats-Unis (où un maximum avait été atteint dès mars 1989) et près de 4% au Royaume-Uni et en Suisse. Si, dans quelques grands pays, l'expansion monétaire a bien montré des signes de ralentissement, dans beaucoup d'autres elle s'est poursuivie au même rythme.

Les taux d'intérêt à long terme ne se sont pas alignés immédiatement sur la hausse des taux courts et ont même baissé aux Etats-Unis, au Canada et en France, ce qui a été généralement considéré comme un signe de confiance du marché dans l'aptitude des autorités à faire face à la montée des tensions inflationnistes. Plus récemment cependant, et en particulier durant les premiers mois de 1990, les taux à long terme se sont rapprochés des taux courts. Cette évolution n'a fait qu'amplifier l'inquiétude générale au sujet des niveaux considérés comme excessivement élevés des taux d'intérêt réels. Certains interprètent ce phénomène de façon optimiste et estiment que la hausse des taux d'intérêt réels à long terme traduit simplement une efficacité marginale accrue du capital, maintenant que des possibilités d'investissements à haut rendement s'ouvrent dans les pays de l'ancien «bloc de l'Est». On peut également juger cette évolution en termes moins positifs en remarquant que la relation entre l'épargne et l'investissement s'est globalement détériorée. Il ne fait guère de doute cependant que le relèvement des taux réels à long terme – calculés selon la méthode classique en soustrayant les taux d'inflation courants des taux d'intérêt nominaux – reflète aussi la perception de risques inflationnistes accrus, le resserrement des politiques monétaires et une plus grande incertitude, en particulier en Allemagne.

L'augmentation générale des taux d'intérêt à long terme a remis en question le niveau élevé des prix des actifs financiers sur certains marchés. On considère de plus en plus «l'inflation des prix des actifs» comme un indicateur avancé d'un excédent de liquidités et un signal d'alerte annonçant des tensions inflationnistes potentielles. Ce concept est lui-même quelque peu ambigu. Si l'on établit une distinction entre variations du niveau général des prix et variations des prix relatifs, on devrait appliquer le terme «inflation» aux premières et non aux secondes. Qu'elle soit stimulée par un excédent de liquidités ou par une progression des revenus réels, l'expansion de la demande globale exercera certainement ses effets de prix en premier lieu et avec le plus de vigueur dans les secteurs où l'offre est inélastique. Cela est particulièrement évident pour l'immobilier dans un pays fortement peuplé comme le Japon, où la situation est aggravée par diverses restrictions et dispositions fiscales qui dissuadent les propriétaires de vendre leurs terrains lorsque les prix de ces derniers enregistrent une vive hausse. Si des éléments structurels de ce genre expliquent les tendances à moyen et à long terme des prix relatifs, l'évolution à court terme peut fort bien être déterminée par des facteurs monétaires; les prix des actifs peuvent donc effectivement annoncer des menaces inflationnistes à un moment où le niveau général des prix – considéré comme un indicateur à retardement – ne révèle pas de tels risques. Enfin, à chaque envolée des prix, il faut tenir compte de la possibilité de voir s'ajouter de nouvelles bulles spéculatives.

D'autres problèmes chroniques – niveau excessif de l'endettement extérieur dans les pays en développement à revenu intermédiaire, chômage, amples déséquilibres des balances des paiements courants, instabilité des marchés financiers, pour ne mentionner qu'eux – ont également été quelque peu relégués au second plan ces derniers temps. De fait, un certain nombre de pays affectés par l'un ou l'autre de ces problèmes ont exprimé leur crainte qu'on ne leur accorde pas la place qui devrait leur revenir parmi les objectifs de la politique économique internationale. A première vue cependant, des progrès ont été enregistrés, modestes dans la plupart des cas, et nulle part véritablement impressionnants.

Pour ce qui est, tout d'abord, du *problème de la dette*, le plan Brady lancé en mars 1989 a permis à un certain nombre de pays débiteurs en difficulté, notamment le Mexique, de négocier une réduction du montant et du service de la dette, compte tenu de la confiance accrue accordée à leur politique par les investisseurs internationaux et nationaux. Cependant, même si cette initiative n'a pas perdu son élan, d'autres grands pays endettés, tels que l'Argentine et le Brésil, qui représentent ensemble près d'un tiers de la dette extérieure totale des pays endettés à revenu intermédiaire, ne sont toujours pas plus près d'une solution et n'ont même pas enregistré d'amélioration sensible par rapport à l'année dernière. Les banques commerciales ne sont guère disposées présentement à octroyer de nouvelles ressources.

Poursuivant l'énumération des problèmes chroniques, il convient de citer la persistance d'un «noyau dur» de *chômage structurel* relativement élevé dans divers pays industriels, bien que la poursuite de la reprise ait

permis de redresser quelque peu la situation sur le marché du travail. Dans de nombreux cas, la progression de l'emploi a été plus rapide que le recul du chômage, les taux de migration et de participation se substituant aux autres facteurs démographiques en tant que cause principale de l'accroissement de la population active. Quoi qu'il en soit, les chiffres actuels du chômage se situent presque partout nettement en dessous des maximums et, dans maints pays, ils sont tombés à leur plus faible niveau depuis près de dix ans. Pour la zone OCDE dans son ensemble, le chômage s'est établi à 6,4% en 1989, contre un chiffre record de 8,7% en 1983.

Le problème posé par les *déséquilibres élevés des paiements courants* entre les grands pays industriels a continué de s'atténuer quelque peu, bien que l'excédent courant allemand ait atteint près de 4½% du PNB et que les déséquilibres se soient accrus en Europe. Parmi les pays de plus petite dimension, le déficit de la balance des paiements courants d'Australie correspond à présent à plus de 5½% du PNB, ratio le plus élevé de tous les pays industriels. Un certain nombre de pays déficitaires ont lancé des plans d'encouragement à l'épargne privée, qui pourraient – s'ils étaient couronnés de succès – contribuer à réduire les déséquilibres extérieurs actuels et relever le niveau global de l'épargne, avec des répercussions sur le niveau des taux d'intérêt à long terme. Les pays en question sont pleinement conscients des résultats assez mitigés que ces programmes ont rencontrés ailleurs, en ce sens qu'ils tendent à récompenser des efforts qui auraient été consentis en tout état de cause, sans modifier sensiblement les décisions effectives en matière de dépenses. Il est très difficile de concevoir un système d'incitations qui évite ces inconvénients. La méthode la plus sûre et la plus rapide pour relever le niveau de l'épargne interne consiste à développer l'épargne du secteur public ou, le cas échéant, à réduire la désépargne publique.

En réalité, des progrès considérables ont été accomplis en matière d'*assainissement budgétaire* en 1989, du fait en partie des bonnes performances économiques, qui ont joué le rôle de stabilisateur automatique et concouru à atténuer les tensions qui s'accumulaient. Parmi les grands pays, l'Italie et le Canada font exception. Le ratio endettement public/PNB s'est amélioré légèrement dans la plupart des pays, mais l'éventail demeure très vaste, allant de 133% et 126% en Belgique et en Irlande respectivement à moins de 30% en Finlande, Australie et Suisse.

Les *marchés des changes* se sont un peu calmés vers la fin de 1989 et au début de 1990, en présence cependant d'une forte instabilité et d'un volume important d'interventions officielles. La faiblesse prononcée du yen japonais, qui a persisté jusqu'au début du mois de mai 1990, a constitué une nouvelle et sérieuse distorsion de la structure des taux de change susceptible de conduire à un retour à des excédents commerciaux plus élevés au Japon. Les marchés des changes n'ont pas été, à l'évidence, totalement convaincus de la solidité de l'engagement des grands pays industriels en faveur de la coordination des politiques, en dépit de la réaffirmation de cet engagement lors des réunions du Groupe des Sept en avril et en mai 1990. Cependant, au moment où la rédaction du présent Rapport a été achevée,

les pressions qui s'exerçaient jusque-là sur le yen avaient commencé à s'atténuer.

Les *marchés des capitaux* sont demeurés très nerveux en 1989, les cours des actions enregistrant d'amples mouvements dans les deux sens. Les accès de faiblesse n'ont toutefois pas suscité de craintes de répercussions défavorables sur l'économie réelle, comme ce fut le cas en 1987, sans doute parce que ces appréhensions s'étaient révélées vaines. Au début de 1990, la Bourse de Tokyo a subi une baisse brutale, sans rencontrer dans l'immédiat de fortes résistances comme lors de précédentes occasions, mais sans exercer non plus d'effet de contagion sur les autres places boursières, ce qui avait caractérisé si nettement les événements d'octobre 1987. Les marchés des obligations à haut risque ont vécu des moments critiques, mais n'ont pas transmis d'ondes de choc aux autres compartiments du marché. Aux Etats-Unis, la crise des caisses d'épargne a revêtu une ampleur encore plus vaste et a eu tendance à altérer également la confiance dans les autres établissements financiers. La baisse subite, en février 1990, des cours des obligations dans un certain nombre de pays, spécialement en Allemagne, a constitué une indication supplémentaire de la nervosité sous-jacente des marchés des capitaux pendant la période sous revue.

Le problème chronique pour lequel on n'a observé aucun progrès, mais au contraire une nouvelle détérioration, a été la situation des pays les plus pauvres, principalement ceux de l'Afrique subsaharienne. Nombre d'entre eux ont un revenu par habitant *inférieur* à celui du milieu des années soixante. Certains adoptent, de temps en temps, une approche différente ou plus prometteuse – comme, par exemple, une politique plus réaliste en matière de taux de change – ce qui suscite de nouveaux espoirs. En raison toutefois de l'accroissement rapide de la population et du niveau très limité des compétences administratives, sans parler des problèmes plus généraux liés au processus politique interne, leur aptitude à mettre en œuvre des programmes susceptibles de ramener la confiance est sérieusement réduite.

Il s'agit là indubitablement de l'aspect le plus sombre du tableau relativement encourageant de l'économie mondiale présenté dans ce Rapport. Ce n'est certes pas le seul domaine où s'imposent des choix difficiles de politique économique et où de nouvelles voies doivent être explorées, mais c'est là que résident certainement les problèmes les plus graves. Les divers aspects des politiques à mettre en œuvre sont examinés plus en détail dans la Conclusion. Le lecteur retrouvera la structure habituelle du Rapport. L'analyse porte sur trois grandes parties: l'économie réelle, les marchés des capitaux et les marchés monétaires, chaque domaine étant examiné d'abord sous l'aspect essentiellement interne puis, dans le chapitre suivant immédiatement, sous l'angle international. Une étude plus approfondie des problèmes de politique économique en Europe de l'Est est incorporée au Chapitre II.

II. Evolution générale de la situation économique en 1989

Faits saillants

La croissance de l'économie mondiale est demeurée assez soutenue l'an dernier, reculant cependant de 4¼% en 1988 à 3½%. Pour l'essentiel, cette décélération s'est produite dans les grands pays industriels, en Europe de l'Est et dans les pays en développement; dans les pays industriels de plus petite dimension, en revanche, le taux de croissance s'est légèrement accéléré. La répartition de cette croissance entre pays industriels s'est modifiée en 1989, l'Europe continentale prenant le pas sur l'Amérique du Nord, tandis qu'au Japon l'activité économique s'est poursuivie à un rythme élevé. L'Europe continentale, qui s'était laissée distancer par l'Amérique du Nord et le Japon durant les premières années de la reprise conjoncturelle, a connu une expansion très vigoureuse en 1988-89, entraînée par l'essor des exportations et le dynamisme de l'investissement des entreprises. Cette évolution est due au redressement de la rentabilité des entreprises, fondé en partie sur une évolution modérée des salaires réels. Le rythme d'accroissement actuel de l'activité économique est proche des limites du potentiel de production dans la plupart des pays, les ressources inemployées ayant été progressivement absorbées durant les sept années d'expansion économique.

A l'approche des limites d'utilisation des capacités de production, des tensions sont apparues sur le marché du travail, et les pressions sur les coûts et les prix se sont intensifiées. L'inflation a augmenté dans la plupart des pays industriels au second semestre de 1988 et durant les premiers mois de 1989, suite notamment à la remontée des prix du pétrole. Même si l'on tient compte des effets non récurrents des fluctuations des prix de l'énergie et des produits agricoles, on constate que l'accélération de l'inflation s'est généralement accompagnée, dans la plupart des pays industriels en 1988-89, d'une augmentation des coûts de main-d'œuvre, d'un certain ralentissement des gains de productivité et, principalement en Europe continentale, d'un élargissement des marges bénéficiaires. Les conditions monétaires ont été resserrées à cause du regain d'inflation en 1988, puis de nouveau en 1989, sauf aux Etats-Unis, où les taux d'intérêt qui avaient atteint leurs niveaux records au début du printemps dernier ont été abaissés par la suite en raison de l'essoufflement de l'économie. La décélération de l'activité a contribué à contenir la poussée inflationniste, qui avait été particulièrement vive au premier semestre de 1989.

Les déséquilibres extérieurs se sont rétrécis aux Etats-Unis et au Japon en 1989, à un rythme plus faible, il est vrai, qu'en 1988 en termes réels (volume). En revanche, l'excédent extérieur allemand, déjà fort élevé, a encore progressé sur une base annuelle, par rapport notamment à plusieurs partenaires de la CE. L'évolution des taux de change n'a pas toujours

contribué à l'ajustement extérieur. La dépréciation du taux de change effectif réel au Japon en 1989 et son niveau moyen pratiquement inchangé d'une année sur l'autre en Allemagne ont contrasté avec les importants excédents extérieurs de ces deux pays.

Les progrès en matière d'assainissement budgétaire se sont poursuivis dans la plupart des pays industriels en 1989, de sorte que les ratios endettement public/PNB se sont stabilisés et, dans certains cas, inscrits en baisse après une décennie de forte progression. Toutefois, l'amélioration récente dans plusieurs pays provient en grande partie de la vigueur de l'activité économique et ne peut donc pas être directement attribuée à des modifications délibérées des politiques de dépenses.

Dans les pays en développement, la croissance s'est également ralentie, passant de 4¾% en 1988 à 3¼% l'an dernier, en raison d'une certaine décélération du rythme rapide d'expansion économique en Asie. Si, avec un taux de 5%, les économies asiatiques continuent d'enregistrer de loin les meilleurs résultats parmi les pays en développement, il s'agit néanmoins du rythme le plus lent depuis 1982. En Amérique latine, l'activité économique a continué de stagner, sous l'effet d'un endettement extérieur fort élevé et d'une hyperinflation. Des signes légèrement plus encourageants sont apparus au Moyen-Orient, grâce à une amélioration sensible des termes de l'échange. Ailleurs, les conditions extérieures ont été moins favorables. La croissance des exportations s'est ralentie, malgré la haute

Croissance de la production mondiale ¹									
Groupe de pays et région	PIB de 1987			1978-84 moyenne	1985	1986	1987	1988	1989
	en milliards de dollars EU	en % du total, en termes de							
		dollars EU courants	PPA ²	variation en % du PIB en volume					
Sept principaux pays	10.682	64,6	47,1	2,5	3,6	2,7	3,6	4,5	3,5
Autres pays industriels ³	1.903	11,4	9,8	2,0	3,0	2,6	3,0	3,3	3,6
Pays en développement	2.615	15,8	29,8	3,9	4,1	4,6	4,5	4,7	3,2
Principaux producteurs de pétrole ⁴	759	4,5	6,5	2,4	0,2	0,4	1,0	1,8	1,7
Autres pays en dévelop- pement	1.856	11,3	23,3	4,6	5,6	6,3	6,1	5,9	3,6
Afrique et Moyen-Orient	196	1,2	2,1	4,1	4,0	2,5	0,9	4,3	3,1
Asie	1.073	6,5	15,1	6,2	6,4	7,0	8,3	9,5	5,2
dont: ENI ⁵	293	1,8	2,1	7,4	3,7	10,6	12,1	9,2	6,3
Amérique latine	587	3,6	6,1	1,8	4,7	6,3	3,7	-0,4	1,0
Europe de l'Est ⁶	1.347	8,2	13,3	3,0	3,5	2,9	1,9	3,9	1,8
Monde ⁷	16.547	100,0	100,0	2,7	3,6	3,1	3,6	4,3	3,4

¹ Les moyennes des groupes sont calculées sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1987 et comprennent tous les pays dont le PIB de 1987 atteint au moins \$EU 0,1 milliard. ² Parités de pouvoir d'achat, calculées par A. Heston et R. Summers, de l'Université de Pennsylvanie. ³ Comprend les pays du tableau de la page 25, l'Islande et le Luxembourg. ⁴ Pays de l'OPEP, Bahreïn, Oman, Mexique et Trinité-et-Tobago. ⁵ Economies nouvellement industrialisées: Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. ⁶ Produit matériel net ou PIB converti à des taux de change non commerciaux. ⁷ Calculé sur la base des pondérations en dollars EU courants. L'utilisation des parités de pouvoir d'achat (PPA) pour la pondération ne s'est traduite que par des modifications mineures.

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

conjoncture dans les pays industriels, et les cours des produits de base non pétroliers ont fortement reculé l'année dernière. La baisse des prix extérieurs a été particulièrement prononcée en Afrique subsaharienne et, une fois de plus, l'expansion démographique rapide a conduit à un recul du revenu par habitant.

Des modifications spectaculaires se sont produites dans les pays d'Europe de l'Est, dont la plupart connaissent actuellement une transformation radicale sur le plan politique et économique. Après avoir rejeté les systèmes à planification centralisée, la majorité de ces pays s'orientent à présent vers des économies de marché. Bien que les situations économiques et les stratégies de réforme mises en œuvre diffèrent considérablement d'un pays à l'autre, tous doivent faire face à la même série de problèmes fondamentaux soulevés par la transformation de leurs structures économiques en un système décentralisé, axé sur le profit. Ces questions sont examinées dans un contexte général à la fin du présent chapitre.

Les pays industriels

La croissance est restée soutenue en Europe continentale et au Japon mais s'est ralentie en Amérique du Nord

Le pôle de croissance dans les économies industrielles s'est déplacé en 1989 de l'Amérique du Nord vers l'Europe continentale, tandis que l'activité économique s'est poursuivie à un rythme soutenu au Japon. Aux Etats-Unis et au Canada, la croissance s'est ralentie, en particulier dans l'industrie de transformation; en revanche, en Allemagne, en France et dans un certain nombre d'économies européennes plus petites, elle est demeurée vigoureuse, sous l'impulsion des exportations et de l'investissement des entreprises.

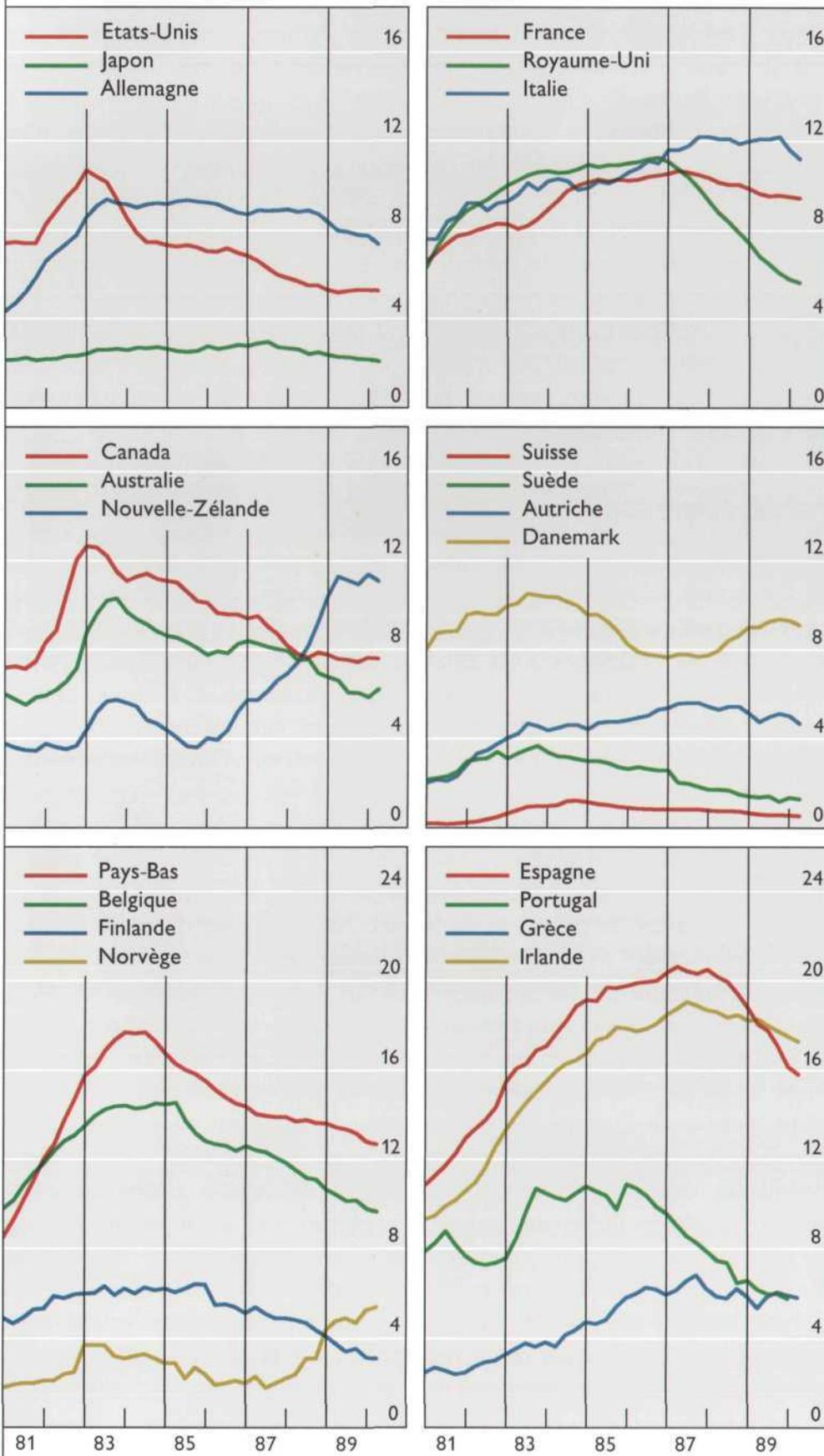
La plupart des pays industriels ont dû faire face à des taux d'utilisation très élevés des capacités et à un resserrement des conditions sur le marché du travail en 1989. Les offres d'emplois se sont généralement accrues et, comme le montre le graphique de la page 12, le taux de chômage a baissé dans la plupart des pays, tombant dans certains d'entre eux à son plus bas niveau depuis plus de dix ans. La rentabilité des entreprises s'est sensiblement améliorée en Europe, parallèlement à l'essor des exportations, tandis qu'elle a légèrement fléchi en Amérique du Nord, en raison de l'essoufflement de l'activité dans le secteur manufacturier. L'amélioration de la rentabilité globale en Europe et en Amérique du Nord au cours des années quatre-vingt, qui fait suite à une période de compression des bénéfices durant les années soixante-dix, a constitué un facteur important de la vigueur et de la durée de la reprise économique, étant donné surtout qu'elle est fondée principalement sur l'investissement des entreprises. L'évolution modérée des salaires réels, le recul des prix pétroliers réels et le redressement des gains de productivité au cours des années quatre-vingt ont concouru à la hausse de la rentabilité (voir la section consacrée aux prix, coûts et marges bénéficiaires dans ce chapitre).

Amélioration des bénéfices des entreprises

Pressions sur les prix et les salaires

Par suite du niveau élevé de l'activité économique en général, des pressions ont commencé à s'exercer sur les prix et les salaires dès 1988 et se sont renforcées durant le premier semestre de 1989. L'accélération des prix

Taux de chômage*



* En %; données et définitions nationales.

Nouveau
resserrement
des conditions
monétaires

était imputable en partie aux répercussions non récurrentes de la hausse des cours du pétrole et, dans certains cas comme au Japon et en Allemagne, au relèvement des impôts indirects. Ces pressions ont toutefois semblé se relâcher quelque peu au second semestre, sous l'effet notamment du resserrement des conditions monétaires amorcé en 1988 et poursuivi dans la plupart des cas l'année dernière (voir Chapitre VI). Les Etats-Unis constituent une exception à cet égard, puisqu'ils ont prudemment assoupli leur politique au printemps de 1989 et autorisé une légère détente des taux d'intérêt à court terme, en réaction à des signes de tassement de l'activité économique, confirmés par la suite par les maigres résultats de l'industrie de transformation.

Au Royaume-Uni, au Canada, en Australie, en Finlande, en Espagne et en Suède, des pressions de type classique engendrées par un excédent de la demande se sont manifestées, accompagnées d'une nette recrudescence de l'inflation et d'une dégradation des comptes extérieurs en 1988-89. Tous ces pays ont resserré leur politique monétaire l'an dernier et, dans la plupart d'entre eux, les taux d'intérêt nominaux à court terme sont montés en flèche, s'établissant à leurs plus hauts niveaux depuis le début des années quatre-vingt.

Utilisation
maximale
des capacités
de production

Dans un certain nombre de pays cependant, notamment en Allemagne et en France, la vigueur et la durée de la reprise sont allées de pair avec de légères pressions inflationnistes, ce qui a fait planer quelques doutes sur les estimations antérieures concernant les niveaux de la production potentielle. Malgré les taux élevés d'utilisation des capacités enregistrés récemment et la baisse du niveau du chômage, la production s'est accrue à un rythme généralement plus rapide que prévu, tandis que les pressions sur les salaires et les prix se sont légèrement renforcées jusqu'à ces derniers temps. Cependant, les signes croissants de pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans certaines branches d'activité et les pressions sur les salaires qui en découlent, de même que le récent ralentissement de l'activité dans des pays comme les Etats-Unis et la Suède, où les taux de chômage sont relativement bas, donnent à penser que les limites de capacités sont atteintes, voire dépassées, et mettent en lumière les craintes d'une recrudescence des tensions inflationnistes.

Finances
publiques

La réduction des déficits des finances publiques s'est poursuivie dans la plupart des pays industriels l'année dernière. Le tableau de la page 14 montre l'amélioration de la situation financière des administrations publiques. Pour la première fois depuis près de vingt ans, le solde budgétaire des administrations publiques allemandes est devenu excédentaire, alors que le surplus dégagé par le Japon, le Royaume-Uni, l'Australie, la Finlande et la Suède est allé croissant. En dépit de progrès notables réalisés depuis 1986, une réduction du déficit budgétaire du gouvernement fédéral des Etats-Unis n'a pu s'opérer l'an dernier, en raison de besoins de financement supplémentaires inattendus liés à la restructuration des caisses d'épargne.

Comme l'indique le graphique de la page 16, la plupart des pays industriels sont parvenus, ces dernières années, à stabiliser ou à réduire les

Soldes budgétaires des administrations publiques ¹							
Pays	1973	1980-84 moyenne	1985	1986	1987	1988	1989 ²
	en % du PNB/PIB						
Etats-Unis	0,6	- 2,5	- 3,3	- 3,4	- 2,4	- 2,0	- 2,0
Japon ³	0,5	- 3,5	- 0,8	- 0,9	0,6	2,1	2,7
	-2,7	- 6,7	- 4,2	- 4,2	- 1,4	0,6	1,3
Allemagne	1,2	- 2,9	- 1,1	- 1,3	- 1,8	- 2,1	0,2
France	0,9	- 2,1	- 2,9	- 2,7	- 2,0	- 1,8	- 1,4
Royaume-Uni	-2,6	- 3,1	- 2,7	- 2,3	- 1,3	1,0	1,1
Italie	-8,0	-12,0	-13,6	-12,3	-11,7	-11,6	-11,3
Canada	0,9	- 4,7	- 6,8	- 5,5	- 4,4	- 2,6	- 3,4
Afrique du Sud ⁷	-1,1	- 3,4	- 3,1	- 4,3	- 5,4	- 4,4	- 5,0
Australie ⁴	0,1	- 1,7	- 3,1	- 2,7	- 1,5	0,3	2,0
Autriche	1,3	- 2,7	- 2,5	- 3,7	- 4,3	- 3,1	- 2,8
Belgique	-3,5	-11,1	- 8,9	- 9,0	- 7,4	- 7,1	- 6,5
Danemark	5,3	- 6,1	- 2,1	3,4	2,6	0,3	- 1,7
Espagne	1,1	- 4,5	- 7,0	- 6,1	- 3,6	- 3,1	- 2,2
Finlande	5,8	- 0,1	0,1	0,8	- 1,1	1,4	2,7
Grèce	-1,4	- 7,9	-14,0	-12,7	-12,0	-14,5	-17,6
Irlande ⁵	-3,8	-14,5	-12,8	-12,8	- 9,9	- 3,3	- 2,4
Norvège	5,8	5,3	10,4	5,8	4,8	3,1	0,9
Nouvelle-Zélande ^{4,7}	-2,5	- 7,3	- 7,2	- 4,2	- 3,7	0,8	2,7
Pays-Bas ⁶	1,9	- 5,7	- 4,4	- 5,0	- 4,9	- 4,3	- 3,9
Portugal	1,4	-10,0 ⁸	-10,1	- 7,2	- 6,9	- 6,5	- 5,3
Suède	4,1	- 4,8	- 3,8	- 1,3	4,2	3,4	5,3
Suisse ⁶	-1,1	- 0,5	- 0,1	1,1	0,8	0,7	0,2
Turquie	-1,8	- 3,1	- 2,9	- 3,6	- 4,5	- 4,0	- 3,8

¹ Y compris le secteur de la sécurité sociale, mais à l'exclusion des opérations en capital de nature financière. ² Chiffres en partie estimés. ³ Les chiffres en italique incluent les industries nationalisées (sur la base des opérations financières). ⁴ Exercices financiers, se terminant durant l'année indiquée. ⁵ Besoin de financement du Trésor. ⁶ A l'exclusion du secteur de la sécurité sociale. ⁷ Administration centrale seulement. ⁸ 1981-84.

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

ratios endettement public/PNB après leur vive expansion durant les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt. A l'exception de l'Italie, les sept grands pays ont stabilisé ou réduit leur ratio d'endettement des administrations publiques. Le ratio du Royaume-Uni a enregistré une forte baisse depuis le début des années soixante-dix, sous l'effet d'abord d'une inflation à deux chiffres et, ensuite, de la stratégie introduite il y a plus de dix ans en matière de privatisations et d'évolution budgétaire à moyen terme. Un grand nombre de pays industriels se voient toutefois confrontés à un problème budgétaire difficile, l'alourdissement du coût du service de la dette étant aggravé par la hausse générale des taux d'intérêt depuis le milieu de 1988. La Belgique et l'Irlande, qui connaissent deux des plus hauts ratios d'endettement, sont parvenues à les stabiliser à 133% et 126% du PIB respectivement, malgré l'accroissement du coût du service de la dette, grâce à d'importants excédents (plus de 3% du PIB en 1989) dégagés au titre du budget primaire des administrations publiques (hors versements d'intérêts).

Fléchissement des ratios endettement public/PNB

Les progrès réalisés en matière d'assainissement des finances publiques sont liés en partie à l'application d'une stratégie de réduction délibérée à moyen terme des déficits, plus spécialement en Irlande, au Royaume-Uni et en Australie. Cependant, le «bonus budgétaire», dû à la vigueur de l'activité économique et non à des modifications délibérées des programmes de dépenses, a également contribué à la consolidation des finances publiques en inversant l'effet «boule de neige» de l'accumulation de dettes (c'est-à-dire l'émission de titres d'emprunt pour couvrir les versements d'intérêts). Les résultats économiques favorables ont conduit à une forte progression des recettes et à des dépenses moindres dans certains domaines, telles que les indemnités de chômage. Un léger recul de l'activité pourrait annuler en partie cet acquis.

Réaménagement
de la fiscalité
et mesures
de stimulation
de l'offre

De nombreux pays industriels ont réaménagé ces dernières années leur fiscalité et adopté en la matière des dispositifs de nature à stimuler l'offre en vue d'accroître l'efficacité économique. Il ne fait aucun doute qu'on s'est efforcé de mettre principalement l'accent sur le côté offre de l'économie et sur l'adoption de dispositions d'ordre institutionnel pour encourager l'initiative privée. Les Etats-Unis ont appliqué dès 1986 une réforme fiscale de grande envergure, en élargissant l'assiette de l'impôt sur le revenu des particuliers et des sociétés et en abaissant très fortement les taux d'imposition. Le Japon a, lui aussi, réduit récemment les taux marginaux de l'impôt sur le revenu et compensé en partie cette perte de recettes par l'introduction, en 1989, d'une taxe sur la consommation. Dans le cadre d'une réforme en trois étapes, l'Allemagne a simplifié le barème de l'impôt sur le revenu, abaissé les taux marginaux de celui-ci en 1988, renforcé la fiscalité indirecte en 1989 et procédé à un allègement sensible de l'impôt sur le revenu au début de 1990. Parmi les autres pays qui ont récemment appliqué ou qui prévoient d'adopter des réformes fiscales, il convient de citer la France, le Canada et des pays de plus petite dimension, tels que l'Autriche, le Danemark, la Finlande, le Portugal et la Suède.

Les trois principales économies

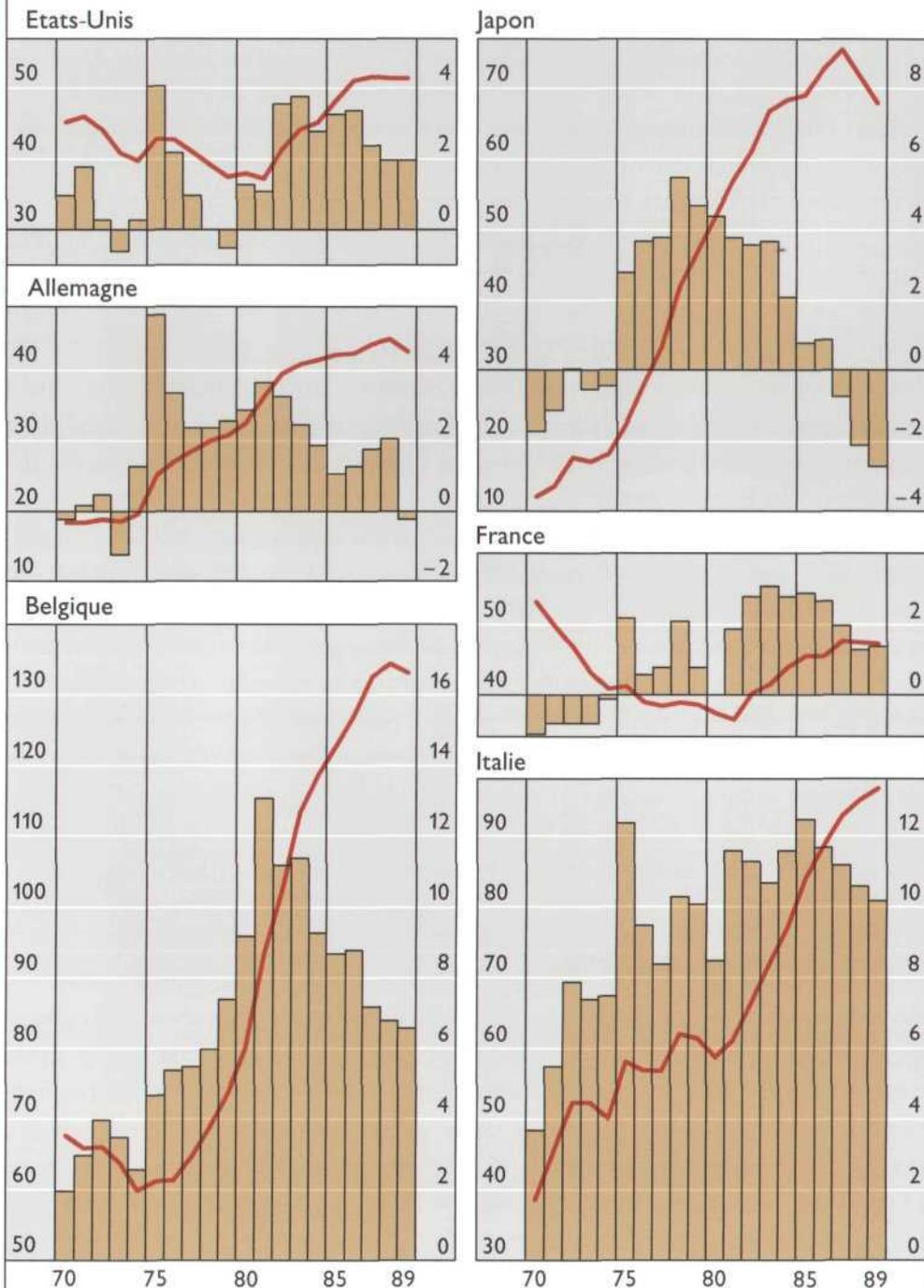
Ralentissement
de la croissance
du PNB
en volume
aux Etats-Unis

Avec une progression de 3% du PNB l'an dernier, les *Etats-Unis* ont connu leur septième année consécutive de croissance, ce qui constitue le cycle d'expansion le plus long depuis les années soixante. Tout en se situant nettement en dessous du niveau des deux années précédentes, ce taux a été plus proche du potentiel estimé à long terme de l'économie. Alors qu'il s'était inscrit en baisse chaque année de 1983 à 1988, le taux de chômage est resté inchangé à 5¼% pendant la plus grande partie de l'année 1989 et les premiers mois de 1990. L'apparition de signes d'essoufflement de l'activité a amené les autorités monétaires à assouplir quelque peu leur politique au printemps de 1989, en tolérant une baisse progressive des taux d'intérêt. Compte tenu de la croissance d'environ 2% du PNB en volume au premier trimestre de 1990, de la baisse des taux d'intérêt en 1989 et d'un équilibre raisonnable entre production et ventes, le ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis au second semestre de l'an dernier ressemble à la pause apparue plus tôt, au cours de la reprise de 1986.

Endettement public brut et déficit de l'administration publique

En % du PNB/PIB

— Endettement public brut (échelle de gauche)
 ■ Déficit de l'administration publique (échelle de droite)



Source: OCDE.

Le tassement de l'activité s'est concentré principalement, l'an dernier, sur le secteur industriel et s'est traduit par un recul des marges bénéficiaires. La production manufacturière ne s'est accrue que de 1½% en 1989, contre plus de 5% en 1988. Le niveau de l'emploi a progressivement reculé dans le secteur manufacturier de mars 1989 à février 1990. La contraction a

Tassement de l'activité dans le secteur manufacturier

été particulièrement marquée au second semestre, sous l'effet de la réduction de la production de véhicules automobiles et de ses conséquences pour les sous-traitants. Une longue grève dans l'industrie aéronautique a également entraîné une baisse d'un point de la production industrielle au quatrième trimestre. En revanche, la production agricole a redémarré après la sécheresse de 1988, et le secteur des services a continué d'afficher une bonne vitalité.

L'accroissement des dépenses de consommation privée a été modéré l'an passé, une vive progression des dépenses dans le secteur des services ayant contrebalancé un ralentissement des achats de biens, en particulier durables. Les dépenses de consommation ont néanmoins tiré l'activité économique lorsque des signes d'essoufflement sont apparus dans d'autres secteurs au second semestre. La réduction du rythme d'accroissement de la demande globale a été particulièrement sensible dans le domaine des

Variation du PNB/PIB en volume et des composantes de la demande dans les grands pays industriels								
Pays et période	PNB/PIB ¹	Consommation interne totale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investissement productif du secteur privé ³
			Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ²	Exportations nettes ²	
variation en %								
Etats-Unis								
1960-69 moyenne	4,3	4,5	4,2	4,7	4,7	0,1	-0,2	5,6
1969-82 moyenne	2,1	2,0	2,7	1,0	0,9	-0,2	0,1	1,4
1982-88 moyenne	4,1	4,5	4,0	3,4	6,5	0,3	-0,5	5,1
1987	3,8	3,2	2,8	2,6	2,5	0,5	0,3	3,9
1988	4,4	3,3	3,4	0,4	5,8	0,1	1,1	8,4
1989	3,0	2,4	2,7	2,7	1,6	-0,1	0,6	3,3
1989 TIV ⁴	2,6	1,9	2,5	0,5	0,6	0,2	0,7	3,7
Japon								
1960-69 moyenne	10,4	10,3	9,2	5,8	15,6	0,3	-0,6	15,1
1969-82 moyenne	4,9	4,5	4,7	4,7	4,2	-0,1	0,4	4,7
1982-88 moyenne	4,2	4,4	3,5	2,5	6,5	0,1	-0,1	9,3
1987	4,6	5,3	4,2	-0,6	10,2	-0,3	-0,6	8,2
1988	5,8	7,7	5,2	2,2	12,8	0,3	-1,7	15,5
1989	4,8	5,8	3,5	2,1	10,9	-0,1	-1,1	17,7
1989 TIV ⁴	4,7	6,5	4,0	1,9	11,7	-0,1	-1,7	18,4
Allemagne								
1960-69 moyenne	4,4	4,5	4,8	4,4	3,9	0,1	0,0	4,8
1969-82 moyenne	2,4	2,4	3,0	3,1	1,0	-0,3	0,3	1,2
1982-88 moyenne	2,4	2,5	2,4	1,8	2,5	0,3	0,0	4,5
1987	1,8	2,9	3,5	1,5	2,1	0,1	-1,1	4,2
1988	3,7	3,7	2,7	2,2	6,0	0,4	0,0	7,3
1989	4,0	2,7	1,7	-0,8	7,2	0,4	1,3	8,6
1989 TIV ⁴	3,7	3,6	1,9	-2,2	7,1	1,4	0,1	11,1

Voir notes du tableau de la page 22.

exportations et de la formation brute de capital fixe. Le ralentissement du rythme de croissance du volume de l'investissement des entreprises reflète une décélération des dépenses d'équipement et la stagnation prolongée de la construction non résidentielle. En dépit d'une intensification du taux d'extension des capacités de production, sous la forme de constructions d'installations industrielles, cette évolution a été plus que compensée par un recul dans le secteur de la construction de locaux commerciaux et de bureaux. Le fléchissement de 7% du volume d'investissement dans le secteur du logement privé entre le quatrième trimestre de 1988 et celui de 1989 a également contribué à la moindre croissance du PNB et reflète le niveau relativement élevé des taux d'intérêt hypothécaires au début de l'année. Les ventes de maisons individuelles ont régressé de 3,8% entre 1988 et 1989. Par suite de cette baisse, les mises en chantier de nouvelles habitations ont fortement chuté, passant du maximum de 1,81 million d'unités en 1986 à environ 1,39 million en 1989, soit le niveau le plus faible depuis 1982.

Dynamisme
des services
et de l'agriculture

Depuis plusieurs années maintenant, la politique budgétaire des Etats-Unis est déterminée par les objectifs fixés dans la loi Gramm-Rudman-Hollings (GRH), destinés à éliminer progressivement le déficit du budget fédéral sur la base d'un budget unifié. Même en étant moins efficace qu'on ne l'avait espéré initialement, en partie parce que les objectifs ne s'appliquent qu'aux prévisions, la législation GRH a exercé une influence restrictive sur le processus d'élaboration budgétaire. D'un montant record de \$221 milliards en 1986, le déficit du budget fédéral a été ramené à \$152 milliards pour l'exercice 1989 (qui s'est terminé le 30 septembre), soit un niveau nettement supérieur à l'objectif de \$136 milliards, mais proche de celui de 1988. Les progrès dans la réduction du déficit budgétaire ont été entravés l'an dernier par des dépenses supplémentaires de plus de \$10 milliards liées à la restructuration des caisses d'épargne. Le nouvel organisme créé à cet effet, «Resolution Trust Corporation», s'apprête à dépenser une somme de \$19 milliards inscrite au budget et à emprunter un montant supplémentaire de \$30 milliards «hors budget» sur une période de plusieurs années (voir Chapitre IV).

Progrès moindres
dans la réduction
du déficit
du budget fédéral

Plus récemment, au terme d'une impasse politique qui a déclenché des coupes automatiques et uniformes des dépenses («sequestration»), un compromis a pu être dégagé pour l'exercice 1990; il prévoit le maintien des réductions automatiques pendant plusieurs mois (réparties en parts égales entre la Défense et les programmes discrétionnaires internes) et comporte d'autres mesures d'économies de moindre importance. Le projet de budget pour 1991 s'inscrit dans cette stratégie de consolidation à moyen terme et envisage une progression de 9% des recettes et de 3% seulement des dépenses. Il pourra même bénéficier peut-être de nouvelles réductions des dépenses au chapitre de la Défense, compte tenu de l'atténuation des tensions politiques avec l'Union soviétique.

L'économie du Japon a poursuivi sa vive croissance l'an passé, avec une progression de près de 5% du PNB réel. Stimulée par le dynamisme des investissements des entreprises, l'expansion économique s'est accompagnée

La croissance de l'activité économique au Japon est demeurée vive ...

... provoquant des tensions sur le marché du travail ...

... et une réduction de l'excédent commercial

Resserrement de la politique monétaire

Vigueur exceptionnelle de la croissance du PNB en Allemagne

à ce stade de fortes tensions sur les marchés des biens et du travail. La production industrielle et le niveau de l'emploi ont continué en 1989 leur progression dans l'industrie de transformation, à un rythme plus lent, il est vrai, qu'en 1987-88, le taux d'utilisation des capacités de l'industrie de transformation ayant atteint en août dernier son niveau le plus élevé depuis quinze ans. En décembre, le taux de chômage était revenu à 2,1%, son plus bas niveau depuis près de dix ans. Compte tenu de l'évolution favorable de la conjoncture et des limites de capacités, l'investissement productif du secteur privé est monté en flèche l'an passé; il a progressé de près de 18%, soit le taux le plus élevé des grands pays industriels, et a été axé à la fois sur l'expansion des capacités et les économies de main-d'œuvre. En revanche, l'investissement dans le logement a reculé et le nombre total des mises en chantier a été inférieur au maximum enregistré au quatrième trimestre de 1987. La progression de la consommation privée a été, elle aussi, modérée en 1989 et son évolution assez inégale en cours d'année. L'introduction, le 1er avril, de la taxe générale de 3% sur la consommation, qui a provoqué un transfert de dépenses de consommation privée vers les premier et troisième trimestres, est la principale cause du recul du volume du PNB et de la consommation au deuxième trimestre.

Par suite, en grande partie, de l'expansion vigoureuse de la demande globale et des contraintes croissantes pesant sur les capacités internes, l'excédent commercial en volume s'est de nouveau rétréci l'an dernier, mais à un rythme plus lent qu'en 1988. Malgré une amélioration notable de la compétitivité du Japon à l'échelle internationale en 1989 (tableau de la page 32), le processus d'ajustement extérieur s'est poursuivi, du fait en partie de l'incidence de l'appréciation du yen en 1985-88.

Pour stopper l'affaiblissement du yen sur les marchés des changes et atténuer les tensions qui commençaient à s'exercer sur les prix et les salaires, les conditions monétaires ont été légèrement resserrées, ce qui a conduit à une hausse des taux d'intérêt en cours d'année. Sur le plan budgétaire, le Japon a poursuivi une politique d'assainissement des finances publiques depuis le début des années quatre-vingt. Il en est résulté une amélioration sensible du solde financier des administrations publiques, avec un recul du ratio endettement public/PNB vers la fin de la décennie. L'objectif officiel, fixé il y a près de dix ans, d'interrompre les émissions d'«obligations de financement du déficit» a été réalisé dans le projet de budget initial de cette année. Etant donné les recettes supplémentaires procurées par la bonne santé de l'économie, les choix budgétaires globaux généralement neutres de l'année dernière n'ont pas empêché une nouvelle amélioration des finances publiques.

Contrairement aux attentes, l'économie allemande a été très bien orientée en 1988-89, avec un taux de croissance de près de 4% l'an en moyenne, ce qui constitue le meilleur résultat depuis le second choc pétrolier. L'accélération de la croissance du PNB est due en grande partie à l'essor des exportations, qui ont été stimulées par le dynamisme de l'activité économique en Europe. Les ventes à l'étranger ont également bénéficié de la dépréciation du taux de change durant le premier semestre.

Modéré durant les premières phases de la reprise, l'investissement a très fortement progressé en Allemagne en 1988-89. Les dépenses de machines et d'équipement se sont développées de près de 9% l'an dernier en termes réels. Récemment, la vigueur de l'investissement a reflété l'augmentation des taux d'utilisation des capacités, l'accroissement de la demande d'exportations et l'amélioration considérable de la rentabilité des entreprises.

Malgré le dynamisme des investissements, la croissance de la demande interne globale s'est fortement ralentie l'an dernier en Allemagne, en raison du tassement de la consommation privée et publique. La décélération de la consommation privée, de 2,7% en 1988 à 1,7% en 1989, est en partie due au niveau élevé et ascendant des taux d'intérêt, qui s'explique à son tour par les efforts entrepris au printemps de 1988 par la Deutsche Bundesbank pour juguler l'inflation et soutenir le taux de change. L'infléchissement de la consommation a provoqué un ralentissement de la demande interne globale et contribué à la progression de l'excédent extérieur en volume, qui reflète principalement une aggravation des déséquilibres bilatéraux avec l'Italie, la France et l'Espagne.

La politique budgétaire a été resserrée l'an passé en Allemagne, à la suite de la restriction de la consommation publique et du relèvement des impôts indirects, spécialement ceux frappant les produits énergétiques. Parallèlement aux effets bénéfiques plus élevés que prévu procurés par les «dividendes de la croissance» – diminution des indemnités de chômage et du nombre de personnes bénéficiant d'autres programmes d'aide, gonflement des recettes fiscales et des contributions de sécurité sociale – cette politique a produit, pour la première fois depuis près de vingt ans, un excédent des administrations publiques. Le relèvement des taxes indirectes fait partie du programme de réforme fiscale en trois phases, destiné à mettre en place un système plus cohérent. L'impôt sur le revenu avait été abaissé en 1988 dans le cadre de la réforme – engendrant une stimulation budgétaire à ce moment-là – et la dernière phase, la plus importante, est entrée en vigueur au début de 1990, avec des allègements nets d'impôts estimés à 1¼% du PNB. Le calendrier de cette réduction fiscale risque toutefois de soulever des difficultés en raison de ses incidences possibles sur une économie qui présente d'ores et déjà des signes de surchauffe. De plus, le collectif budgétaire pour 1990 pourrait fournir un stimulant supplémentaire, en portant l'expansion des dépenses fédérales de 3% à près de 6%, la plupart des nouvelles ressources étant affectées à l'assistance à la République démocratique allemande. En revanche, dans la mesure où l'essor de la demande induit une progression des importations, le processus d'ajustement externe devrait également en bénéficier.

Programme
de réforme fiscale
en trois phases

Autres grandes économies industrielles

La croissance de près de 3½% en 1989 de l'économie française, soit le même taux qu'en 1988, a été induite par la vigueur des exportations et des investissements des entreprises. Il en est résulté un nouveau recul modeste du chômage, qui tranche heureusement avec l'aggravation continue notée

Vif essor des exportations et des dépenses d'investissement en France

depuis le premier choc pétrolier jusqu'en 1987. Les dépenses d'investissements productifs ont fortement ralenti par rapport au chiffre de plus de 10% de 1988 – le plus élevé qui ait été enregistré depuis la fin des années soixante – tout en demeurant un élément moteur de la reprise. La progression des recettes engendrée par la forte croissance des revenus de ces dernières années et les mesures de réduction des dépenses en pourcentage du PIB ont conduit à une diminution progressive du déficit financier des administrations publiques, qui est passé du maximum d'environ 3% à quelque 1½% du PIB l'année dernière.

Evolution modérée des prix et des salaires

Malgré un taux élevé d'utilisation des capacités, la pression sur les prix et les salaires est demeurée faible en France, du fait en partie de la discipline imposée par la participation au MCE et de l'engagement du gouvernement envers la stabilité du taux de change. Le rythme d'accroissement modéré des salaires en France ces dernières années, comme le montre le tableau de la page 32, contraste fortement avec l'évolution observée durant les années soixante-dix et le début des années quatre-vingt. La faible hausse des salaires nominaux et, récemment, le redressement de la productivité, conjugués à la baisse des prix du pétrole de 1986, ont rendu possible une vive expansion des bénéfiques. La France se classe parmi les pays industriels où les bénéfiques nets ont le plus progressé ces dernières années. En dépit des évolutions généralement favorables en 1989, les autorités ont été confrontées à un certain nombre de problèmes: accès d'agitation sociale en automne, principalement dans le secteur public; persistance d'un niveau élevé de chômage malgré d'importantes créations d'emplois; aggravation du solde des échanges de biens manufacturés.

L'activité économique s'est ralentie au Royaume-Uni ...

Après avoir connu une croissance très rapide en 1987 et 1988, l'activité économique s'est considérablement ralentie au *Royaume-Uni* l'année dernière. Le taux d'expansion antérieur avait reflété l'essor des investissements et de la demande des particuliers, soutenu par le gonflement des emprunts du secteur privé, en particulier sous forme de crédit à la consommation et de crédit hypothécaire. Le niveau de l'emploi a de nouveau fortement progressé en 1989, le taux de chômage est revenu à 5,7% à la fin de l'année, tandis que les hausses de salaires ont atteint presque 9%. La surchauffe de l'économie britannique a été caractérisée par une vive progression des coûts unitaires de main-d'œuvre, une recrudescence de l'inflation et, dans un premier temps, une forte détérioration du déficit commercial.

... mais des signes de surchauffe ont persisté

Pour contenir ces pressions, la politique monétaire a été resserrée en 1988 et 1989. Le relèvement des taux d'intérêt, joint à la poursuite d'une politique budgétaire prudente, a provoqué un ralentissement de la croissance de la demande interne et du PIB en volume l'an dernier, à 3¼% et 2¼% respectivement. La contraction de la demande interne a été particulièrement évidente au second semestre, caractérisé par une réduction de l'investissement productif du secteur privé et un ralentissement de la consommation des particuliers. En conséquence, le taux d'utilisation des capacités de production a reculé et la hausse des prix s'est stabilisée à la fin de 1989. La situation a toutefois continué de se tendre sur le marché du travail, de

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

Pays et période	PNB/PIB ¹	Consommation interne totale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investissement productif du secteur privé ³
			Consommation privée	Consommation publique	Formation brute de capital fixe	Variation des stocks ²	Exportations nettes ²	
variation en %								
France								
1960-69 moyenne	5,5	5,8	5,5	4,1	8,2	0,8	-0,8	8,5
1969-82 moyenne	3,3	2,6	3,4	3,4	2,0	-0,5	0,3	2,3
1982-88 moyenne	1,9	2,2	2,3	2,1	1,9	0,0	-0,3	2,7
1987	1,9	3,0	2,7	3,0	3,7	0,1	-1,1	4,5
1988	3,4	3,8	2,8	2,3	7,7	0,2	-0,5	10,4
1989	3,4	3,1	2,9	2,2	4,0	0,2	0,2	4,6
1989 TIV ⁴	3,7	3,1	2,7	4,0	3,6	0,1	0,5	3,7
Royaume-Uni								
1960-69 moyenne	2,9	2,8	2,3	2,1	5,5	-0,1	0,1	5,1
1969-82 moyenne	1,7	1,6	2,0	2,1	0,1	-0,2	0,3	0,6
1982-88 moyenne	3,6	4,5	4,7	1,0	6,9	0,3	-1,1	9,9
1987	4,8	5,5	6,1	1,1	8,6	0,1	-0,7	14,4
1988	4,1	7,6	7,0	0,4	13,6	0,7	-3,5	19,7
1989	2,2	3,2	3,8	0,5	4,9	-0,2	-1,1	6,4
1989 TIV ⁴	1,9	-0,4	2,5	0,7	1,6	-2,5	2,3	-1,9
Italie								
1960-69 moyenne	5,8	5,4	6,3	4,1	5,3	-0,2	-0,2	4,1
1969-82 moyenne	3,4	3,2	4,0	3,0	1,2	0,1	0,3	2,7
1982-88 moyenne	2,7	3,1	2,9	3,1	3,0	0,2	-0,5	5,3
1987	3,0	4,6	3,9	3,6	6,8	0,2	-1,8	14,1
1988	3,9	4,3	3,8	3,0	4,9	0,5	-0,6	6,0
1989	3,2	3,3	3,8	0,5	5,1	-0,2	-0,3	6,7
1989 TIV ⁴	2,8	1,8	3,1	0,0	4,1	-1,0	0,9	n.d.
Canada								
1960-69 moyenne	5,5	5,2	4,6	6,3	5,3	0,1	0,4	5,4
1969-82 moyenne	3,7	3,8	3,9	3,9	4,7	-0,3	0,2	5,7
1982-88 moyenne	4,5	4,9	4,4	1,9	6,8	0,4	-0,4	6,2
1987	4,5	4,9	4,9	0,7	11,6	-0,6	-0,5	11,1
1988	5,0	5,8	4,3	3,1	13,3	-0,4	-1,1	18,9
1989	2,9	5,5	4,0	2,2	7,0	1,0	-2,6	8,2
1989 TIV ⁴	2,4	4,8	3,6	2,1	6,2	0,8	-2,4	5,9
Sept principaux pays⁵								
1960-69 moyenne	5,8	5,9	5,4	4,6	8,4	0,2	-0,3	8,6
1969-82 moyenne	3,0	2,8	3,3	2,3	2,1	-0,2	0,3	2,7
1982-88 moyenne	3,7	4,0	3,6	2,6	5,5	0,2	-0,3	6,5
1987	3,6	3,9	3,5	2,0	5,9	0,2	-0,4	6,9
1988	4,5	4,8	4,0	1,3	8,8	0,2	-0,3	11,5
1989	3,5	3,5	2,9	1,9	5,9	0,0	-0,1	9,0
1989 TIV ⁴	3,2	3,2	2,9	0,7	5,5	0,0	0,0	9,0

¹ PNB pour les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne. ² Contribution en % à la croissance du PNB/PIB. ³ Machines et équipement pour l'Allemagne (quatrième trimestre de 1989) et l'Italie. ⁴ Variation sur quatre trimestres. ⁵ Pondérations proportionnelles au PIB et aux composantes de la demande de 1987.

Sources: OCDE et données nationales.

sorte que le doute subsiste quant à la possibilité de contenir la poussée des salaires et des coûts de main-d'œuvre.

Poursuite de la croissance vigoureuse en Italie

Conformément à l'évolution générale observée en Europe continentale, l'activité économique est demeurée soutenue en *Italie* en 1989, avec une progression du PIB de 3¼%. La croissance de la production a été induite par les investissements fixes et les exportations. La fin de l'année 1989 a été caractérisée par un taux de chômage légèrement inférieur au niveau noté à la fin des années précédentes, un accroissement des taux d'utilisation des capacités et une forte progression de la production industrielle. L'orientation globalement favorable de l'activité économique n'est toutefois pas allée de pair avec des progrès substantiels en matière de réduction du déficit financier des administrations publiques. Le rythme soutenu de l'activité économique a également contribué à l'apparition de pressions sur les salaires et les prix, malgré la persistance d'un niveau élevé de chômage et une hausse importante des taux d'intérêt en cours d'année. L'évolution défavorable des coûts de main-d'œuvre par rapport aux principaux partenaires commerciaux a provoqué une forte détérioration de la compétitivité de l'Italie à l'échelle internationale et empêché une correction notable du déficit commercial.

La croissance s'est ralentie au Canada ...

La croissance économique s'est ralentie au *Canada* en 1989, par suite de l'apparition de signes de surchauffe après six années de haute conjoncture et une utilisation très élevée des capacités. Avec un taux de 7,3% au milieu de 1989, le chômage s'est situé à son plus faible niveau depuis le début des années quatre-vingt, et une accentuation des tensions sur les prix et les salaires au premier semestre était évidente. La demande interne, qui a progressé à un rythme nettement supérieur à celui de l'offre, a fortement contribué à la détérioration du solde extérieur. Face à la menace d'une accélération de l'inflation, les autorités ont poursuivi durant l'année l'orientation restrictive de la politique monétaire. La croissance de la demande globale s'est ainsi considérablement ralentie au second semestre, le chômage s'est légèrement accru et les taux d'utilisation des capacités ont baissé. Le recul de l'activité s'est concentré sur les achats de biens de consommation particulièrement sensibles aux variations des taux d'intérêt ainsi que sur les dépenses de machines et d'équipement. La forte décélération du volume des exportations, liée en partie au ralentissement sur le marché américain et à l'appréciation du taux de change en termes réels, a également contribué à la croissance moins dynamique du PIB réel au Canada.

... sous l'effet du resserrement de la politique face à la hausse des prix

Autres pays industriels

Stimulée par l'investissement fixe, la croissance réelle atteint 4-5% dans de nombreux pays ...

La croissance en volume de la production dans les autres pays industriels s'est située à 3½% en moyenne l'année dernière, soit légèrement au-dessus du chiffre de 1988 (tableau de la page 25). Dans sept pays, le PIB a progressé de 4-5% et, dans la plupart d'entre eux, c'est l'investissement qui a constitué l'élément le plus dynamique de la demande, les taux de croissance variant entre 4½% aux Pays-Bas et 14½% en Belgique. Etant donné la part

généralement élevée des importations dans les biens d'équipement, le boom de l'investissement s'est accompagné d'une accélération des achats à l'étranger. Ainsi, en dépit de conditions favorables sur le plan des exportations, les échanges commerciaux ont fourni une contribution négative à l'accroissement de la production, qui a même dépassé 3% en Australie. Un second trait commun à nombre de pays dans ce groupe a été le resserrement de la politique monétaire en vue de prévenir une nouvelle détérioration de leurs comptes courants et/ou une accélération de l'inflation. Il en a été ainsi en Espagne, qui a durci à deux reprises sa politique interne du crédit et a pris des mesures pour réduire les entrées de capitaux. L'Australie, la Finlande et le Portugal ont également recouru à des politiques monétaires restrictives et dans les deux premiers pays les taux d'intérêt réels à court terme ont été maintenus dans une fourchette de 5-6% durant la plus grande partie de l'année. Cependant, comme les marchés financiers réagissent plus rapidement que les marchés des biens, les actions entreprises semblent, dans beaucoup de cas, avoir influencé davantage le taux de change nominal que la demande interne, de sorte que l'appréciation du taux de change a amplifié le déséquilibre extérieur.

... mais les pressions inflationnistes s'intensifient également ...

Les tensions inflationnistes et les préoccupations au sujet des comptes extérieurs ne se sont pas limitées aux pays à taux de croissance élevé. Les problèmes liés à l'équilibrage de la balance des paiements courants ont obligé les autorités danoises à maintenir, depuis plusieurs années, une politique restrictive. La croissance modérée de l'an dernier a été presque entièrement due aux modifications des exportations nettes, tandis que la formation brute de capital fixe est tombée à 18% du PIB, tout en se maintenant au-dessus des points bas conjoncturels précédents. Israël a essayé de juguler l'inflation en relevant l'impôt sur le revenu et en stabilisant le taux de change par rapport au dollar EU. La hausse des prix s'est toutefois maintenue aux alentours de 20%, et les autorités ont recouru à deux reprises à la dévaluation pour rétablir la compétitivité. La Turquie a fait principalement appel aux politiques budgétaires pour contenir l'inflation, tout en s'efforçant de réduire le financement monétaire du besoin d'emprunt du gouvernement. Pour la première fois cette année, la banque centrale a annoncé des objectifs d'expansion monétaire. En Suède, l'excès de demande s'est accompagné d'une accélération de l'inflation et d'une détérioration des paiements extérieurs, malgré l'accroissement de l'excédent budgétaire. En février 1990, le gouvernement a proposé diverses mesures pour casser la spirale inflationniste, mais la version adoptée par le parlement a été sensiblement édulcorée. Une seconde série de mesures d'austérité a été proposée début avril, suite à un bond de l'inflation à plus de 11%. En Grèce, la croissance de la production est tombée à 2¼% et le besoin de financement du secteur public s'est élevé à plus de 20% du PIB, tandis que le déficit extérieur s'est creusé, pour s'établir à près de 5%. La croissance de la production s'est également ralentie en Afrique du Sud – principalement dans les secteurs non agricoles – les autorités ayant durci leurs politiques budgétaire et monétaire en vue de redresser les comptes extérieurs et de réduire le taux d'inflation. En Suisse, les limites de capacités de production ayant été

... et imposent à certains pays une trajectoire de faible croissance

Variation du PIB en volume et de la formation brute de capital fixe dans les autres pays industriels									
Pays	PIB de 1987 en milliards de dollars EU	PIB en volume				Formation brute de capital fixe			
		1980-86	1987	1988	1989 ¹	1980-86	1987	1988	1989 ¹
variation en %									
Afrique du Sud	83	1,0	2,1	3,7	2,1	-4,5	-2,5	8,6	4,0
Australie	196	3,0	4,1	3,7	4,9	2,4	3,5	9,6	9,4
Autriche	117	1,3	1,9	4,2	3,8	-0,0	2,9	5,8	4,6
Belgique	139	0,8	2,0	4,3	4,2	-2,9	5,2	16,0	14,3
Danemark	101	2,8	-0,6	-0,2	1,1	4,5	-7,4	-4,8	-1,1
Espagne	289	1,7	5,5	5,3	5,2	0,4	14,6	14,0	13,6
Finlande	89	2,8	4,0	5,2	5,0	1,9	5,4	9,8	12,6
Grèce	46	1,3	-0,1	4,0	2,3	-3,0	-7,9	9,0	8,4
Irlande	30	2,0	4,9	3,7	5,0	-2,8	-1,9	-1,7	10,5
Israël	36	2,8	5,2	1,6	1,0	1,6	3,3	-2,1	-3,0
Norvège	84	3,5	2,0	0,1	2,3	4,7	-2,1	0,7	-4,3
Nouvelle- Zélande ²	35	2,5	1,4	0,1	-1,2	6,2	-7,4	6,5	-5,9
Pays-Bas	213	1,2	1,2	2,8	4,1	1,0	0,6	9,8	4,5
Portugal	37	1,4	4,6	4,2	5,4	-2,0	15,0	16,0	9,5
Suède	161	1,9	2,9	2,3	2,1	1,5	7,6	6,4	9,5
Suisse	171	1,6	2,0	3,2	3,1	3,7	7,6	7,0	5,1
Turquie	68	5,4	7,4	3,4	1,9	5,9	5,6	-1,3	-3,0
Moyenne ³	-	2,0	3,0	3,3	3,5	1,2	4,4	8,1	7,0

¹ Chiffres provisoires. ² Exercice budgétaire se terminant fin mars. ³ Calculée sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1987.
Sources: OCDE, Comptes Nationaux; FMI, Statistiques financières internationales; données nationales.

atteintes et des tensions sur le marché du travail étant apparues, la progression du PIB a été contenue à 3%, tandis que la politique monétaire a été fortement resserrée pour éviter une nouvelle dépréciation du franc suisse. Enfin, la croissance de la production s'est légèrement accélérée en Norvège, grâce à l'évolution favorable des termes de l'échange et à un certain assouplissement des politiques mises en œuvre, étant donné que l'inflation s'est ralentie et que les comptes extérieurs se sont améliorés sous l'effet des mesures prises précédemment.

Prix, coûts et marges bénéficiaires

Reprise de
l'inflation par les
prix au début
de 1989 ...

La hausse des prix à la consommation s'est accélérée dans pratiquement tous les pays industriels en 1989, principalement au cours du premier semestre, où le taux sur douze mois a dépassé d'un point celui de la fin de 1988 (voir tableau de la page 26). Des modifications de la fiscalité indirecte expliquent en grande partie l'accélération au Japon et en Allemagne, alors qu'elles ont exercé un effet modérateur en France, en Italie et aux Pays-Bas. De plus, l'augmentation des prix en dollars EU des matières premières pétrolières et non pétrolières a eu tendance à enchérir les importations, dans les pays notamment dont les taux de change se sont dépréciés

Prix à la consommation							
Pays	1987	1988	1989				1990
			Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars
variation en % sur douze mois en fin de période ¹							
Etats-Unis	4,4	4,4	5,0	5,2	4,3	4,6	5,2
Japon	0,8	1,0	1,1	3,0	2,6	2,6	3,5
Allemagne	1,0	1,8	2,6	2,9	2,9	3,0	2,7
France	3,1	3,1	3,4	3,6	3,4	3,6	3,4
Royaume-Uni	3,7	6,8	7,9	8,3	7,6	7,7	8,1
Italie	5,1	5,5	6,4	7,0	6,6	6,5	6,1
Canada	4,2	4,0	4,6	5,4	5,2	5,1	5,3
Afrique du Sud	14,7	12,5	13,8	15,7	14,9	15,3	14,9
Australie ²	7,1	7,7	6,8	7,6	8,0	7,8	8,6
Autriche	1,7	1,9	2,2	2,5	2,5	2,9	3,1
Belgique	1,4	1,9	2,8	3,0	3,5	3,6	3,4
Danemark	4,1	4,5	4,7	4,5	4,7	4,8	3,0
Espagne	4,6	5,9	6,0	7,1	6,8	6,9	7,0
Finlande	4,2	6,5	6,6	6,8	6,7	6,6	6,5
Grèce	15,7	14,0	13,5	13,4	14,3	14,8	17,8
Irlande	3,1	2,7	3,3	3,8	4,5	4,7	4,2
Israël	16,1	16,4	19,5	20,1	21,0	20,7	16,1
Norvège	7,4	5,6	4,3	4,7	4,2	4,2	4,5
Nouvelle-Zélande	9,6	4,7	4,0	4,4	7,2	7,2	7,0
Pays-Bas	-0,5	1,2	0,8	1,0	1,3	1,3	2,2
Portugal	8,9	11,7	12,4	13,2	12,7	11,6	12,8
Suède	5,2	6,0	6,3	6,6	6,4	6,6	11,2
Suisse	1,9	1,9	2,3	3,0	3,4	5,0	5,0
Turquie ²	55,1	75,2	64,5	67,7	73,1	68,8	62,8
Moyenne ³	3,6 (4,9)	4,1 (5,6)	4,5 (5,9)	5,2 (6,5)	4,8 (6,2)	4,9 (6,3)	5,3 (6,5)

¹ Chiffres trimestriels pour l'Australie, l'Irlande et la Nouvelle-Zélande. ² Nouvelles séries à partir de 1989 pour l'Australie et de 1990 pour la Turquie. ³ Calculée sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1987. Les chiffres en italique sont pondérés en fonction des parités de pouvoir d'achat (PPA).
Sources: données nationales.

vis-à-vis de la monnaie américaine. Les taux élevés d'utilisation des capacités et l'essor de la demande ont également permis aux entreprises d'accroître leurs marges bénéficiaires. Il en a été ainsi en Europe particulièrement, alors que les marges des entreprises japonaises semblent avoir baissé (voir ci-après).

Si le resserrement des politiques monétaires décidé en 1988 et maintenu en place tout au long de 1989 a concouru à tempérer l'évolution des prix durant le second semestre de 1989, une nouvelle accélération a pu être observée au début de 1990. Des conditions climatiques défavorables ont été principalement à l'origine de ce mouvement aux Etats-Unis, tandis qu'ailleurs le renchérissement du pétrole et d'autres produits importés a poussé les prix de détail à la hausse. Il n'est toutefois pas exclu que ces hausses non récurrentes au début de 1989 exercent un effet durable sur la progression tendancielle des coûts.

... et nouvelle accélération en 1990

Le tableau de la page 28 montre l'évolution des prix et des coûts et met l'accent sur leur contribution aux variations des bénéfices qui, surtout dans les pays européens, influencent notablement les programmes d'investissement des entreprises. Toutes les composantes sont mesurées par unité des ventes totales à prix constants et les importations sont considérées comme un facteur au même titre que le travail et le capital. Selon cette très large définition, les marges bénéficiaires dépendent non seulement des prix de la production brute par rapport aux coûts unitaires de main-d'œuvre, mais également des prix à l'importation et de la part des importations dans les ventes totales. De plus, étant donné que les profits sont mesurés en chiffres nets de l'amortissement et des impôts indirects moins les subventions, les marges diminuent lorsque les prix de la production brute ne sont ajustés que partiellement en fonction de l'accroissement de ces composantes des coûts. Par ailleurs, pour faciliter la comparaison entre les divers pays, la mesure retenue est exprimée en chiffres bruts des paiements d'intérêts et d'impôts par les entreprises.

Amélioration sensible des marges bénéficiaires au cours des années quatre-vingt...

Dans cinq des sept pays du tableau, les marges bénéficiaires se sont accrues au cours des années quatre-vingt, avec des hausses particulièrement marquées en Allemagne, en France et au Royaume-Uni. Tant en Allemagne qu'en France, la baisse des prix pétroliers en 1986 a fortement stimulé les bénéfices et, plus récemment, ce mouvement a été accentué par l'augmentation modérée des salaires nominaux et l'amélioration de la productivité. Les entreprises allemandes ont également bénéficié d'une demande vigoureuse de biens d'investissement et, à la faveur des taux élevés d'utilisation des capacités (les plus hauts depuis 1973), elles ont été en mesure d'accroître leurs marges à la fois sur le plan interne et sur les marchés extérieurs. En France aussi, l'utilisation des capacités s'est accrue, mais la caractéristique la plus remarquable concerne le ralentissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre en comparaison avec l'évolution du début des années quatre-vingt. Au Royaume-Uni, l'amélioration des bénéfices s'est principalement produite avant 1986, tandis que les trois dernières années ont été marquées par une poussée constante des coûts de main-d'œuvre, sous l'effet conjugué de la majoration des revenus salariaux nominaux et du ralentissement des gains de productivité. Les importations ont, elles aussi, contribué à un renforcement des pressions sur les coûts l'an passé, en raison de la dépréciation de la livre ainsi que d'une forte hausse de la part des importations dans la production. Dans le même temps, l'enchérissement des prix pétroliers, combiné avec la dépréciation du cours de change, a permis aux exportateurs d'accroître leurs marges.

Aux Etats-Unis également, l'amélioration des marges bénéficiaires s'est surtout produite au début des années quatre-vingt. Depuis 1985, l'augmentation des marges sur les biens exportés a entraîné un gonflement des marges globales et, malgré la dépréciation du dollar et l'accroissement de la part des importations dans la production, la pression des coûts émanant des importations a été étonnamment modeste. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est toutefois accélérée depuis 1986, principalement sous l'influence de l'évolution dans le secteur des services. Le léger recul des

Variation des prix, coûts et marges bénéficiaires ¹					
Pays et poste	1980-85	1986	1987	1988	1989 ²
	variation en %, taux annuels				
Etats-Unis					
Prix, ventes totales	4,6	2,2	3,0	3,2	3,8
Prix, exportations	- 2,6	6,2	9,3	16,9	10,5
Coûts, total	4,1	2,6	2,9	2,9	4,1
Salaires	4,2	2,3	2,8	2,5	3,8
Importations	3,4	6,5	7,8	3,8	4,8
Bénéfices nets	6,8	0,6	3,3	5,3	2,7
Marges bénéficiaires ³	16,1	17,6	17,6	18,0	17,8
Japon					
Prix, ventes totales	1,3	- 1,8	- 0,6	- 0,2	1,4
Prix, exportations	3,3	-19,9	- 9,0	1,1	11,7
Coûts, total	1,5	- 2,4	0,4	0,6	2,4
Salaires	1,3	1,4	- 0,5	- 2,1	- 0,9
Importations	- 3,3	-32,1	- 2,7	13,7	23,2
Bénéfices nets	0,6	1,1	- 3,8	- 2,2	- 2,2
Marges bénéficiaires ³	23,5	23,4	22,6	22,2	21,6
Allemagne					
Prix, ventes totales	3,4	- 0,3	0,6	1,4	2,8
Prix, exportations	7,4	- 4,5	- 2,9	3,2	8,4
Coûts, total	3,0	- 1,8	0,4	0,6	2,5
Salaires	2,1	2,3	1,5	- 0,4	- 0,1
Importations	4,4	-11,3	- 3,0	3,1	7,7
Bénéfices nets	5,7	7,0	1,5	4,5	4,9
Marges bénéficiaires ³	15,9	19,0	19,2	19,8	20,2
France					
Prix, ventes totales	9,4	1,6	2,2	2,9	4,0
Prix, exportations	11,5	- 7,4	- 0,3	5,6	10,3
Coûts, total	9,2	- 0,8	2,0	2,4	3,8
Salaires	8,6	1,3	0,6	0,2	1,5
Importations	9,8	- 9,4	3,9	5,9	11,6
Bénéfices nets	10,6	14,0	3,0	5,2	4,8
Marges bénéficiaires ³	15,3	18,2	18,3	18,7	18,8
Royaume-Uni					
Prix, ventes totales	6,9	1,8	4,3	4,9	6,4
Prix, exportations	7,7	- 7,9	3,2	- 4,4	9,7
Coûts, total	6,2	2,8	3,4	5,0	7,2
Salaires	5,5	3,6	3,3	4,5	8,0
Importations	8,7	- 1,8	5,0	5,2	9,6
Bénéfices nets	11,6	- 3,7	9,8	4,2	1,1
Marges bénéficiaires ³	11,8	13,8	14,5	14,4	13,8
Italie					
Prix, ventes totales	13,8	3,2	4,8	5,5	6,6
Prix, exportations	14,9	- 4,5	0,9	5,1	10,3
Coûts, total	13,5	0,6	5,9	6,9	6,8
Salaires	13,7	5,0	5,0	5,2	4,5
Importations	12,7	-13,2	5,5	7,1	13,4
Bénéfices nets	14,2	9,1	2,4	2,7	6,2
Marges bénéficiaires ³	29,0	31,2	30,5	29,7	29,6

Variation des prix, coûts et marges bénéficiaires ¹ (suite)					
Pays et poste	1980-85	1986	1987	1988	1989 ²
	variation en %, taux annuels				
Canada					
Prix, ventes totales	5,5	2,0	2,5	2,4	3,3
Prix, exportations	5,6	1,9	0,4	1,8	-2,5
Coûts, total	5,5	3,8	1,8	1,9	4,0
Salaires	5,1	2,1	3,2	1,7	4,8
Importations	5,0	3,8	-0,6	2,9	1,4
Bénéfices nets	5,5	-5,5	6,2	4,9	-0,2
Marges bénéficiaires ³	18,9	17,6	18,1	18,7	18,0

¹ Les ventes totales comprennent la demande interne plus les exportations; tous les éléments de prix, coûts et bénéfices sont mesurés par unité de ventes totales à prix constants. En conséquence, les variations annuelles des prix à l'exportation sont affectées par la modification de la part des exportations dans les ventes totales et les variations des éléments de coût par la modification de leur part dans les coûts. Le total des coûts comprend également l'amortissement et les impôts indirects moins les subventions; les salaires et les bénéfices ont été ajustés pour tenir compte des modifications du ratio main-d'œuvre employée/total de la population active.
² Chiffres en partie estimés. ³ En %; première colonne: 1980.
Sources: OCDE, Comptes Nationaux et données nationales.

marges bénéficiaires l'année dernière s'explique donc, dans une large mesure, par l'accélération de 1½ point des coûts unitaires de main-d'œuvre. L'Italie, tout comme les autres pays d'Europe continentale, a connu une forte amélioration des bénéfices en 1986; depuis lors, les marges sont cependant demeurées inchangées ou ont baissé. Cette détérioration s'explique entre autres par la poussée des coûts des importations, mais aussi par l'impossibilité de certaines entreprises de relever les prix au même rythme que les coûts, du fait, peut-être, de l'incidence d'une politique plus ferme en matière de taux de change. La hausse des coûts de main-d'œuvre s'est fortement ralentie depuis le début des années quatre-vingt, mais elle semble se maintenir aux alentours de 5% par an, soit un niveau nettement plus élevé que chez les principaux partenaires commerciaux de l'Italie.

... avec quelques exceptions cependant

Le Canada et le Japon ont tous deux vu leurs marges bénéficiaires baisser durant les années quatre-vingt. Les entreprises canadiennes ont éprouvé des difficultés pour maintenir les marges sur les biens exportés, du fait en partie de l'affaiblissement de la demande mondiale de pétrole et de matières premières non pétrolières, qui représentaient quelque 20% de leurs exportations totales de marchandises en 1988. L'évolution des coûts de main-d'œuvre a été relativement modérée, mais a contribué au recul des marges bénéficiaires l'année dernière, du fait surtout de la diminution sensible des gains de productivité. Des pays recensés dans le tableau, le Japon est celui qui a enregistré le repli le plus important des marges bénéficiaires. S'il est vrai que le chiffre de 1980 (23,5%) n'a été dépassé que par l'Italie, cette évolution est surprenante étant donné les bonnes performances des entreprises japonaises sur les marchés mondiaux et le boom récent des investissements. Plusieurs facteurs expliquent ce phénomène. Tout d'abord, les entreprises japonaises ont eu de la peine à maintenir les marges sur les biens exportés, principalement durant la période 1986-87,

lorsque le taux de change effectif réel s'est apprécié de quelque 45%. En deuxième lieu, en 1988-89, lorsque l'affaiblissement du yen a permis un relèvement des marges sur les exportations, les prix des importations ont poussé les coûts à la hausse et certaines entreprises, notamment les services publics, n'ont pu répercuter complètement cette hausse sur les prix. Troisièmement, d'autres indicateurs donnent une image plus favorable de l'évolution récente des bénéficiaires, mais ils concernent les grandes entreprises. En revanche, pour bon nombre de sociétés sous-traitantes, qui représentent quelque 50% de la production totale, les marges bénéficiaires se sont contractées. Dernier élément, et peut-être le plus important, dans une période de prix stables, voire en recul, les coûts fixes pèsent généralement plus lourd. Au cours de la période 1980-89, où les prix à la production brute n'ont augmenté que de 0,6% l'an (et ont même accusé une baisse durant les quatre dernières années), l'amortissement par unité produite brute s'est accru de 3% l'an et les impôts indirects moins les subventions de 5%. Etant donné que les coûts fixes représentent près de 25% de l'ensemble des coûts au Japon, cette évolution explique pourquoi les coûts globaux ont crû de 1% l'an au cours des années quatre-vingt, malgré une évolution modérée des frais de main-d'œuvre et une baisse des prix à l'importation.

Salaires, productivité et noyau d'inflation sous-jacente

Venant s'inscrire à la suite de la plus longue période d'expansion soutenue depuis les années soixante, la croissance étonnamment rapide de l'activité économique en 1989 a provoqué des tensions sur le marché du travail dans la plupart des pays industriels. La bonne tenue de l'emploi (accroissement de près de 1,8%) dans les pays industriels, conjuguée à l'augmentation modérée (1,3%) de la population active, a conduit à une baisse des taux de chômage. Des reculs particulièrement importants ont été enregistrés au cours de l'année 1989 dans plusieurs pays d'Europe, à savoir l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Espagne et la Belgique, même si, dans de nombreux cas, le niveau élevé du chômage structurel continue à susciter de vives préoccupations. Aux Etats-Unis et au Japon, en revanche, le chômage n'a que faiblement reculé l'an passé, en raison de conditions déjà tendues sur les marchés du travail, de l'augmentation de la population active et d'un certain tassement de l'activité économique, en particulier dans le secteur manufacturier. Les réductions récentes des taux de chômage sont particulièrement encourageantes si on les rapproche des points bas du cycle conjoncturel du début des années quatre-vingt. Replacés dans cette perspective, les taux de chômage aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ont baissé de près de moitié, voire davantage; d'importantes réductions ont également été observées dans un certain nombre d'autres pays d'Europe occidentale.

Le redressement des conditions sur le marché du travail est également illustré par l'augmentation des heures supplémentaires, la progression des offres d'emplois et la réduction du travail à temps partiel. Le nombre de travailleurs à temps partiel aux Etats-Unis a fléchi d'environ 10% en 1989.

Resserrement
des conditions
sur le marché
du travail
l'an dernier...

... et recul du
taux de chômage

Au Japon, le ratio offres/demandes d'emplois a été de 1,3 au second semestre de l'année (il avait dépassé l'unité en 1988 pour la première fois en quatorze ans). De même, le nombre d'emplois à pourvoir en Allemagne s'est accru de plus de 50% en cours d'année et s'est approché du maximum de décembre 1979, tandis qu'en France il a marqué une progression de plus de 18%.

L'accroissement de la population active varie en général fortement d'un pays à l'autre, en raison des différences dans les évolutions démographiques sous-jacentes et de la pyramide des âges ainsi que des réactions variables aux possibilités d'emplois offertes. Aux Etats-Unis et au Japon, la population active s'est fortement accrue (+1,8% et +1,7% respectivement l'an dernier), en raison de l'augmentation de la population en âge de travailler et de taux de participation plus élevés. En revanche, la population active n'a augmenté que de 0,5% dans la Communauté européenne en 1989, du fait du ralentissement continu de la croissance de la population en âge de travailler. L'Allemagne constitue un cas spécial à cet égard, puisque l'accroissement de 0,6% de sa population active a été induit par l'afflux de 720.000 immigrants d'Europe de l'Est. Selon les estimations ils ont, pour un peu plus de la moitié, rejoint immédiatement les rangs des effectifs au travail, et la plupart sont relativement jeunes – près de 8% seulement d'entre eux ont plus de soixante ans, contre 22% pour la population actuelle de la République fédérale.

Intensification
de la hausse
des salaires et ...

La hausse des salaires s'est intensifiée dans la plupart des pays l'an dernier, du fait surtout d'une accélération des coûts salariaux dans le secteur des services. Dans les grands pays industriels, les augmentations de salaires dans l'industrie manufacturière se sont maintenues à environ 5,0% tant en 1988 qu'en 1989. Cette progression dépasse cependant de plus d'un point l'augmentation de 1987 (tableau de la page 33). La hausse a été particulièrement marquée l'an dernier au Royaume-Uni, en Australie, en Suède, en Finlande et en Grèce. Plusieurs accords salariaux conclus récemment, l'adoption de positions très audacieuses par les salariés sur la réduction des heures de travail et la multiplication des conflits sociaux donnent à penser que cette situation risque fort de se poursuivre.

... ralentissement
des gains
de productivité
l'an dernier

En outre, dans de nombreux pays, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont subi une poussée à la hausse en raison d'un ralentissement général des gains de productivité dans l'industrie de transformation, l'an passé, après leur vive progression en 1988. Parmi les grands pays industriels, le Royaume-Uni, l'Italie et le Canada ont enregistré une augmentation particulièrement rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière, du fait surtout d'un recul sensible des gains de productivité. Une évolution très favorable des coûts dans l'industrie de transformation s'est produite, en revanche, au Japon en raison de la persistance de gains de productivité élevés en 1989 – ils sont néanmoins en retrait par rapport à l'amélioration exceptionnellement forte de 1988. Le même phénomène a été observé en France et aux Pays-Bas par suite de la modération des salaires.

Si l'accélération de la hausse des salaires devait se poursuivre au même rythme, un certain nombre de pays pourraient se voir confrontés à un

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité dans l'industrie manufacturière¹

Pays et période	Coûts unitaires de main-d'œuvre ² (CUM) relatifs	Conditions internes			Conditions externes	
		CUM	dont		CUM étrangers (monnaie nationale)	Taux de change effectif nominal
			+ coûts salariaux	- gains de productivité		
variation en %						
Etats-Unis						
1961-69 moyenne	- 0,7	1,6	4,7	3,1	2,7	0,5
1969-82 moyenne	- 1,9	6,4	8,8	2,3	8,0	- 0,3
1982-89 moyenne	- 4,6	-0,3	3,7	4,0	1,4	- 2,9
1987	-13,5	-1,0	2,6	3,7	1,2	-11,2
1988	- 7,2	0,9	3,6	2,7	1,2	- 6,8
1989	3,8	1,5	4,3	2,8	1,6	3,8
Japon						
1961-69 moyenne	0,5	1,8	10,9 ³	9,0	1,7	0,4
1969-82 moyenne	1,7	6,5	13,3	6,4	7,8	3,0
1982-89 moyenne	6,7	-0,7	5,2	6,0	1,3	8,6
1987	7,6	-2,8	2,6	5,8	-1,0	9,5
1988	3,8	-4,3	6,8	11,5	1,7	10,0
1989	- 8,7	-0,5	5,7	6,3	3,1	- 5,0
Allemagne						
1962-69 moyenne	0,2	2,3	8,3	5,7	3,0	0,8
1969-82 moyenne	1,6	5,8	9,8	3,8	8,4	4,2
1982-89 moyenne	1,6	0,9	4,3	3,3	1,8	2,4
1987	9,2	2,9	4,6	1,7	0,4	6,6
1988	0,0	-0,5	3,6	4,1	-1,3	- 0,7
1989	- 1,8	0,9	4,2	3,2	1,7	- 1,2
France						
1963-69 moyenne	1,4	4,2	8,4	3,9	2,3	- 0,5
1969-82 moyenne	- 1,0	9,8	14,5	4,4	8,9	- 1,8
1982-89 moyenne	- 0,6	1,9	6,1	4,2	1,5	- 1,0
1987	0,0	1,2	5,0	3,7	1,8	0,8
1988	- 4,3	-3,2	3,5	7,1	-1,0	- 2,1
1989	- 4,0	0,1	4,0	4,0	2,9	- 1,2
Royaume-Uni						
1963-69 moyenne	- 2,7	3,2	6,7	3,4	3,6	- 2,2
1969-82 moyenne	1,7	12,6	14,7	1,8	8,3	- 2,6
1982-89 moyenne	- 1,2	3,1	8,5	5,3	2,0	- 2,5
1987	- 2,6	1,4	8,1	6,6	2,3	- 1,5
1988	8,3	3,0	8,4	5,3	0,4	6,0
1989	- 0,5	4,5	8,8	4,1	2,0	- 3,0
Italie						
1965-69 moyenne	- 1,9	0,7	9,0	8,2	3,3	0,6
1969-82 moyenne	- 0,9	14,5	19,8	4,7	8,9	- 6,5
1982-89 moyenne	2,6	5,7	10,6	4,6	1,3	- 1,7
1987	0,9	3,3	8,4	4,9	2,8	0,4
1988	- 0,5	3,6	8,0	4,2	0,9	- 3,2
1989	5,5	5,9	8,1	2,1	1,1	0,6

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité dans l'industrie manufacturière¹ (suite)

Pays et période	Coûts unitaires de main-d'œuvre ² (CUM) relatifs	Conditions internes			Conditions externes	
		CUM	dont		CUM étrangers (monnaie nationale)	Taux de change effectif nominal
			+ coûts salariaux	- gains de productivité		
variation en %						
Canada						
1961-69 moyenne	-1,6	0,9	5,4	4,4	1,8	-0,6
1969-82 moyenne	-0,1	8,4	10,4	1,9	7,2	-1,2
1982-89 moyenne	1,6	1,8	6,7	4,9	-0,1	-0,2
1987	5,0	2,9	6,2	3,2	-0,9	1,3
1988	8,9	3,0	8,0	4,9	0,1	6,1
1989	9,5	5,8	7,3	1,5	1,8	5,6
Sept principaux pays ⁴						
1965-69 moyenne		2,6	8,1	5,4		
1969-82 moyenne		7,7	11,6	3,7		
1982-89 moyenne		0,6	5,2	4,5		
1987		-0,2	3,9	4,2		
1988		-0,3	5,1	5,5		
1989		1,5	5,2	3,7		

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

¹ Pour l'Allemagne, mines et industries manufacturières; pour l'Italie, industrie hors bâtiment.
² CUM relatifs = CUM internes - CUM étrangers + taux de change effectif nominal. ³ Rémunérations, toutes industries. ⁴ Calculé sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1987.

Sources: données nationales; OCDE; estimations BRI.

problème potentiel, étant donné les liens traditionnels entre les hausses de salaires et les taux de l'inflation sous-jacente. De plus, «l'inflation des prix des actifs» observée notamment au Japon, au Royaume-Uni et en Suède ces dernières années pourrait exercer une pression plus forte sur les salaires, les travailleurs s'efforçant de maintenir leur niveau de vie devant l'ascension rapide des prix des terrains et des logements (voir Chapitre IV).

Le graphique de la page 35 montre l'évolution «du noyau d'inflation sous-jacente», qui mesure les pressions exercées par la hausse tendancielle des prix internes calculées comme la variation en pourcentage de l'indice des prix à la consommation pour toutes les composantes de cet indice, à l'exception des produits alimentaires et de l'énergie; sur le graphique figure également l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre pour l'ensemble de l'économie depuis 1965. L'élimination de l'incidence des prix de l'énergie dans la hausse des prix à la consommation est particulièrement importante en raison d'amples fluctuations du cours du pétrole.

Le graphique montre que le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre et l'inflation interne suivent, la plupart du temps, une évolution parallèle. Une reprise de l'inflation sous-jacente au cours des trois dernières années a été constatée presque partout. Bien que le redressement

Noyau d'inflation sous-jacente et coûts unitaires de main-d'œuvre

général des marges bénéficiaires dans la plupart des pays industriels depuis 1982 donne à penser que les entreprises pourront et voudront sans doute absorber l'accroissement des coûts pendant une période de temps limitée, à plus long terme la stabilité des prix dépend en fin de compte du fait de savoir si l'évolution de la rémunération totale par personne employée suit grosso modo le rythme des gains de productivité.

Accélération de la hausse des prix et des coûts unitaires de main-d'œuvre

Parmi les aspects positifs de la reprise économique de 1982-89, il convient de mentionner le redressement partiel des gains de productivité dans l'industrie de transformation, qui ont progressé à un taux annuel moyen de 4,5%, ainsi que le ralentissement prononcé de la hausse des salaires. La combinaison de ces deux éléments a conduit à une modération des augmentations des coûts salariaux unitaires durant les sept dernières années, dont le rythme moyen a été inférieur à 1% l'an dans le secteur manufacturier des principaux pays industriels, jetant ainsi les bases d'une expansion économique prolongée compatible avec des pressions inflationnistes modérées. La pause salariale a constitué un élément essentiel du processus désinflationniste au début et au milieu des années quatre-vingt; dans la plupart des pays, elle s'est produite malgré le resserrement des conditions sur les marchés du travail. Cette modération est attribuable à divers facteurs, en particulier à l'attitude moins revendicative des syndicats dans les négociations contractuelles à la suite de la sévère récession du début des années quatre-vingt; elle s'explique aussi par la persistance de niveaux obstinément élevés du chômage dans de nombreux pays, surtout en Europe. A noter également que la compression des salaires réels dans certains pays, tels que les États-Unis, s'est concentrée sur les emplois les moins qualifiés du fait peut-être de la concurrence croissante, à l'échelle internationale, des pays nouvellement industrialisés et des pays en développement. Les travailleurs bénéficiant d'un niveau élevé de qualification et d'éducation s'en sont tirés nettement mieux.

Croissance des gains de productivité depuis le début des années quatre-vingt

La modération salariale a également contribué à freiner l'inflation

L'érosion du pouvoir d'achat des salaires provoquée par la hausse des prix – avec même pour conséquence dans certains cas un recul en valeur absolue des salaires réels – a constitué une source importante de tensions sur le marché du travail dans le passé. La stabilité relative des prix durant la reprise actuelle a permis de modérer les revendications concernant les salaires nominaux, mais cette situation risque de changer suite à l'accélération de l'inflation en 1988-89. Si les anticipations inflationnistes s'inscrivent en hausse, les demandes d'augmentation de salaires pourraient croître encore plus pour pallier l'incertitude plus grande quant aux revenus réels effectivement obtenus. L'abaissement du niveau du chômage a également tendance à accentuer les revendications salariales.

La récente montée de l'inflation pourrait se répercuter sur les revendications salariales

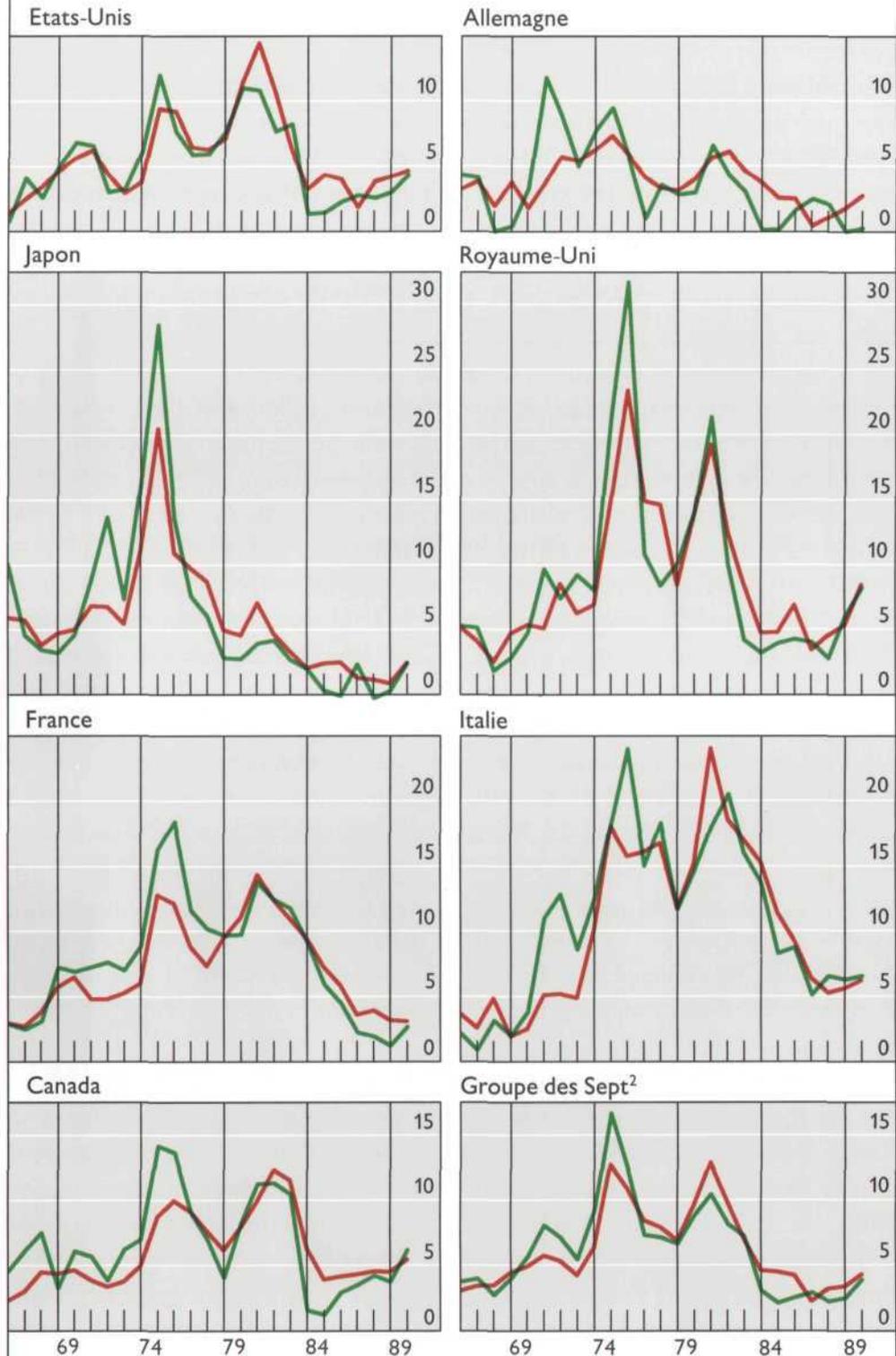
Des efforts considérables ont été entrepris en vue de déterminer empiriquement le niveau de chômage compatible avec une croissance stable des salaires. C'est ce qu'il est convenu d'appeler le «taux de chômage n'accéléralant pas les salaires» (non-accelerating-wages rate of unemployment = NAWRU). Le NAWRU lui-même n'est pas stable dans le temps. Parmi les caractéristiques institutionnelles du marché du travail qui exercent une influence sur le NAWRU, il convient de mentionner notamment l'évolution

Raffermissement des conditions sur le marché du travail

Noyau d'inflation sous-jacente et coûts unitaires de main-d'œuvre

Variations annuelles, en %

— Prix à la consommation hors alimentation et énergie
 — Coûts unitaires de main-d'œuvre¹



¹ Ratio rémunération par employé/production par employé dans l'ensemble de l'économie.
² Moyennes pondérées par les dépenses de consommation privée de 1987 exprimées en dollars courants.

Sources: OCDE et données nationales.

de la population active, la part du chômage à long terme, la répartition régionale/sectorielle du chômage et l'importance des négociations salariales centralisées. Aux Etats-Unis, le NAWRU semble avoir augmenté au cours des années soixante-dix, du fait en partie d'une modification dans la composition de la population active et en partie du ralentissement des gains de productivité. Les salariés répugnaient initialement à accepter des accords prévoyant des ajustements inférieurs à «3% plus COLA» (cost-of-living adjustment = ajustement au coût de la vie), qui étaient devenus la règle avec les gains de productivité enregistrés durant les années soixante. La prise en compte progressive de la modification de la situation économique et une certaine reprise des gains de productivité ont apparemment réduit le NAWRU aux Etats-Unis depuis le milieu des années quatre-vingt.

En Europe, on considère généralement que les niveaux de chômage actuellement élevés par rapport à ceux du début des années soixante-dix sont dus en grande partie à une disparité structurelle entre l'offre et la demande de diverses catégories de personnel qualifié. Les nouvelles technologies requièrent des niveaux de qualification plus élevés et l'accroissement de la concurrence internationale en provenance de pays disposant d'une main-d'œuvre bon marché a entraîné une augmentation de la demande relative de main-d'œuvre plus qualifiée en Europe. Cette évolution, et l'existence d'écart de salaires relativement faibles et rigides entre les diverses régions et professions par rapport à des périodes antérieures et à d'autres parties du monde, a contribué à faire monter le niveau moyen de chômage. En outre, les politiques des revenus, la législation sur les salaires minimums, le financement de la sécurité sociale et l'activité des syndicats semblent avoir comprimé les écarts de salaires depuis le début des années soixante-dix.

En tout état de cause, la plupart des estimations indiquent que les NAWRU ont en général fortement augmenté depuis le début des années soixante-dix, en particulier en Europe continentale, et que les taux actuels de chômage dans de nombreux pays se situent probablement aux environs, voire légèrement en dessous, du niveau NAWRU. Cette constatation appelle l'attention sur l'accélération de la hausse des prix et des salaires de l'an dernier et souligne la difficulté de contenir ou d'éviter une poussée supplémentaire des coûts tout en maintenant un rythme soutenu d'activité économique.

Une autre question importante concernant les évolutions des coûts sur les marchés du travail est la mesure dans laquelle elles divergent d'un pays à l'autre et affectent la compétitivité internationale. Dans cinq des sept grands pays industriels, les mouvements de taux de change ont amplifié, en 1989, les divergences en matière de compétitivité internationale découlant des évolutions divergentes des coûts de main-d'œuvre et des gains de productivité d'un pays à l'autre. Cela apparaît clairement si l'on compare la différence entre les variations des coûts unitaires de main-d'œuvre internes et étrangers (en monnaie nationale) à celles des coûts unitaires relatifs indiqués dans la première colonne du tableau des pages 32-33. Certains en sont venus à se demander si les marchés des changes constituent un mécanisme d'ajustement efficace des déséquilibres extérieurs. C'est ainsi que le

Accélération de l'inflation par les salaires

Les taux de change ont amplifié les divergences entre les coûts unitaires internes de main-d'œuvre l'an dernier

Japon a enregistré une baisse de 0,5% de ses coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie de transformation en 1989, alors que chez ses partenaires commerciaux la hausse était en moyenne supérieure à 3%. Malgré cette divergence, la valeur pondérée du yen s'est dépréciée de plus de 5% et a constitué l'élément le plus important de la forte amélioration (près de 9%) de la compétitivité internationale du Japon. Cette préoccupation se trouve amplifiée par la poursuite de l'affaiblissement du taux de change du yen au printemps de 1990, en dépit d'un important excédent extérieur et du resserrement de la politique monétaire.

Sur des périodes plus longues cependant, les variations des taux de change ont généralement resserré, voire inversé, les divergences d'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre entre les divers pays. Durant les périodes 1969-82 et 1982-89, marquées par d'amples fluctuations des taux de change, les diverses monnaies se sont conformées à ce schéma dans tous les grands pays industriels, à l'exception des Etats-Unis. La valeur du dollar pondérée en fonction des échanges commerciaux s'est dépréciée en moyenne durant ces périodes, bien que les coûts unitaires de main-d'œuvre aux Etats-Unis se soient accrus à un rythme légèrement inférieur à celui noté dans beaucoup d'autres pays, du fait en partie de l'influence de facteurs structurels. Toutefois, la tendance générale parmi les grands pays industriels au cours des années soixante-dix et quatre-vingt a été la suivante: les taux de change se sont dépréciés dans les pays où l'augmentation des coûts de main-d'œuvre était relativement élevée (France, Royaume-Uni, Italie et Canada) et se sont appréciés dans ceux où elle a été faible (Allemagne et Japon). Ainsi, le tableau montre que l'appréciation du yen a plus qu'annulé l'accroissement relativement modéré des coûts unitaires de main-d'œuvre au Japon en 1969-82 et 1982-89, d'où un affaiblissement de sa compétitivité internationale évaluée sur cette base.

Evolution dans les pays en développement

Croissance de la production et du revenu réel

L'évolution de la production et du revenu réel dans les PED au cours de l'année écoulée présente deux caractéristiques (voir tableau de la page 39): tout d'abord la réduction de la croissance de la production globale par rapport à 1988, imputable en totalité, il est vrai, au ralentissement dans les pays d'Asie; ensuite la conjoncture extérieure généralement moins favorable qu'en 1988, du fait de la hausse des taux d'intérêt à l'échelle internationale et d'une moindre croissance des volumes d'exportations (voir tableau de la page 40). De plus, l'amélioration des termes de l'échange s'est limitée principalement aux pays exportateurs de pétrole; les exportateurs d'autres produits de base ont en effet accusé une détérioration, tandis que pour les biens manufacturés on a enregistré une très légère progression. C'est au Moyen-Orient et en Amérique latine que la décélération du volume des exportations a été particulièrement marquée, alors que les pays africains ont connu la progression la plus rapide depuis 1984.

Le recul sensible de la croissance de la production réelle en Asie...

Le ralentissement de la croissance de la production réelle en *Asie* – le premier depuis 1985 – est principalement dû à l'évolution en Chine et en Inde, qui ont été à l'origine de plus de 80% du recul global. Etant donné que l'expansion s'était poursuivie à un rythme moyen de plus de 11% au cours des cinq années précédentes, les autorités chinoises, devant la montée des tensions inflationnistes et l'accroissement du déficit extérieur, ont freiné le développement du crédit et relevé les taux d'intérêt à plus de 10% en termes réels. En conséquence, la demande privée s'est affaiblie et la croissance du PIB a été ramenée à 4%, le ralentissement ayant particulièrement touché les entreprises rurales privées et le nombre de chômeurs ou de travailleurs sous-employés, qui s'est élevé, selon les estimations, à 13½% de la population active. Au début de 1990, le programme d'austérité a toutefois été assoupli, en particulier pour les industries rurales. En Inde, l'évolution notée l'an dernier reflète principalement le ralentissement de la croissance dans le secteur industriel, tandis que la production agricole a établi un nouveau record. Les tensions inflationnistes ne se sont cependant guère relâchées et le déficit budgétaire, à 8½% du PNB, a dépassé de 50% les prévisions. En outre, malgré un essor vigoureux des exportations, le ratio endettement extérieur/PNB a atteint près de 25%, contre 12% seulement en 1980.

... est dû essentiellement à l'évolution en Chine et en Inde ...

Les économies nouvellement industrialisées (ENI) constituent une deuxième zone de ralentissement en *Asie*, la décélération de la production s'expliquant pour l'essentiel par la situation en Corée du Sud. Erodée par la hausse de 21% des salaires nominaux, par la réduction des horaires de travail et l'appréciation du taux de change, la compétitivité internationale y a fortement reculé et la contribution des exportations nettes à la croissance de la production réelle est tombée à -6½%. Cependant, en raison du dynamisme de la demande interne, induit par la consommation privée et la formation brute de capital fixe des entreprises, la croissance du PIB a dépassé, avec 6½%, la moyenne de l'*Asie*, tout en se situant nettement en dessous des 11½% enregistrés durant les trois années précédentes. La progression plus lente des exportations a également été à l'origine d'un certain ralentissement de l'activité à Singapour et à Hong Kong. A Taïwan, la variation des exportations nettes a joué un rôle négatif pour la deuxième année consécutive. Par suite, cependant, de la diminution du taux d'épargne interne à 31½% (il demeure néanmoins l'un des plus élevés du monde), la consommation a enregistré une vive progression. Stimulée en outre par l'investissement fixe, la croissance de 7½% du PIB a été légèrement supérieure à celle de 1988. Parallèlement, grâce à l'essor de la demande interne dans les ENI, au gonflement des investissements directs étrangers et à l'expansion continue des secteurs non pétroliers, l'Indonésie a enregistré pour la deuxième année de suite une croissance de près de 6%, tandis qu'en Thaïlande le PIB en volume s'est accru d'environ 11% pour la troisième année consécutive, démentant les estimations antérieures d'une hausse plus faible du potentiel de production, mais entraînant également des goulots d'étranglement sur le marché de la main-d'œuvre qualifiée.

... et dans les ENI

Croissance du PIB dans les pays en développement								
Pays et groupe de pays	1987 PIB en milliards de \$EU	1978-84 moyenne	1985	1986	1987	1988	1989	Moyenne 1980-89 par habitant
Afrique	224	3,4	3,9	2,3	0,9	3,3	3,2	-0,2
Nigeria	24	-1,8	7,9	3,2	1,8	4,2	4,0	-3,0
Pays subsahariens	112	2,3	2,8	2,3	0,7	2,6	3,0	-0,4
Moyen-Orient	465	1,8	-1,2	-0,2	0,0	1,1	2,0	-2,3
Egypte	33	7,3	6,7	2,7	2,5	5,9	5,0	3,8
Asie	1.138	6,2	6,2	6,9	8,3	9,4	5,2	5,3
Chine	297	8,3	13,1	8,3	10,6	11,2	3,9	7,7
Inde	256	3,8	5,1	4,0	3,6	10,4	4,5	3,3
Indonésie	65	6,2	2,5	5,9	4,8	5,7	6,2	2,7
Thaïlande	47	5,8	3,5	4,5	8,0	13,2	11,0	5,0
ENI	293	7,4	3,7	10,6	12,1	9,2	6,3	6,9
Amérique latine	788	2,0	4,1	4,5	3,1	0,4	0,7	-0,5
Brésil	315	2,4	8,3	7,6	3,6	0,0	3,6	-0,0
Mexique	140	4,1	2,7	-3,8	1,5	1,1	3,0	-1,0
Argentine	77	0,3	-4,4	5,5	1,9	-3,1	-5,5	-2,9
Chili	17	2,2	2,4	5,7	5,7	7,4	9,3	0,9
Pérou	44	0,6	1,9	9,5	6,9	-8,8	-12,2	-3,6
Venezuela	48	-1,2	1,3	6,8	3,0	5,7	-8,1	-2,6
Ensemble des pays en développement*	2.615	3,9	4,1	4,6	4,5	4,7	3,2	1,8

* Calculé sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1987.
Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales; ONU, Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes; données nationales.

Stagnation persistante en Amérique latine

En *Amérique latine*, la croissance moyenne du PIB a été légèrement supérieure à celle de 1988, mais insuffisante pour empêcher un nouveau recul du revenu par habitant, qui a été ramené à un niveau inférieur de 8% à son maximum de 1980. La baisse a été la plus prononcée dans les pays en proie à une hyperinflation (Argentine et Pérou) ou qui ont mis en œuvre des programmes de lutte contre l'inflation. Parmi ces derniers, il convient de signaler le Venezuela, qui a été contraint d'inverser l'orientation de la politique précédente consistant à soutenir la demande interne par l'utilisation de ses réserves de change en maintenant le taux de change à un niveau trop élevé. La production s'est légèrement redressée au Brésil, malgré une vive accélération de l'inflation. Cela est dû en partie à des achats anticipés effectués en prévision de hausses de prix futures, mais illustre aussi certains aspects positifs du programme de stabilisation appliqué au début de 1989 («Plan Été»); vers la fin de l'année, la production était en baisse. Au Mexique en revanche, la croissance de la production s'est intensifiée en cours d'année, le programme de stabilisation ayant renforcé la confiance et des entrées de capitaux ayant stimulé la formation brute de capital fixe des entreprises. Au Chili, le PIB a progressé de plus de 9%, grâce à l'application de politiques expansionnistes et au raffermissement de la confiance dans le secteur privé.

Facteurs externes influençant l'évolution de la production								
Région	Termes de l'échange				Volumes d'exportations			
	1981-86 moyenne	1987	1988	1989	1981-86 moyenne	1987	1988	1989
	variation en %							
Afrique	- 7,8	2,1	- 5,5	-0,7	3,5	0,2	2,1	6,1
Moyen-Orient	-13,0	8,6	-19,2	8,0	-5,7	3,1	15,3	7,0
Asie	0,1	2,8	0,8	1,1	8,3	19,9	13,0	10,0
Amérique latine	- 4,7	-2,0	- 2,2	1,3	2,5	7,8	10,4	2,9
Ensemble des pays en développement*	- 3,8	3,0	- 3,9	2,3	4,2	13,0	12,0	7,9

* Calculé sur la base des pondérations des exportations et des taux de change de 1987.
Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales et ONU, Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes.

Si les résultats des pays exportateurs de pétrole du *Moyen-Orient* en matière de croissance ont été confortés par le relèvement des prix du pétrole et l'accroissement de sa demande à l'échelle mondiale, l'évolution défavorable des termes de l'échange – due principalement à la baisse des prix des boissons tropicales – a exercé un effet négatif sur l'augmentation du revenu réel dans les pays de l'*Afrique subsaharienne*. De plus, l'accroissement rapide de la population a entraîné un nouveau recul du revenu par habitant, qui est tombé en dessous du niveau du milieu des années soixante. Le résultat de l'an dernier peut donc être considéré comme l'épisode le plus récent d'une longue période de régression économique, imputable principalement aux facteurs suivants: i) la réduction de la part des investissements dans la production, en raison du niveau élevé du coût du capital et des frais d'exploitation et d'une faible épargne; cette réduction a été aggravée par un fléchissement, à 2,5% seulement, du rendement des investissements durant les années quatre-vingt, contre plus de 20% dans les autres PED à niveaux de revenu par habitant comparables; ii) un système incitatif défavorable à l'agriculture, en raison de la surévaluation des taux de change et de la réglementation des prix; cette situation ainsi que l'absence d'une base d'exportations diversifiée et la médiocrité des récoltes à la suite des fortes sécheresses ont contribué à la faible progression des exportations et au recul de la part de ces pays dans le commerce mondial, même sur les marchés de produits non pétroliers; iii) des variations brutales et fréquentes des termes de l'échange qui, malgré une influence quantitative sur longue période moins grande que la faible performance des exportations, ont créé un environnement d'incertitude; iv) des excédents d'effectifs dans les secteurs publics qui ont provoqué une distorsion de la structure prix/salaires par l'intermédiaire de taxes sur le commerce, de subventions et, jusqu'à récemment, de salaires réels élevés pour les employés de la fonction publique; de plus, l'existence de réglementations des prix et des salaires et l'inefficacité des entreprises publiques ont biaisé la croissance au bénéfice des secteurs urbains et encouragé l'émergence d'un «secteur informel» regroupant des entreprises de plus petite taille, qui réagissent plus rapidement

Légère reprise au
Moyen-Orient...

... mais situation
précaire
en Afrique
subsaharienne

Inflation dans les pays en développement							
Pays et groupe de pays	1978-83	1984	1985	1986	1987	1988	1989
	moyenne	variation en % des prix à la consommation					
Afrique et Moyen-Orient	14,0	14,0	7,0	11,5	17,0	18,5	17,0
Egypte	14,4	17,0	12,1	23,9	19,7	17,7	21,3
Nigeria	14,7	39,6	5,5	5,4	10,2	38,7	42,5 ¹
Asie	8,2	7,0	7,3	9,4	9,7	14,5	12,0
Chine	3,2	2,7	11,9	7,0	8,8	20,7	19,0
Corée du Sud	15,8	2,3	2,5	2,8	3,0	7,1	5,8
Inde	10,2	8,3	5,6	8,7	8,8	9,4	8,4
Philippines	13,8	50,3	23,1	0,8	3,8	8,8	10,5
Amérique latine	71,5	133,5	145,0	88,0	131,0	286,0	531,0
Argentine	174,7	626,7	672,1	90,1	131,3	343,0	3.096
Brésil	96,2	197,0	227,0	150,0	219,0	582,0	1.325
Mexique	46,6	65,5	57,7	86,2	131,8	114,2	19,7
Pérou	75,4	110,2	163,4	77,9	85,8	669,0	3.388
Ensemble des pays en développement ²	29,0	47,0	48,5	33,5	48,0	97,0	170,0

¹ Estimation. ² Calculé sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1987.
Sources: FMI, Statistiques financières internationales, Perspectives économiques mondiales et données nationales.

aux signaux du marché mais produisent principalement des services et d'autres biens ne faisant pas l'objet d'échanges; v) une dette extérieure croissante et un ratio service de la dette/exportations de près de 50% (en fait de 25% environ seulement si l'on tient compte des arriérés); et vi) des taux d'accroissement élevés de la population, rendant ces pays plus dépendants des importations pour leur alimentation et réduisant l'épargne et l'investissement.

Inflation

Accélération de l'inflation en Amérique latine ...

Les performances réalisées en matière d'inflation par les PED l'an dernier ont été principalement influencées par l'évolution en Amérique latine (voir tableau ci-dessus), où trois des principaux pays (Brésil, Pérou et Argentine) ont connu une hausse des prix à la consommation à quatre chiffres. Dans plusieurs pays où les résultats dans ce domaine étaient généralement assez favorables (Venezuela, Chili et Paraguay), la situation s'est également détériorée l'an dernier. L'accélération de l'inflation a eu plusieurs causes. Au Chili, elle est due à une pression excessive de la demande, tandis qu'au Venezuela elle résulte de la réorientation de la politique mentionnée précédemment. En outre, le relèvement des tarifs et la diminution des subventions ont attisé l'inflation des prix dans des pays qui se sont efforcés de réduire leurs déséquilibres budgétaires. Cependant, la cause la plus importante, l'an dernier, particulièrement évidente dans les trois pays en proie à l'hyperinflation, a été la perte de confiance dans l'aptitude des autorités à corriger les erreurs passées de politique économique et à mettre en œuvre

des programmes d'assainissement. Les brusques envolées des taux d'intérêt nominaux et l'élargissement des écarts entre les taux de change officiels et non officiels ont été, à n'en pas douter, des signes d'une anticipation d'une hausse accélérée des prix.

Dans le même temps, un certain nombre de pays ont réalisé des progrès impressionnants dans la lutte contre l'inflation. La Bolivie et l'Equateur sont parvenus à réduire la hausse des prix au moyen de politiques de restriction de la demande. Au Mexique, la reconduction du programme de stabilisation appliqué en décembre 1987 a contribué à ramener le taux d'inflation à 20% seulement l'an dernier, en dépit d'un relèvement des salaires minimums et des tarifs publics et de la dépréciation du peso par rapport au dollar EU. En mars 1990, le nouveau gouvernement du Brésil a mis en route un programme de lutte contre l'inflation, en vue de tuer dans l'oeuf le cycle inflationniste; ce programme comporte pour l'essentiel un blocage des prix et des salaires pendant trente jours (qui sera suivi de contrôles), une sévère contraction des liquidités assortie d'un gel de dix-huit mois de la plupart des actifs financiers et des ressources d'épargne ainsi que diverses mesures visant à réduire le déficit du secteur public. En dehors de l'Amérique latine, l'inflation s'est également accélérée au Nigeria et aux Philippines, en raison de l'augmentation des prix du pétrole et de la dépréciation des taux de change, cependant qu'en Corée du Sud et en Chine, la hausse des prix a commencé à se ralentir, par suite de l'application de politiques monétaires plus strictes et du freinage de la croissance des salaires nominaux.

... mais progrès réalisés dans un certain nombre de pays

Transferts de ressources et schémas d'ajustement

L'un des problèmes les plus sérieux qu'un grand nombre de pays en développement – mais pas tous – ont dû affronter au cours des années quatre-vingt a été la réduction des entrées nettes de capitaux (voir Chapitre V), qui est allée de pair avec un accroissement des versements nets d'intérêts. Durant les années soixante-dix, la plupart des PED ont financé l'insuffisance de leur épargne par des entrées de capitaux; cependant, comme cela s'est révélé insoutenable à terme et que leur cote de crédit s'est détériorée, ils ont dû recourir à des mesures correctives en vue d'équilibrer leur balance des paiements courants. L'adaptation à cette nouvelle situation a nécessité l'application de politiques visant à encourager les exportations et à réduire les importations, tout en stimulant l'épargne nationale face à l'investissement. De plus, comme la dette extérieure a été contractée en grande partie par l'Etat et des entreprises publiques, l'accroissement du coût du service de la dette s'est traduit par une augmentation du besoin de financement du secteur public. Pour consolider la balance des paiements courants et empêcher l'apparition de tensions inflationnistes, il a fallu en conséquence stimuler également l'épargne financière nette du secteur privé et réduire les déficits budgétaires primaires (c'est-à-dire les déficits hors versements d'intérêts).

Le problème des transferts internes et externes

Durant les années quatre-vingt, les PED ont ainsi dû faire face à deux problèmes interdépendants de transfert et d'ajustement; le tableau

Evolution de la situation depuis 1980...

... dans tous
les PED ...

ci-dessous montre comment ces problèmes ont évolué au cours de trois phases différentes:

- la première phase, qui va jusqu'en 1982, est marquée par un accroissement des versements nets d'intérêts et un recul des exportations, reflet, en partie, de la récession dans le monde industrialisé. Sur le plan interne, l'augmentation des paiements nets d'intérêts a provoqué une détérioration des déficits publics et, malgré une certaine amélioration du solde financier du secteur privé, l'épargne nationale a fortement reculé;
- durant la deuxième phase, qui va jusqu'en 1986-87, les balances des paiements courants ont été progressivement ramenées près de l'équilibre, mais essentiellement au moyen d'une contraction des importations. Sur le plan

Transferts nets de ressources et variation des soldes financiers								
Groupe de pays et année	Ex	Im	Int	BdP	I	E	$E_p - I_p$	$E_a - I_a$
	en % du PNB/PIB							
Ensemble des PED¹								
1980	19,9	20,6	-2,3	-3,0	26,6	23,6	-0,5	- 2,5
1982	19,2	20,4	-3,3	-4,5	24,5	20,0	0,5	- 5,0
1986	18,8	18,2	-3,0	-2,4	23,9	21,5	3,6	- 6,0
1987	20,3	18,4	-2,7	-0,8	24,7	23,9	5,3	- 6,1
1988	19,6	17,9	-2,7	-1,0	25,1	24,1	5,1	- 6,1
1989	21,1	20,0	-2,8	-1,7	24,2	22,5	5,4	- 7,1
Amérique latine								
1980	17,9	18,8	-3,5	-4,4	23,4	19,0	-2,2	- 2,2
1984	20,7	15,4	-5,5	-0,2	16,6	16,4	4,7	- 4,9
1987	16,4	14,0	-3,8	-1,4	19,8	18,4	7,9	- 9,3
1988	15,7	13,1	-3,8	-1,2	20,8	19,6	8,1	- 9,3
1989	17,2	14,6	-3,9	-1,3	19,6	18,3	11,5	-12,8
Asie								
1980	25,8	26,6	-1,2	-2,0	29,0	27,0	1,3	- 3,3
1982	27,1	27,5	-1,7	-2,1	27,1	25,0	2,1	- 4,2
1986	32,0	29,5	-2,0	0,5	29,0	29,5	4,4	- 3,9
1987	37,1	33,0	-1,8	2,3	29,2	31,5	5,9	- 3,6
1988	38,6	36,0	-1,7	0,9	29,2	30,1	4,4	- 3,5
1989	41,0	39,1	-1,7	0,2	28,7	28,9	3,7	- 3,5
Afrique subsaharienne²								
1980	29,7	36,0	-2,2	-8,5	19,8	11,3	-1,0	- 7,5
1981	27,9	34,9	-2,8	-9,8	20,9	11,1	-2,9	- 6,9
1985	28,2	28,9	-2,9	-3,6	18,4	14,8	1,7	- 5,3
1988	26,2	31,0	-2,5	-7,3	18,0	10,7	-0,7	- 6,6
1989	29,1	33,2	-3,0	-7,1	17,6	10,5	-0,8	- 6,3

Remarque: calculé sur la base de l'identité comptable du revenu national exprimée en % du PNB/PIB:
 $Ex - Im - Int \equiv BdP \equiv E - I \equiv (E_p - I_p) + (E_a - I_a)$
dans laquelle Ex = exportations de biens et services, Int = versements nets d'intérêts, BdP = balance des paiements courants, E = épargne nationale, I = investissement total, $(E_a - I_a)$ = solde financier de l'administration centrale. Pour assurer une meilleure cohérence Im = importations de biens et services mesurées comme $Ex - Int - BdP$ et $(E_p - I_p)$ = solde financier du secteur privé mesuré comme $BdP - (E_a - I_a)$.

¹ Définition de la Banque mondiale, à l'exclusion des pays européens. ² A l'exclusion du Nigeria.
Sources: Banque mondiale, Tableaux de la dette mondiale et FMI, Perspectives économiques mondiales.

interne, la compression des importations s'est accompagnée d'une réduction de la formation brute de capital fixe, tandis que l'ajustement des soldes financiers a été limité au secteur privé. En fait, en 1987, les besoins de financement de l'administration centrale ont été plus élevés qu'en 1982;

– la phase récente a été caractérisée par un redressement des exportations et par une progression encore plus forte des importations, avec comme conséquence un déficit accru des paiements courants. Cette détérioration n'est pas liée à l'accroissement des investissements, mais à un affaiblissement de l'épargne nationale, tandis que les besoins de financement de l'Etat ont continué de progresser.

Si l'on examine les différentes régions, on constate que l'*Amérique latine* a dû faire face à la progression la plus marquée des versements nets d'intérêts, qui ont atteint 5½% du PNB en 1984, soit 2 points de plus qu'en 1980. Cependant, sous l'influence conjuguée d'une compression sévère des importations et d'une légère augmentation des exportations, le déficit des paiements courants s'est trouvé pratiquement éliminé. Sur le plan interne, le besoin de financement du secteur public s'est accru, tandis que le taux d'épargne nationale a reculé; le ralentissement de la formation brute de capital fixe a donc constitué la principale contrepartie interne de la réduction des déséquilibres extérieurs. Les cinq années suivantes ont été marquées par une stagnation, voire une dégradation, des comptes extérieurs, alors que, sur le plan interne, la formation de capital fixe et le taux d'épargne nationale sont revenus à 19–20% du PNB, ce qui pouvait suffire pour assurer une croissance de la production de l'ordre de 4% par an. Le besoin de financement du secteur public est toutefois monté à près de 13% du PNB et une part croissante est financée sur des ressources internes à très court terme, ce qui alimente l'inflation. Si les importations se sont stabilisées, les exportations se sont ralenties, annulant ainsi la diminution de versements nets d'intérêts, due en partie d'ailleurs à une accumulation d'arriérés et/ou un rééchelonnement de la dette.

... en Amérique latine ...

En *Asie*, la détérioration de la balance des paiements courants durant la phase initiale a été limitée et s'explique principalement par un accroissement des importations. Au cours de la période 1982–86, le solde des paiements courants est devenu excédentaire, grâce à un vif essor des exportations. Du fait également d'une progression du taux d'épargne nationale – essentiellement dans le secteur privé – les pays asiatiques ont été en mesure d'accroître les investissements et le potentiel de production. La progression, pourtant élevée, des exportations durant la phase récente a toutefois été moins forte que celle des importations, car dans un certain nombre de pays la croissance axée sur les exportations cède le pas à la croissance axée sur l'expansion de la demande interne. Cette évolution s'est traduite en outre par une réduction des taux d'épargne privée et nationale, tandis que le besoin de financement du secteur public a été limité à 3,5% du PNB.

... en Asie ...

L'évolution en *Afrique subsaharienne* a été principalement caractérisée par l'impossibilité dans laquelle se sont trouvés ces pays de mettre en œuvre un ajustement sur le plan interne susceptible de consolider les

... et en Afrique subsaharienne

progrès réalisés initialement sur le front externe. Le déficit de la balance des paiements courants a fortement régressé, à raison de 6% du PNB entre 1981 et 1985, mais ce résultat a été obtenu dans le contexte d'une faible augmentation de la production et essentiellement grâce à une compression des importations et de l'investissement. L'absence d'un ajustement plus fondamental sur le plan interne est devenue plus évidente durant la période 1985-89, puisque les soldes financiers des secteurs public et privé ont régressé et que le taux d'épargne nationale est revenu à 10½% seulement du PNB. Au cours de cette période, les importations ont recommencé à progresser mais, en raison de la stagnation de l'investissement, cette hausse reflète surtout la croissance insuffisante de la production pour faire face aux besoins de consommation courante.

Schémas d'ajustement: quelques exemples

Schémas typiques Les différences d'évolutions internes et externes examinées ci-dessus peuvent également être illustrées en groupant les pays endettés selon quatre schémas d'ajustement.

i) ni ajustement externe ni ajustement interne

Le *premier groupe* est caractérisé par des difficultés à la fois pour équilibrer la balance des paiements courants et pour maîtriser le déficit budgétaire. De nombreux pays subsahariens en font partie et, comme indiqué ci-dessus, les déséquilibres internes et externes peuvent être attribués à la faible croissance de la production et au recul des taux d'épargne et d'investissement, alors que, dans la plupart des cas, la hausse des prix a été relativement modérée. Ce groupe comprend également des pays comme le *Pérou* et l'*Argentine*, où le signe le plus évident de l'absence d'ajustement est le cercle vicieux accélération de l'inflation/réduction de la croissance réelle. Le financement monétaire croissant du déficit du secteur public a constitué une source importante d'inflation et, comme des efforts ont été entrepris parallèlement pour maintenir les parités fixes, il en est résulté une appréciation en termes réels. En fin de compte, les autorités ont dû se résoudre à dévaluer le taux de change, ce qui a déclenché à son tour une nouvelle série de hausses des prix et des salaires. Dans ces conditions, les incitations à l'épargne et à l'investissement ont tendance à s'amenuiser, avec de nouvelles conséquences défavorables pour la croissance réelle.

ii) ajustement externe, mais sans contrepartie interne

Un *deuxième groupe*, qui comprend un certain nombre de pays d'Amérique latine, a réussi à contenir l'évolution des comptes extérieurs sans parvenir pour autant à maîtriser le besoin de financement du secteur public. La plupart d'entre eux ont comprimé les importations par une réduction des investissements et ont connu de fortes tensions inflationnistes par suite de la monétisation d'une part croissante du besoin de financement du secteur public. Le *Brésil* est un représentant typique de ce groupe, avec un important excédent commercial couvrant des versements nets d'intérêts, ce qui contraste notablement avec la situation en vigueur avant la crise de l'endettement (voir graphique de la page 46). Ce résultat a toutefois été obtenu, pour l'essentiel, par une réduction de près de moitié des importations par rapport à leur niveau antérieur, grâce en partie à

Transferts nets de ressources et variation des soldes financiers*

En % du PNB/PIB

Echelle de gauche:

— Exportations
— Importations

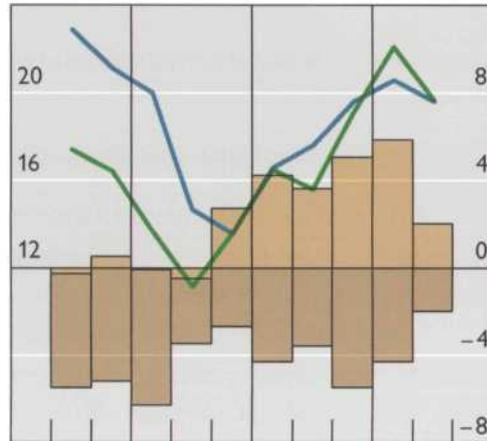
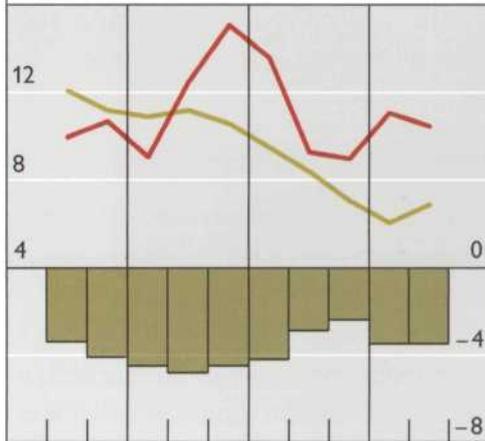
Echelle de droite:

■ Versements nets d'intérêts

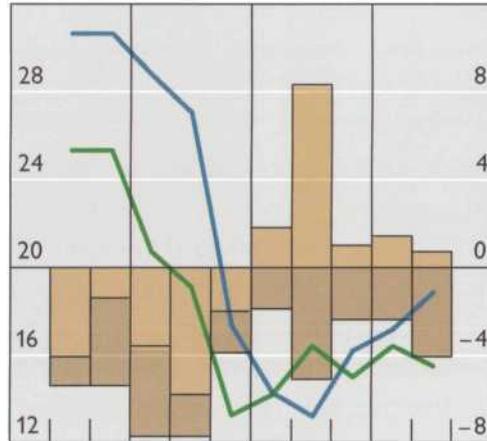
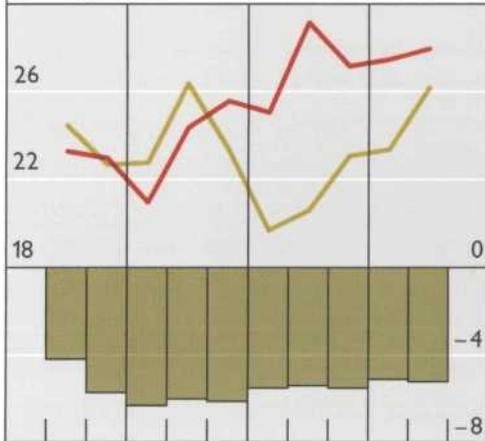
— Epargne brute
— Investissement brut

■ Solde financier du secteur privé
■ Solde financier du secteur public

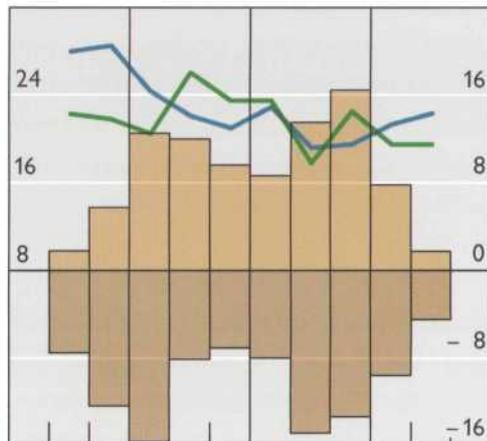
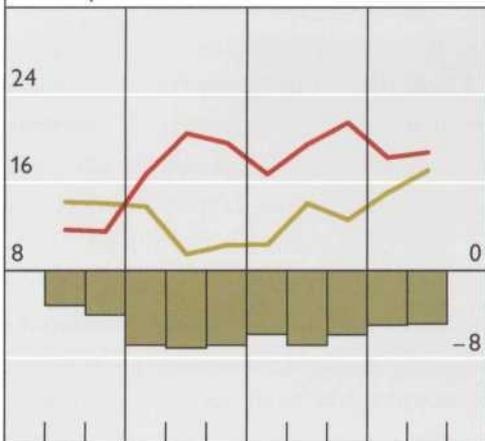
Brésil

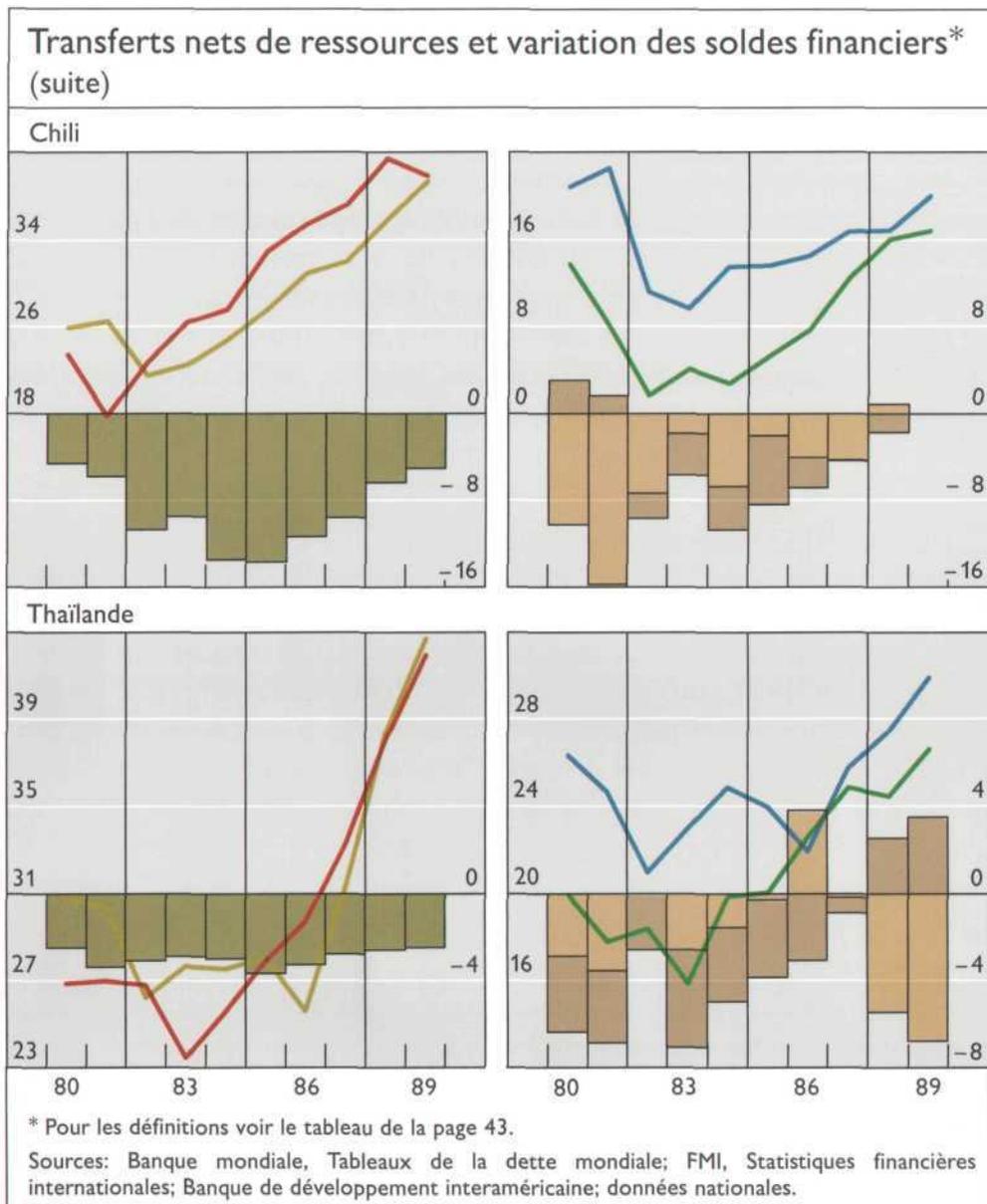


Philippines



Mexique





l'application de contrôles administratifs. Les paiements différés d'intérêts ont augmenté, tandis que la part des exportations dans la production totale n'est que légèrement plus importante qu'au début des années quatre-vingt. Sur le plan interne, l'épargne financière nette du secteur privé s'est accrue, conséquence principalement d'une réduction des investissements. Le déficit du secteur public est pratiquement le même qu'en 1980-82, une fraction croissante de l'endettement de l'Etat ayant été financée sur le plan interne à l'aide de ressources aux échéances de plus en plus courtes. En conséquence, le besoin de financement, y compris le refinancement de la dette publique, a progressé d'environ 12% du PNB au début des années quatre-vingt, à près de 50% en 1988.

Les Philippines appartiennent également à ce groupe de pays, même si l'évolution y a été différente de celle notée au Brésil. La part des exportations n'a cessé de s'accroître et le besoin de financement du secteur public s'est maintenu en général en dessous de 5% du PNB. La part de

l'investissement a toutefois été réduite de plus de moitié entre 1981 et 1985 et le taux d'épargne nationale a également reculé.

Un *troisième groupe*, qui comprend quelques pays d'Asie et d'Amérique latine, est parvenu à maîtriser les finances publiques mais a éprouvé des difficultés pour équilibrer les comptes extérieurs. Les problèmes externes sont généralement le résultat d'une insuffisance de capacités de production, provoquée par les réductions antérieures de la formation brute de capital fixe et/ou l'application de politiques visant à stabiliser le taux de change à un niveau manifestement trop élevé afin de lutter contre l'inflation. Il en a été ainsi au *Mexique*, où la réaction initiale à la crise de l'endettement a été un redressement prononcé de l'excédent commercial, sous l'effet d'un accroissement des exportations et d'une compression des importations. Depuis lors, le solde commercial s'est affaibli. Une raison évidente a été la diminution des revenus pétroliers; en outre, les importations ont été libéralisées et les efforts entrepris pour stabiliser le taux de change nominal dans le cadre d'un vaste accord sur la politique des revenus se sont accompagnés d'une légère appréciation du taux de change réel. Certains signes donnent aussi à penser que l'ajustement sur le plan interne demeure fragile. Le taux d'épargne nationale n'a pas suffisamment augmenté pour compenser la progression des versements nets d'intérêts, même si cela peut être attribué en partie à la réduction du revenu réel par habitant (15% depuis 1981). De plus, malgré l'application d'une politique budgétaire plus restrictive et l'excédent dégagé par le budget primaire, le besoin de financement du secteur public représente toujours près de 6% du PNB, car les efforts visant à inverser les fuites de capitaux par un relèvement des taux d'intérêt réels ont également entraîné une hausse des intérêts sur la part de la dette publique détenue par les résidents.

Le *Chili* peut également être classé dans ce groupe, bien que son schéma d'ajustement soit sensiblement différent de celui observé dans d'autres pays d'Amérique latine. En forte baisse au début des années quatre-vingt, la part des exportations s'est redressée depuis lors, mais pas assez pour couvrir les versements nets d'intérêts. L'ajustement interne reflète, à n'en pas douter, la forte baisse des revenus réels au début des années quatre-vingt, lorsque le taux d'épargne nationale était tombé à moins de 2%. Malgré une reprise ultérieure, l'épargne demeure trop faible par rapport aux besoins d'investissement et l'évolution récente donne à penser que la perte de capacités de production subie durant le début des années quatre-vingt n'a toujours pas été rattrapée.

Un *dernier groupe*, qui comprend essentiellement les pays d'Asie, a dégagé un excédent commercial suffisamment élevé pour financer les versements nets d'intérêts; il a relevé le taux d'épargne nationale et empêché un accroissement du besoin de financement du secteur public. Ces pays ont généralement axé leur croissance sur les exportations et maintenu l'inflation à un faible niveau. La *Thaïlande* peut être considérée comme appartenant à ce groupe et son expérience illustre comment des ajustements effectués au bon moment permettent d'éviter l'application de politiques visant directement à satisfaire à des exigences en matière de change et

iii) ajustement interne, mais équilibre extérieur fragile

iv) ajustement à la fois externe et interne

comportant d'importants coûts sociaux. La formation brute de capital fixe a été maintenue à un niveau relativement élevé au début des années quatre-vingt, et l'application d'une politique monétaire stable a permis de maintenir l'inflation à un faible niveau et d'améliorer la compétitivité. Les politiques budgétaires mises en œuvre ont contribué en outre à accroître l'épargne nationale. La balance des paiements courants, pratiquement en équilibre en 1986, s'est détériorée récemment et, bien que le déficit ait été facilement financé par les investissements directs en provenance de l'étranger, un léger relèvement de l'épargne des ménages peut néanmoins s'imposer.

Dans plusieurs des exemples examinés ci-dessus, le problème de transfert peut avoir pour origine des facteurs qui échappent largement aux pays concernés. En règle générale, cependant, la réussite ou l'échec dans la mise en œuvre d'un ajustement harmonieux a été fonction moins de l'importance du choc initial que des politiques adoptées. Les pays qui ont réagi rapidement et ont recouru à des politiques de soutien des exportations sont parvenus à réaliser un taux de croissance suffisant pour résoudre leurs problèmes d'endettement et de transfert. En revanche, pour les pays qui n'ont pas adopté de politiques d'ajustement, les problèmes tant internes qu'externes ont eu tendance à se révéler plus difficiles à supporter au fil du temps.

Pays d'Europe de l'Est: le processus de réforme économique

Un mouvement
général vers
l'économie
de marché

Les pays d'Europe de l'Est traversent actuellement une phase de transformation radicale dans tous les domaines de la vie politique, sociale et économique. La plupart d'entre eux s'emploient à présent activement à substituer au système d'économie socialiste des économies de marché analogues à celles des pays industriels occidentaux. Si la situation économique et les stratégies de réforme diffèrent considérablement d'un pays à l'autre, tous ont en commun l'héritage de la planification centralisée et se trouvent ainsi confrontés aux mêmes problèmes de fond à résoudre et aux mêmes défis à relever.

La présente section du Rapport analyse ces problèmes et ces défis dans une perspective générale, en tenant compte de certains aspects économiques de l'Europe de l'Est et aussi des règles et structures qui se sont mises en place dans ces pays sous le régime de la planification centralisée. De fait, sans cette analyse, il serait difficile de comprendre toute la complexité de la tâche qui les attend, puisqu'il s'agit non seulement de réformer le système économique mais aussi de changer les mentalités et les comportements.

Le double problème de l'inefficience de l'offre et des déséquilibres macro-économiques

Des facteurs
statistiques
et conceptuels ...

Deux facteurs entravent sérieusement l'analyse des résultats économiques des pays d'Europe de l'Est. Premièrement, on se heurte à des difficultés d'ordre statistique tenant au manque de données et à l'emploi de concepts

que l'on ne peut aisément comparer à ceux des pays occidentaux. Deuxièmement, dans un régime de planification centralisée, où les prix sont réglementés, le plein emploi assuré et les opérations extérieures strictement contrôlées, il n'existe pas d'indicateurs statistiques qui traduisent de manière directe des déséquilibres macro-économiques. On en trouve plutôt la trace dans des phénomènes tels que les pénuries d'approvisionnement, les files d'attente et les marchés noirs de devises et de produits de haut de gamme importés, qui échappent généralement à toute mesure précise.

En fait, dans la plupart des pays d'Europe de l'Est, les statistiques officielles disponibles ne donnent pas une image réaliste de la situation économique. Les données nationales sur la croissance de la production, en particulier, n'expliquent ni les pénuries manifestes d'approvisionnement ni les écarts de niveaux de vie par rapport aux pays industriels occidentaux. Bien que la croissance de la production se soit considérablement ralentie ces dernières années, les chiffres donnent, pour l'ensemble des pays d'Europe de l'Est, un taux annuel moyen de 5% sur la période 1960-89, contre 3,3% seulement pour les pays de la Communauté européenne (voir tableau ci-dessous). La divergence est encore plus frappante si l'on prend une période plus longue: ainsi, depuis 1950, année où le revenu par habitant de la République démocratique allemande n'était probablement pas inférieur de plus de 20% à celui de la République fédérale d'Allemagne, les chiffres de la production globale ou de celle des principaux secteurs (directement comparables) font apparaître une croissance beaucoup plus lente en République fédérale que celle annoncée en République démocratique allemande. Par contre, certains indicateurs généraux de la consommation donnent à penser que le niveau de vie relatif de la République démocratique allemande – notamment si l'on tient compte des différences sensibles de qualité – a dû évoluer en sens opposé (voir tableau de la page 51).

... rendent la comparaison difficile entre les résultats économiques de l'Est et de l'Ouest

Chiffres publiés de la croissance de la production en Europe de l'Est et en Europe de l'Ouest						
Rubrique	1960-70	1970-75	1975-80	1980-85	1985-89	1960-89
	variation en %, taux annuels					
Croissance de la production:*						
Europe de l'Est	6,8	6,1	4,3	2,8	2,6	5,0
Communauté européenne	4,8	2,9	2,9	1,5	3,1	3,3

* Produit matériel net (PMN) pour l'Europe de l'Est (Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie et Union soviétique) et PNB/PIB pour les douze pays de la Communauté européenne.

Sources: ONU, Commission économique pour l'Europe; Institut d'études économiques comparées de Vienne; Communauté européenne.

La surestimation des résultats économiques réels dans les pays d'Europe de l'Est tient à plusieurs raisons. La notion de produit matériel net (PMN) utilisée dans un système économique planifié ne représente que la valeur de la production physique et des services liés à la livraison des biens. Elle exclut les services «non matériels», comme la santé, l'enseignement et la banque, qui font partie du PIB mais qui sont restés relativement

Indicateurs économiques publiés par la République fédérale d'Allemagne et la République démocratique allemande		
Rubrique	République fédérale	République démocratique
PNB par habitant, 1950 (en monnaie nationale):	2.100	1.675
Croissance annuelle moyenne de la production, 1950-88 (en %):		
PNB/PMN	5,0	5,9
Agriculture	1,8	2,2
Bâtiment	3,4	7,0
Mines et énergie	2,5	} 7,3
Industries manufacturières	5,1	
Indicateurs du niveau de vie (1988):		
Voiture particulière ¹	97	52
Téléviseur couleur ¹	94	52
Téléphone ¹	98	16
Superficie du logement ²	33	27
¹ Pourcentage de ménages. ² Mètres carrés par personne. Sources: Annuaire statistique de la République fédérale d'Allemagne et Annuaire statistique de la République démocratique allemande.		

Raisons de la surestimation de la croissance de la production ...

sous-développés en Europe de l'Est. Fait plus important, la mesure de la production souffre aussi beaucoup des distorsions de la structure des prix. Les produits nouveaux, notamment les biens de consommation durables dont la production tend à s'accroître rapidement, se voient affecter des prix relativement élevés dans les pays d'Europe de l'Est et ont donc un poids excessif dans les indices de production. Il est assez courant aussi que les entreprises est-européennes modifient légèrement la conception de produits existants afin de pouvoir en relever le prix. C'est là un moyen facile d'augmenter la valeur de la production et d'atteindre les objectifs du plan, sans en accroître en fait le volume ou en améliorer la qualité. Les variations de prix n'étant prises en compte ni dans les indices de prix à la consommation ni dans les déflateurs de la production, la substitution de nouveaux produits aux anciens se traduit par une surestimation de la croissance.

... et facteurs traduisant l'inefficacité de l'offre

De fait, plusieurs facteurs donnent à penser que la production est beaucoup moins efficiente dans les pays d'Europe de l'Est que dans les pays industriels occidentaux. Ainsi, selon les informations disponibles, au cours des années quatre-vingt la formation de stocks dans les pays d'Europe de l'Est a représenté en moyenne 2 à 3% de la production annuelle, proportion beaucoup plus élevée que dans les économies de marché; l'investissement fixe, qui constitue une part plus importante de la production globale que dans les pays occidentaux, paraît être mal orienté et aller vers des secteurs moins productifs, cette impression étant confirmée par les résultats décevants d'investissements financés en monnaies fortes qui ont été entrepris par un certain nombre de pays au cours des années soixante-dix; enfin, la consommation totale d'énergie par habitant dépasse de loin celle de l'Ouest, ce qui permet de dire que l'intensité énergétique des méthodes de production est beaucoup plus grande à l'Est qu'à l'Ouest.

Epargne et salaires en Europe de l'Est et en Europe de l'Ouest						
Pays	1973			1988		
	Dépôts d'épargne par habitant ¹	Salaire mensuel moyen ¹	Ratio	Dépôts d'épargne par habitant ¹	Salaire mensuel moyen ¹	Ratio
Bulgarie	700	140	5	1.900 ²	235 ²	8 ²
Hongrie	5.940	2.510	2½	31.900	8.800	3½
Pologne	6.100	2.800	2	96.800	51.800	2
République démocratique allemande	3.930	835	4½	9.090	1.280	7
Roumanie	1.700	1.390	1	7.300 ³	2.860 ³	2½ ³
Tchécoslovaquie	6.650	2.160	3	17.000	3.050	5½
Union soviétique	275	135	2	1.040	215	5
Allemagne	6.830	1.560	4½	20.120	3.170	6½
France	8.620	2.140	4	47.300	9.790	5
Royaume-Uni	940 ⁴	260 ⁴	3½ ⁴	4.940	820	6
Italie	921.580	206.220	4½	9.004.500	1.815.000	5
Espagne	69.100	17.350	4	751.820	135.200	5½

¹ En unités de monnaie nationale. ² 1987. ³ 1986. ⁴ 1975.
Sources: ONU, Commission économique pour l'Europe et données nationales.

La faiblesse des économies est-européennes du côté de l'offre se reflète aussi dans les résultats du commerce extérieur. Entre 1981 et 1987, les exportations en monnaies convertibles de produits manufacturés en provenance de ces pays ont progressé de 16%, chiffre inférieur de plus de moitié au taux de croissance des échanges mondiaux de produits manufacturés au cours de la même période. Cette évolution est particulièrement frappante si l'on considère que les problèmes alors posés par l'endettement croissant dans plusieurs de ces pays auraient dû inciter les planificateurs à affecter davantage de ressources au secteur de l'exportation.

Les rigidités de l'offre expliquent en grande partie la médiocrité des niveaux de vie et l'aggravation des déséquilibres macro-économiques. Dans une économie de marché, ces déséquilibres se traduisent, sur le plan des prix, des taux d'intérêt, de l'emploi et de la balance des paiements, par des évolutions qui déclenchent, à leur tour, des ajustements de nature à restaurer l'équilibre de l'offre et de la demande. Ce genre de mécanisme n'existe pas dans un système planifié où les déséquilibres apparaissent en premier lieu sur les marchés des biens de consommation, la consommation publique et la masse des dépenses d'investissement étant contrôlées par le plan. La correction des inadéquations entre la demande et l'offre sur ces marchés s'est souvent révélée lente ou inexistante, ce qui a conduit, d'une part, à l'octroi de crédits et de subventions croissantes à des entreprises non rentables et, d'autre part, au gonflement des invendus, à la multiplication des marchés noirs et à la formation d'un excès de demande prenant la forme d'encaisses et de dépôts d'épargne «forcée».

S'il est difficile de juger de l'ampleur et de la gravité des déséquilibres macro-économiques des pays d'Europe de l'Est, il ne fait aucun doute qu'en

Déséquilibres macro-économiques se reflétant dans ...

l'absence de discipline financière aux niveaux micro- et macro-économiques il y a eu formation d'une surabondance de liquidités dans la plupart d'entre eux. L'impression qu'il existe un excès généralisé de demande est d'ailleurs confirmée par les fortes hausses de prix qui se sont produites à la suite des mesures de libéralisation des marchés. En Hongrie, où la réforme du système des prix a été mise en œuvre progressivement, l'inflation est passée de 5,3% en 1986 à 17% en 1989; en Pologne, où la libéralisation a été assez abrupte, c'est une hyperinflation qui a été enregistrée au cours des derniers mois de 1989.

... un excès
de liquidités...

Dans le tableau ci-contre, on a rapproché les chiffres de l'épargne par habitant de ceux du salaire mensuel moyen, pour essayer de donner une idée générale de la réserve de pouvoir d'achat accumulée par la population des différents pays d'Europe de l'Est. Sauf dans le cas de la Bulgarie et de la République démocratique allemande, on constate, non sans quelque surprise peut-être, que ces avoirs ne paraissent pas anormalement élevés lorsqu'on les compare à l'épargne des ménages des pays d'Europe de l'Ouest. Toutefois, l'évaluation de l'excès potentiel de demande doit faire entrer en ligne de compte plusieurs facteurs. Il est probable qu'une part appréciable du total de ces avoirs liquides est détenue sous forme d'espèces, mais on ne dispose pas pour tous les pays de données sur les billets et monnaies détenus par le public. Les raisons profondes du comportement envers l'épargne revêtent en outre une grande importance. D'une part, si les dépôts d'épargne reflètent essentiellement l'absence d'autres formes de placements, leur volume ne traduit pas nécessairement l'existence d'une surabondance de liquidités en Europe de l'Est. D'autre part, étant donné

Estimations des balances des paiements courants et de la dette extérieure en monnaies convertibles											
Pays et groupe de pays	Balance des paiements courants							Dette extérieure			
	1970-75	1976-80	1981-85	1986	1987	1988	1989	1980	1985	1988	1989
en milliards de dollars EU											
Bulgarie	- 1,1	1,1	2,4	-0,9	0,0	-0,7	-0,8	3,5	4,0	7,7	10,8
Hongrie	- 1,4	- 3,6	- 0,7	-1,4	-0,9	-0,8	-1,4	9,1	14,0	19,6	20,2
Pologne ²	- 6,4	-15,3	- 7,3	-0,6	-0,4	-0,6	-1,8	24,1	29,3	39,2	41,4
République démocratique allemande ¹	- 2,6	- 6,3	3,7	0,8	0,7	0,6	-0,2	14,4	13,2	19,8	20,6
Roumanie	- 1,5	- 5,3	3,1	1,3	1,9	2,2	2,0	9,6	6,6	2,9	0,3
Tchécoslovaquie	- 0,9	- 2,7	1,8	0,2	-0,3	-0,4	-0,3	4,9	4,6	6,7	7,9
Union soviétique	- 0,8	6,9	14,9	1,0	4,0	3,1	-1,0	27,5	25,2	46,8	49,2
Europe de l'Est	-14,7	-25,2	17,9	0,4	5,0	3,4	-3,5	93,1	96,9	142,7	150,4
Communauté européenne ³	6,3	-40,0	- 4,0	51,5	34,9	16,1	2,4	..	..	..	..

¹ Y compris les opérations avec la République fédérale d'Allemagne. ² Les estimations de la balance des paiements courants comprennent les intérêts échus mais non nécessairement versés. Ainsi, le montant cumulé des intérêts effectivement payés durant les trois années 1987 à 1989 s'est établi à \$3 milliards, les arriérés et les allègements d'intérêts se montant à \$6½ milliards environ. ³ Les douze membres actuels.

Sources: FMI; ONU; OCDE; Institut d'études économiques comparées de Vienne; données nationales.

que les dépôts d'épargne sont généralement très faiblement rémunérés, leur montant ne correspond peut-être pas à un choix rationnel entre consommation présente et future, mais traduit tout simplement une pénurie d'approvisionnement. Dans ce cas, il semblerait douteux que l'abondante épargne accumulée soit maintenue dès lors que l'offre de biens et services ne souffrira plus de la contrainte du contrôle des prix.

Enfin, l'existence de déséquilibres s'exprime aussi par la faiblesse des positions extérieures et le niveau élevé de la dette envers l'étranger de la plupart des pays d'Europe de l'Est. Le plus souvent, toutefois, les déficits des paiements courants en monnaies convertibles ont été en grande partie dus à des importations massives de machines et d'outillage effectuées délibérément dans le cadre d'un effort de modernisation du secteur industriel et, dans cette mesure, on ne saurait les considérer comme résultant de la pression de l'excès de demande sur les comptes extérieurs.

... la faiblesse des positions extérieures et l'endettement vis-à-vis de l'étranger

Les principales caractéristiques d'une économie à planification centralisée

Dans l'immédiat après-guerre, tous les pays d'Europe de l'Est ont adopté un système de planification centrale étroitement calqué sur celui de l'Union soviétique. Bien que dans le passé des tentatives de réforme aient été faites par certains d'entre eux, jusqu'à une époque récente les économies est-européennes ont continué de fonctionner en gros dans le cadre général du modèle originel.

Les caractéristiques les plus importantes d'une économie planifiée tiennent à ce que la plupart des moyens de production appartiennent à l'Etat et que les décisions concernant les objectifs de production, la répartition du produit social entre consommation et investissement et le mode d'allocation des facteurs de production sont prises dans le cadre d'un plan global. Celui-ci est exécuté sur la base de directives spécifiant l'allocation des ressources, c'est-à-dire à travers un système de «bilan matériel» dans lequel les quantités de biens et de facteurs mis à la disposition des entreprises sont déterminées en fonction des besoins estimés pour l'exécution des objectifs de production. Le plan est donc tout à la fois le document qui expose les objectifs des responsables de la politique économique et l'instrument qui doit en permettre la réalisation.

Rôle central du plan ...

Le rôle central assigné au bilan matériel a deux conséquences très importantes. Premièrement, il n'est besoin ni d'un mécanisme pour équilibrer la demande et l'offre des facteurs dans le processus de production ni d'informations pour évaluer les coûts d'opportunité de la production. Les prix n'étant pas censés assurer l'équilibre des marchés sont donc fixés administrativement, restent inchangés sur de longues périodes et sont essentiellement utilisés à des fins comptables. Deuxièmement, la monnaie ne constitue pas une créance inconditionnelle sur les ressources réelles. Les mouvements physiques de biens et de services donnent certes lieu à des paiements qui passent par le système bancaire, mais ces opérations financières ne peuvent en aucun cas gêner l'exécution du plan. Les soldes financiers accumulés par les entreprises ne peuvent être librement utilisés pour se procurer des

... et conséquences pour les prix et la monnaie

approvisionnement (disponibles uniquement sur autorisation des autorités du plan) et, inversement, les déficits financiers ne limitent en rien les approvisionnements prévus par le plan.

Dans la pratique, toutefois, le principe de la planification trouve ses limites au niveau de la distribution des biens et services aux ménages. C'est pourquoi, dans une certaine mesure, tous les pays à économie planifiée intègrent dans leur système des mécanismes de l'économie de marché pour ce qui concerne l'allocation des biens de consommation, leur objectif étant d'essayer de préserver l'équilibre global du marché en faisant concorder l'offre planifiée de biens de consommation, à des prix fixés administrativement, avec le montant total des salaires et des transferts prévus par le plan.

La planification centrale exige une bureaucratie pléthorique ...

Le fonctionnement d'un régime de planification centralisée exige d'importants moyens administratifs pour la formulation et l'exécution du plan à tous les stades de production. Il entraîne généralement la mise en place d'une bureaucratie pléthorique et puissante dans laquelle les responsabilités de la gestion économique sont partagées suivant une structure hiérarchique allant de la commission du plan aux ministères de tutelle des secteurs d'activité et aux entreprises d'Etat. Les décisions relatives à l'allocation des ressources sont en principe hautement centralisées. Toutefois, dans la mesure où l'élaboration du plan exige que l'on tienne compte des possibilités techniques de production, les entreprises disposent en fait d'une très grande marge de manœuvre pour influencer le plan puisqu'elles peuvent négocier pour obtenir des contingents spécifiques de production, des quantités données d'approvisionnements et des subventions au titre des salaires. Elles ont tout intérêt à négocier pour que soient retenus des objectifs peu exigeants et, pour se préserver d'éventuels goulots d'étranglement du côté de l'offre, à thésauriser main-d'œuvre et approvisionnements. Les ménages, en revanche, n'ont pratiquement aucune influence directe sur le plan. Bien qu'ils soient libres de dépenser leurs revenus comme ils l'entendent, les inadéquations constatées entre l'offre et la demande n'ont généralement aucune incidence sur l'allocation des ressources, qui reste la prérogative du planificateur.

... et un contrôle sévère des opérations extérieures

Les économies planifiées doivent s'isoler des influences extérieures qui risqueraient de limiter la marge de manœuvre des autorités en matière de fixation des prix et d'aller à l'encontre des décisions des planificateurs en offrant aux entreprises la possibilité de se procurer des ressources par d'autres moyens. Afin qu'il puisse être étroitement contrôlé, le commerce extérieur est généralement centralisé sous l'autorité du ministère du Commerce extérieur, qui est seul compétent pour déterminer la ventilation par produits et la répartition géographique des exportations et des importations. Les entreprises et les ménages n'ont pas le droit de traiter directement avec des résidents étrangers, et le commerce extérieur est généralement géré par des organismes spécialisés. La position de monopole de l'Etat se trouve renforcée par l'inconvertibilité de la monnaie nationale et par l'interdiction qui est faite aux entreprises et aux particuliers de détenir des devises étrangères ou d'effectuer des opérations de change. Les prix externes et internes des biens faisant l'objet d'échanges internationaux sont

strictement cloisonnés par divers dispositifs de péréquation qui aboutissent à tout un système de taux de change multiples.

Etant donné le rôle dominant du plan, les économies planifiées n'ont guère besoin des instruments classiques de la politique monétaire et budgétaire. La monnaie et le crédit jouent un rôle passif puisque les règlements ne font qu'entériner les directives du plan. Le secteur financier est rudimentaire et se compose généralement d'une banque d'Etat, qui agit à la fois comme banque centrale et comme banque commerciale pour la plupart des opérations des entreprises, de quelques banques spécialisées dans le financement d'activités sectorielles, notamment le commerce extérieur, et d'organismes d'épargne qui recueillent les encaisses du public. Le système bancaire n'intervient pratiquement pas dans l'intermédiation de l'épargne et de l'investissement – laquelle s'opère principalement à travers une large redistribution du revenu par le biais du budget de l'Etat – mais sa mission consiste essentiellement à vérifier que le plan matériel est bien respecté.

Un secteur financier rudimentaire

En décrivant comme on vient de le faire les principales caractéristiques d'une économie à planification centralisée, on a forcément simplifié à l'excès ce qui constituait en réalité un dispositif extrêmement complexe. De fait, peu de temps après la mise en place du système de planification, tous les pays ont essayé d'en réduire les rigidités et de l'adapter à l'évolution de leur situation et de leurs besoins.

Les tentatives de réforme passées

Les efforts entrepris pour réformer le régime de planification centrale ne datent pas d'hier. Au départ, il s'agissait simplement d'accroître la précision et l'efficacité du processus de planification en renforçant les structures institutionnelles, en définissant les tâches de manière plus claire et en affinant les instruments du contrôle administratif.

Il est vite apparu toutefois que cette approche de la réforme ne pouvait guère atténuer les tensions croissantes de l'économie, qui se traduisaient par des pénuries de biens de consommation, par une production de qualité médiocre, par l'absence de progrès technologique et par un gaspillage de ressources. Deux arguments, en particulier, plaident en faveur d'un assouplissement du système économique. Premièrement, on a reconnu que les autorités ne pouvaient jamais disposer d'informations suffisantes pour pouvoir prendre toutes les décisions nécessaires au niveau micro-économique. Les entreprises devaient donc être impliquées plus directement dans l'élaboration et l'exécution du plan. Deuxièmement, pour permettre aux entreprises de planifier et d'utiliser efficacement les ressources dont elles disposaient, il fallait que leurs gestionnaires aient davantage d'autorité et de responsabilités et qu'ils prennent en compte dans leurs décisions les informations fournies par le marché.

Reconnaissance des limites de la planification centrale

Ces considérations ont été à la base de divers programmes de réforme qui ont permis d'intégrer dans le système de planification centrale divers éléments de l'économie de marché. Ainsi, les entreprises ont été dotées d'une plus grande autonomie, le système des prix a été révisé et les taux de

Echec des tentatives de réforme...

change unifiés, le concept de rentabilité a été introduit et, surtout, l'allocation des ressources en termes purement matériels a été supprimée et remplacée par un système de gestion économique indirecte fondé sur l'emploi de la fiscalité et des subventions.

Tous les pays d'Europe de l'Est ont expérimenté ces éléments de l'économie de marché, encore que l'on ait observé de grandes différences dans l'étendue des réformes, le moment où elles sont intervenues et les conditions dans lesquelles elles ont été mises en œuvre. Dans la pratique, ces réformes n'ont guère réussi à améliorer l'efficacité économique, et certaines d'entre elles peuvent même avoir aggravé les déséquilibres macro-économiques. Rétrospectivement, leur échec peut être attribué à deux facteurs.

... dû à l'impossibilité de réduire le contrôle central de la gestion économique ...

Premièrement, les programmes de réforme n'ont pas remis en cause le postulat idéologique du socialisme, à savoir la propriété collective des moyens de production et le rôle dominant du plan national. Leur principal objectif a plutôt été de rendre l'exécution du plan plus efficace. C'est pourquoi le plan national a continué de jouer un rôle clef dans la gestion économique et, dès lors qu'elles s'apercevaient que des décisions décentralisées ou les évolutions du marché risquaient de produire des résultats incompatibles avec les objectifs du plan, les autorités en revenaient vite au contrôle des prix, aux taux d'intérêt administrés et à l'allocation préférentielle des crédits et des approvisionnements. En fait, le rôle des mécanismes du marché dans l'affectation des ressources n'apparaissait pas clairement et les interrelations entre rentabilité, prix, monnaie et contrainte financière n'ont jamais été pleinement admises.

La réticence des autorités à abandonner le contrôle de la gestion économique est devenue particulièrement évidente lorsqu'elles ont commencé à substituer au système de directives quantitatives rigides des instruments de politique économique indirects. En effet, impôts et subventions n'ont pas été appliqués de manière uniforme et transparente, mais conçus de façon à obtenir, au niveau de la production, des revenus et des prix, des résultats conformes aux objectifs du plan. Grâce à cette façon de procéder, les entreprises non rentables ont pu marchander pour obtenir des allègements d'impôts et des subventions directes dans la mesure où elles respectaient les desiderata des planificateurs. Etant en position de négocier facilement des concessions financières, elles n'ont pas connu de contraintes financières, ce qui, ajouté à l'absence d'indicateurs fiables de la valeur marchande de la production et des investissements, a vidé le concept de rentabilité de tout contenu.

Deuxièmement, les programmes de réforme n'ont prêté qu'une attention étonnamment limitée aux changements qu'il aurait fallu apporter à l'assise institutionnelle de l'économie. La libéralisation du secteur extérieur et la mise en place d'un secteur financier indépendant ont été longtemps négligées et n'ont été incorporées dans les programmes de réforme que depuis peu. Si récemment des progrès importants ont été réalisés pour briser le monopole des organismes du commerce extérieur et octroyer des droits de commercer librement à certaines entreprises, la réforme du système

financier n'en est, par contre, encore qu'à ses balbutiements. Mais même là où des modifications de structure ont été réalisées, comme dans l'organisation des prises de décision en matière économique, les réformes institutionnelles nécessaires n'ont pas suivi. L'équivoque a donc subsisté concernant l'étendue et la signification de l'autonomie des entreprises, notamment parce que la bureaucratie existante n'a pas été démantelée et que sa capacité d'agir sur les décisions micro-économiques n'a été en rien réduite. Dans ces conditions, il n'y a pas eu de partage clairement défini des responsabilités entre planificateurs et gestionnaires. De surcroît, on n'a pris que peu de mesures pour renforcer la concurrence, alors qu'il aurait fallu pour cela réduire la part des monopoles dans le secteur industriel et encourager l'activité du secteur privé.

... et au fait que trop peu d'attention a été accordée à la modification des institutions

Les principaux aspects de la réforme

Trois grandes questions se posent aux autorités des pays d'Europe de l'Est dans l'élaboration des programmes de réforme nécessaires pour passer à l'économie de marché: quels sont les éléments fondamentaux d'une économie de marché? Quelle est l'approche la plus appropriée pour y parvenir? Quels sont les principaux risques et problèmes susceptibles de se manifester durant la période de transition? Les réponses à ces questions diffèrent sans doute quelque peu selon la situation particulière de chaque pays, mais compte tenu des résultats des tentatives de réforme passées et de la grande similitude des problèmes rencontrés par toutes les économies est-européennes, on peut cependant formuler quelques observations d'ordre général valables dans tous les cas.

Trois questions fondamentales

Les conditions de fond à remplir. Pour passer avec succès d'un système de planification centralisée à l'économie de marché, les pays d'Europe de l'Est doivent avant toute chose instaurer des marchés où s'échangent les biens et services, les actifs financiers et la main-d'œuvre et aussi mettre au point des instruments nouveaux pour la conduite de la politique macro-économique. Ces deux conditions appellent des réformes profondes dans les structures économiques, financières et institutionnelles de chaque pays.

Mise en place de marchés et des instruments nécessaires à la conduite indirecte de la politique économique

La création de marchés met en place les bases micro-économiques nécessaires pour que l'allocation des ressources s'opère en fonction des situations relatives de rareté et selon les priorités de la société. Les marchés génèrent et diffusent des informations sur les prix et les coûts relatifs, offrant ainsi des points de référence pour les décisions à prendre concernant les biens et services à produire, les facteurs de production à utiliser, la localisation des investissements ainsi que le mode d'évaluation des résultats économiques.

Pour permettre aux marchés de jouer ces différents rôles, il est essentiel que les opérateurs soient en mesure de prendre leurs décisions économiques en toute autonomie, que les prix puissent atteindre leur niveau d'équilibre, que les contraintes financières soient effectives et que les marchés fonctionnent dans un environnement concurrentiel. Si l'on veut que ces conditions soient réunies dans la pratique, il est nécessaire d'agir sur

plusieurs fronts. Premièrement, les pays d'Europe de l'Est doivent lever les contrôles sur les prix, les salaires et les taux d'intérêt, décentraliser les prises de décision, revoir les lois sur la propriété et supprimer les restrictions qui entravent l'activité du secteur privé. Deuxièmement, ils doivent tout particulièrement s'attacher à la création d'un marché financier comme principal moyen d'intermédiation entre l'épargne et l'investissement. Il faut pour cela que soit instaurée la liberté d'acheter et de vendre des actifs financiers et que soit créé un secteur bancaire indépendant qui veillera à ce que les entreprises travaillent dans des conditions saines, cela en recherchant activement les possibilités de financement d'entreprises nouvelles et prometteuses et en pénalisant celles qui enregistrent des pertes. Troisièmement, ils doivent réformer leur structure juridique et institutionnelle afin de mettre en place un cadre et des réglementations claires régissant la conduite des affaires et afin de fixer des normes minimales pour la protection des consommateurs, des épargnants et des travailleurs. Enfin, ils doivent accorder une attention particulière aux mesures propres à favoriser la concurrence, tant parmi les fournisseurs nationaux qu'entre fournisseurs nationaux et étrangers.

Concurrence
nécessaire, tant
dans l'économie
interne ...

Pour que les entreprises d'Etat soient exposées à une plus grande concurrence, il faut démanteler les structures monopolistiques qui ont été mises en place dans tous les pays d'Europe de l'Est en vue de faciliter le processus de planification. Il convient aussi de lever les restrictions qui entravent actuellement l'activité du secteur privé et des entreprises d'Etat, de manière à permettre à toutes les entreprises, quels que soient leurs propriétaires, de se concurrencer librement et sur un pied d'égalité. A cet égard, il sera également nécessaire d'aborder la question des droits de propriété, notamment en vue de déterminer devant qui les gestionnaires des entreprises d'Etat sont en fin de compte responsables et comment l'Etat, en tant que propriétaire des moyens de production, doit veiller à préserver ses actifs. L'expérience de l'autogestion et des conseils de travailleurs ne s'est pas révélée satisfaisante et l'on devrait sérieusement envisager de privatiser une grande partie du secteur étatique. Le transfert d'entreprises d'Etat au secteur privé soulève toutefois des questions particulièrement épineuses quant au choix de la méthode qui serait à la fois la plus efficace, la plus équitable et la plus aisément réalisable sur le plan administratif. Dans la pratique, il faudra sans doute pour cela beaucoup de temps.

... que dans les
relations com-
merciales avec
l'extérieur

Pour faciliter l'instauration d'un environnement concurrentiel, il est indispensable d'ouvrir l'économie nationale à la concurrence étrangère. Une libération des échanges, couvrant l'ensemble des importations et non pas seulement celles de produits complémentaires, contribuera grandement à éliminer les distorsions de prix dans la mesure où elle établira un lien entre les prix internes et externes des biens entrant dans le commerce international et où elle favorisera une réaffectation des ressources conforme à l'avantage comparatif de l'économie. La liberté des échanges suppose toutefois au préalable l'adoption d'un taux de change unifié et réaliste ainsi que la convertibilité – tout au moins partielle – de la monnaie nationale. L'intégration des pays de l'Est dans le système commercial occidental devrait

s'accompagner d'une révision des règles qui régissent les échanges entre ces pays. L'adaptation des relations commerciales qui se sont instaurées dans le cadre du Conseil d'assistance économique mutuelle prendra sans doute un certain temps, mais l'efficacité des mesures de libéralisation se trouverait sérieusement compromise si une part importante du commerce extérieur continuait de se faire dans le cadre d'accords commerciaux intergouvernementaux et sur la base de prix négociés. L'ouverture de l'économie nationale à la concurrence extérieure implique aussi une politique libérale à l'égard des investisseurs étrangers qui, par leur apport de ressources financières et de compétences en matière de technologie et de gestion, pourraient contribuer de manière appréciable à améliorer le côté offre de l'économie nationale.

Etant donné que ces changements micro-économiques transféreront au marché la responsabilité de l'allocation des ressources, les autorités perdront la faculté de corriger les déséquilibres macro-économiques par une action directe sur le niveau et la composition de la production. Il leur faudra donc mettre en place un nouveau système de gestion économique indirecte s'appuyant sur les politiques monétaire, budgétaire et du taux de change. A cette fin, l'application discrétionnaire d'impôts et de subventions hautement différenciés devra faire place à un système transparent et rationnel de fiscalité directe et indirecte. Les fonctions de la banque centrale devront être séparées de celles des banques commerciales et des autres institutions financières, cependant que le système d'octroi des crédits et de fixation administrative des taux d'intérêt devra être supprimé et remplacé par l'emploi d'instruments de régulation monétaire indirects, la distribution du crédit étant déterminée par les opérateurs du marché.

La vitesse de la réforme. Le passage à une économie de marché s'accompagnera inévitablement d'un processus d'ajustement douloureux. On serait donc tenté de préférer un rythme de réforme qui permettrait à l'ajustement de se faire en douceur et à l'économie de prendre peu à peu sa nouvelle physionomie. Toutefois, une stratégie visant à modifier graduellement la structure de l'économie – soit en ne prenant qu'un nombre limité de mesures de libéralisation, soit en limitant la réforme à certains secteurs – pourrait présenter des risques considérables. Premièrement, si l'on en juge par l'expérience passée, des réformes partielles ne peuvent guère donner que des résultats limités et, en particulier, l'intégration de quelques-uns seulement des éléments de l'économie de marché ne saurait conduire à l'instauration de véritables marchés. L'approche gradualiste tend à négliger les interactions étroites qui existent entre la libération des prix, la décentralisation de la prise de décision, la discipline financière et la gestion économique indirecte. Or, ces éléments de réforme sont complémentaires; ils se renforcent mutuellement et font ainsi partie intégrante d'un seul et même programme. Deuxièmement, ce n'est qu'en laissant jouer rapidement les forces du marché qu'on pourra surmonter les inerties bureaucratiques et mettre en œuvre les réformes institutionnelles nécessaires. Troisièmement, l'existence d'importants déséquilibres macro-économiques exige que l'on procède d'autant plus rapidement aux réformes indispensables sur tous les

Risques d'une
approche
graduelle de la
réforme

grands fronts de l'économie. Même des mesures de libéralisation limitées poseront immédiatement des problèmes d'ajustement majeurs, et les forces hostiles à la poursuite de la réforme pourraient, en s'amplifiant, compromettre le processus dans son ensemble. C'est pourquoi il serait, semble-t-il, plus judicieux de replacer la stratégie de transition vers l'économie de marché dans le cadre d'un programme global, prévoyant l'application aussi rapide que possible de toutes les grandes mesures de réforme nécessaires mais tenant dûment compte des risques politiques et économiques inhérents à un tel processus. Cependant, au lieu d'essayer de desserrer les tensions inévitables de la période de transition en supprimant ou en tempérant les signaux fournis par les marchés, ce qui aurait pour effet de ralentir le rythme de la réforme, il vaudrait mieux chercher à atténuer l'incidence du choc de l'ajustement par des mesures sociales compatibles avec l'instauration d'une économie de marché.

Les risques et les problèmes de la période de transition. Ce que les autorités auront le plus à craindre durant les premiers stades du processus de réforme, c'est de voir la production baisser et de fortes tensions inflationnistes se développer, alors que le succès de la restructuration de l'économie dépendra pour une bonne part du rythme de redressement de l'activité productive. Si la plupart des pays d'Europe de l'Est disposent d'une main-d'œuvre relativement qualifiée et de solides ressources ouvrant des perspectives de croissance favorables à plus long terme, il est cependant probable que, dans un premier temps, la réaction de l'offre aux mesures de réforme sera faible, voire négative. Du fait de l'ajustement des prix relatifs et de la hausse des taux d'intérêt, de la réduction des subventions et de l'établissement d'un taux de change réaliste, les entreprises inefficaces se trouveront vite en difficulté et se verront contraintes de se restructurer ou de fermer les installations non rentables. Dans le même temps, la mise en place de nouvelles techniques de production et la redistribution de la main-d'œuvre ne se feront sans doute qu'avec lenteur, d'autant que le passage à de nouvelles activités productives sera entravé par les habitudes bien ancrées découlant du système de commandes centralisées, de la suspicion à l'égard de l'initiative privée et du manque de compétences et de savoir-faire en matière de direction des entreprises, de technique et de gestion. Ces difficultés internes au niveau de l'offre se trouveront amplifiées à des degrés divers par la contrainte extérieure, de sorte que la plupart des pays d'Europe de l'Est n'auront guère la possibilité d'alléger leurs problèmes d'ajustement par l'importation de ressources extérieures.

L'apparition probable de phénomènes récessionnistes au stade initial de la réforme souligne l'importance de mesures sociales d'accompagnement. Le chômage transitionnel et la baisse des salaires réels sont en effet difficiles à accepter dans des sociétés qui, depuis des années, connaissent le plein emploi, la sécurité économique et des prix stables et modiques pour les biens et services de première nécessité – même si ces garanties sociales ont eu pour contrepartie l'inefficacité économique et de faibles niveaux de vie. La mise en place d'un nouveau système de protection sociale, notamment l'assurance-chômage et des programmes de recyclage financés sur

Le risque d'une baisse de production et de tensions inflationnistes souligne...

... la nécessité de mesures sociales d'accompagnement

fonds publics, constituera un élément indispensable du processus de réforme.

En raison du temps de réponse de la production pendant la première phase de la réforme, les autorités n'auront guère d'autre choix que de mener une gestion rigoureuse de la demande. Elles y seront principalement conduites par la crainte de voir des tensions inflationnistes se développer à la suite de la libération des prix internes. Même si, dans le processus d'élimination des distorsions de prix, elles font en sorte que ceux-ci n'atteignent pas tous immédiatement les niveaux d'équilibre des marchés, il est fort improbable que les prix puissent s'ajuster sans que leur niveau général ne s'élève dans des proportions sensibles. Cette évolution se trouvera accentuée dans les pays où il s'est formé un excédent de liquidités traduisant un excès de demande. Si l'ajustement des prix ne peut être limité à un relèvement unique du niveau général, on a tout lieu de craindre qu'une inflation continue ne compromette le processus de réforme. Un environnement inflationniste obscurcit les signaux émis par les prix, engendre une pression salariale excessive et tend à encourager les opérations spéculatives, détournant ainsi l'épargne vers les placements étrangers, l'accumulation de stocks et les biens immobiliers.

Toutefois, des politiques macro-économiques anti-inflationnistes ne sont pas seulement importantes pour le développement des marchés. Elles sont aussi indispensables pour faire régner la discipline financière au niveau micro-économique. L'application de mesures monétaires et budgétaires suffisamment restrictives implique dans la pratique le maintien de taux d'intérêt réels positifs et de contrôles budgétaires stricts, ne laissant aucune place à l'octroi de fortes subventions ou de nouvelles aides financières en faveur des entreprises en difficulté. C'est dans ces conditions seulement que les entreprises d'Etat, qui ont fonctionné pendant des années avec des contraintes financières peu strictes, en viendront à considérer leurs résultats financiers comme le critère décisif pour juger de l'utilisation efficiente de leurs ressources.

Si l'instauration d'économies de marché dans les pays de l'Est dépend en fin de compte de la volonté et de la détermination dont ces pays sauront faire preuve dans l'adoption des mesures de réforme nécessaires, la rapidité avec laquelle ils progresseront dans cette voie et la mesure dans laquelle leurs problèmes d'ajustement pourront être atténués seront fonction, pour une bonne part, des contributions des pays occidentaux au processus de réforme. Ces contributions devraient revêtir deux formes. Premièrement, à partir du moment où les pays de l'Est ouvrent leur économie à la concurrence extérieure, il conviendrait d'abolir les restrictions commerciales qui frappent leurs exportations vers les marchés occidentaux ainsi que les mesures qui limitent actuellement leurs achats à l'Occident de produits de haute technologie. Le maintien des restrictions commerciales aurait non seulement pour effet d'entraver grandement l'intégration de l'Europe de l'Est dans l'économie mondiale et d'aggraver considérablement les conditions de la libéralisation interne, mais aussi de dresser un obstacle sérieux à l'investissement direct étranger, s'opposant ainsi à l'apport de technologies

Une discipline financière stricte s'impose aux niveaux micro- et macro-économiques

Le soutien des pays industriels occidentaux

et de méthodes de gestion dont le besoin est particulièrement pressant. Deuxièmement, étant donné les difficultés actuelles d'accès à l'épargne extérieure et les possibilités limitées de générer une épargne intérieure, le transfert de ressources qui sera requis pour restructurer le secteur industriel et moderniser les infrastructures dans les pays d'Europe de l'Est ne pourra guère se faire sans un soutien financier adéquat des pays occidentaux, à travers les circuits financiers aussi bien privés que publics.

L'état actuel de la réforme

Si les événements politiques récents et la dégradation rapide des résultats économiques ont donné une impulsion supplémentaire au processus de réforme, les progrès effectivement réalisés dans la conception des méthodes d'approche et l'application des mesures concernées diffèrent grandement d'un pays à l'autre. Jusqu'à présent, deux pays de l'Est seulement ont entrepris des réformes de grande portée et sont manifestement sur le chemin de l'économie de marché. Au début de 1990, la Pologne a adopté un programme global visant à restaurer l'équilibre de l'économie interne et à transformer le système économique. Le programme retenu prévoit, durant une brève phase initiale de stabilisation, des mesures de restriction de la demande, de fortes réductions des subventions pour les biens de consommation, la levée des contrôles sur la plupart des prix, la rigueur salariale – impliquant une baisse sensible des revenus réels – et, parallèlement à la libéralisation des échanges, la convertibilité partielle du zloty. Dans une deuxième phase, qui durera plusieurs années, on s'emploiera à mener à son terme la restructuration de l'économie. Celle-ci impliquera la suppression des derniers contrôles sur les prix et le commerce extérieur, la mise en place d'un nouveau régime fiscal et, surtout, la privatisation des entreprises d'Etat. Début avril 1990, on pouvait observer certains signes encourageants de réussite: le taux de change était stabilisé sans qu'il ait été nécessaire de recourir au Fonds de stabilisation de \$1 milliard constitué par divers pays occidentaux, et l'hyperinflation avait cédé la place à un taux de 4% pour le mois de mars. Parallèlement, la production réelle avait diminué de 20–30% tandis que le chômage, bien qu'encore faible par rapport aux chiffres occidentaux, montait rapidement, ces deux évolutions donnant une indication des coûts à court terme de l'ajustement. En Hongrie également, une large gamme de mesures a été mise en œuvre au cours des deux années écoulées afin d'accroître la souplesse de l'économie, et des progrès considérables ont été réalisés dans la transformation du système. Les prix et les échanges ont été assez largement libérés, le régime fiscal a été réformé, un double système bancaire a été mis en place et des efforts sont actuellement entrepris pour accélérer la privatisation des biens appartenant à l'Etat. Toutefois, les mesures de libéralisation n'ont pas été étayées par une discipline financière suffisamment stricte, de sorte que la pression excessive des salaires, l'accélération de l'inflation interne et l'aggravation du déficit de la balance des paiements courants soulignent l'urgence de politiques plus restrictives dans le domaine des revenus, de la monnaie et du budget.

Réformes de
grande ampleur
en Pologne
et en Hongrie ...

Dans les autres pays de l'Est, le débat concernant la nature et la vitesse de la réforme n'est pas encore terminé. A l'exception de la Roumanie et de la République démocratique allemande, tous ces pays essaient de mettre en œuvre depuis 1987 des mesures visant à accroître l'autonomie des entreprises d'Etat, à assouplir les restrictions à l'activité du secteur privé et à renforcer le rôle du secteur financier. Mais, dans l'ensemble, ces tentatives de réforme limitées ont eu tendance à affaiblir le contrôle et les résultats des systèmes économiques en place, sans constituer pour autant un progrès significatif dans la voie de l'économie de marché. Le cas le plus évident est celui de l'*Union soviétique*, où l'indépendance accrue des entreprises d'Etat, la promotion d'un secteur coopératif et une réforme bancaire n'ont guère eu d'effet sur la production réelle mais ont abouti à des hausses substantielles des salaires, à une augmentation des subventions et à un déficit budgétaire croissant financé par la création de monnaie. Si les autorités ont reconnu l'importance de mesures de stabilisation à court terme et ont pris des dispositions en vue de contenir l'augmentation des salaires et le déficit budgétaire, le débat se poursuit encore sur la voie qu'il convient de suivre pour une restructuration plus profonde de l'économie soviétique. En *Tchécoslovaquie*, où un programme de réforme adopté en 1987 visait à combiner la mise en place de mécanismes du marché avec un renforcement du rôle des institutions centrales, le nouveau gouvernement n'a pas encore décidé d'une stratégie globale, mais a continué l'application des mesures de réforme axées sur le marché qui avaient été envisagées dans le cadre de l'ancien programme. Au début de 1990, un double système bancaire a été établi, la monnaie a été dévaluée, les prix de gros ont été partiellement ajustés et le commerce extérieur quelque peu libéralisé. On s'attache à présent surtout à favoriser la concurrence et on prépare des textes de loi qui fixeront les règles de la privatisation et du fonctionnement des sociétés privées. En *Bulgarie*, de nouvelles lois ont été adoptées au cours des deux dernières années en vue de stimuler la concurrence, d'amener les entreprises à s'intéresser davantage au profit et d'encourager jusqu'à un certain point l'initiative du secteur privé. Ces mesures n'ont toutefois été appliquées qu'avec lenteur et la situation économique récente se caractérisait surtout par l'aggravation des déséquilibres internes et externes. Contrairement à ces trois pays, la *Roumanie* n'a pris aucune mesure de réforme depuis le milieu des années quatre-vingt, époque à laquelle le remboursement de la dette extérieure est devenu la priorité absolue de la politique économique et où un système rigoureux de planification centrale a été utilisé pour obtenir une très sévère réduction de la demande interne. Quelques mesures très limitées ont été prises récemment en vue d'assouplir le système de planification, d'atténuer certaines des restrictions pesant sur les petites exploitations industrielles et agricoles, cela pour ranimer la production intérieure, et de briser l'isolement du pays par rapport au monde extérieur.

La *République démocratique allemande*, où pratiquement aucun changement systémique n'est intervenu dans les années quatre-vingt, constitue un cas à part dans la mesure où la vitesse et la nature de la réforme seront

... mais le débat sur la stratégie de réforme n'est pas encore achevé dans les autres pays

La République démocratique allemande: un cas particulier

déterminées dans le contexte de l'union économique et politique avec la République fédérale d'Allemagne. Un accord politique est intervenu pour créer rapidement une union économique et monétaire entre les deux États allemands. Les mutations structurelles de grande ampleur qui se révéleront nécessaires exigeront sans nul doute des concours substantiels de la part de la République fédérale. Toutefois, étant donné que l'adaptation rapide du système économique et l'introduction du deutsche mark rendront ce pays très attrayant pour les investisseurs étrangers, on peut s'attendre à d'importants transferts de capitaux privés et de compétences en matière de technologie et de gestion; par rapport aux autres pays d'Europe de l'Est, le processus de restructuration pourrait donc être relativement rapide et le coût de l'ajustement assez faible.

III. Echanges et paiements internationaux

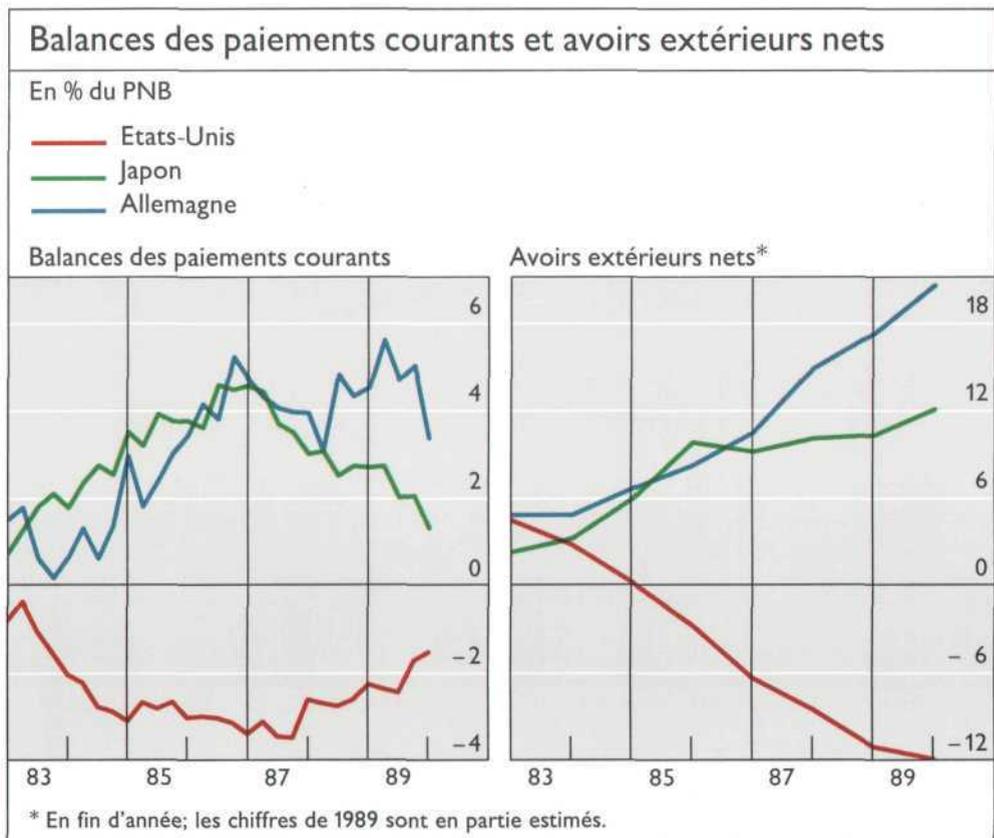
Faits saillants

Les déséquilibres des paiements des Etats-Unis et du Japon se sont largement réduits en 1989. Le déficit courant américain est tombé à un niveau légèrement supérieur à 2% du PNB, après avoir culminé à 3¼% environ en 1987. L'excédent courant japonais s'est aussi contracté, ce mouvement s'accélégrant fortement en cours d'année. Mais, dans un cas comme dans l'autre, l'ajustement de la balance commerciale en termes réels a été moindre qu'en 1988, et certains signes donnaient à penser que le processus commençait à tourner court.

Dans les autres pays industriels, les déséquilibres des paiements courants, européens notamment, se sont aggravés. Le déficit du Royaume-Uni a atteint 4% du PNB; en Italie et en Espagne, il s'est aussi sensiblement accru. Dans le même temps, l'excédent de l'Allemagne est ressorti à près de 4½% du PNB. Toutefois, les tendances qui se sont dégagées en cours d'année semblaient indiquer que l'excédent allemand et le déficit britannique avaient finalement commencé à baisser sous l'effet des évolutions divergentes de la demande interne. Hors d'Europe, les déficits déjà importants de l'Australie et du Canada se sont encore creusés.

Les mouvements de capitaux privés – investissements directs aussi bien que de portefeuille – se sont considérablement gonflés en 1989. Dans certains cas, les entrées nettes de capitaux privés ont dépassé des déficits courants pourtant déjà élevés, entraînant une appréciation de la monnaie et, là où les autorités sont intervenues, une augmentation substantielle des réserves. Inversement, dans les principaux pays excédentaires (Japon et Allemagne) les sorties de capitaux privés ont été supérieures à l'excédent des paiements courants, ce qui a déclenché des pressions à la baisse sur le taux de change. Les autorités ayant contrecarré ces pressions, la position des réserves nettes des deux pays s'est dégradée. La diminution a été particulièrement forte au Japon, où les sorties nettes de capitaux ont largement dépassé l'excédent courant pendant une bonne partie de l'année, entraînant une chute brutale du yen.

Dans les pays en développement, la hausse des prix pétroliers et la dépendance accrue des pays industriels à l'égard du pétrole importé se sont traduites en 1989 par une amélioration très sensible des paiements courants des principaux pays exportateurs de pétrole. Cependant, les prix pétroliers sont restés très instables et ils se sont vivement repliés dans les tout premiers mois de 1990. L'important excédent des économies nouvellement industrialisées (ENI) d'Asie s'est quelque peu réduit, en raison simplement du repli marqué de l'excédent sud-coréen. Globalement, le déficit courant des autres pays en développement s'est aggravé. Les pays lourdement

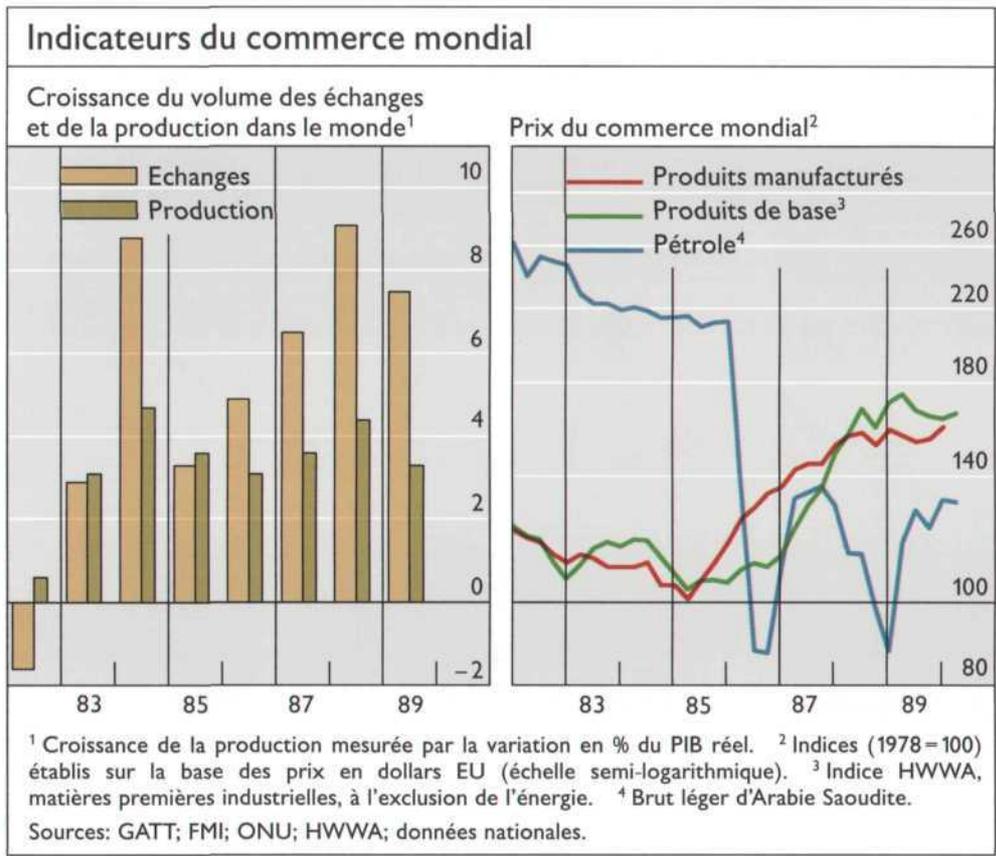


endettés, en particulier, n'ont enregistré aucune amélioration de leur position extérieure, essentiellement parce qu'ils n'ont pas tiré profit de la forte croissance des échanges mondiaux, leurs exportations ayant augmenté à un rythme inférieur de plus de moitié à celui du commerce mondial. Le financement du déficit persistant de leurs paiements courants est resté difficile: leurs arriérés d'intérêts ont continué de s'alourdir et ils ont dû recourir davantage aux sources officielles de financement.

Commerce international

En raison essentiellement de l'expansion économique continue des pays industriels, le volume du commerce mondial a augmenté de 7½% en 1989 – chiffre légèrement inférieur à celui de 1988 mais qui représente encore plus du double du taux de croissance de la production. Les prix moyens en dollars des marchandises échangées n'ont guère varié durant l'année. Toutefois, le dollar s'étant apprécié, les prix en monnaies nationales des exportations des pays industriels ont monté dans l'ensemble de 5½%, contre 2% environ en 1988. Pour la première fois depuis plusieurs années, ils ont augmenté nettement plus vite que la moyenne de leurs déflateurs du PIB. L'appréciation du dollar a permis à certains exportateurs hors des Etats-Unis d'améliorer leur rentabilité: des insuffisances de capacités étant apparues dans quelques pays et les exportations japonaises restant limitées par divers arrangements, il se peut que la concurrence par les prix soit devenue moins intense sur les marchés internationaux.

L'expansion
des échanges
mondiaux fléchit

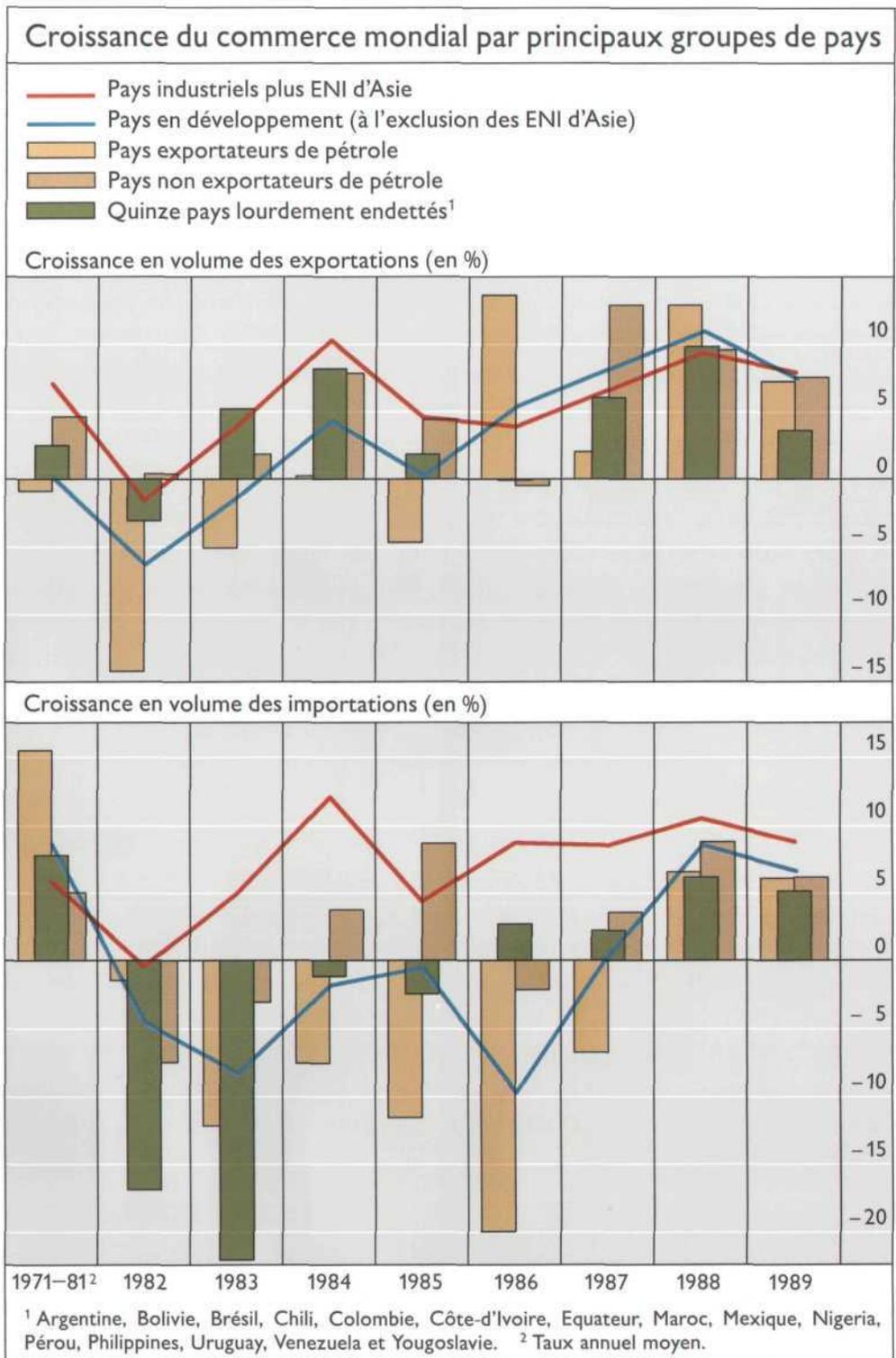


La hausse des prix pétroliers a provoqué une dégradation des termes de l'échange des pays industriels avec les pays en développement. Hors énergie, les prix des matières premières industrielles, qui avaient fortement monté en 1988 et au début de 1989, se sont repliés pendant une grande partie de l'année; d'une année sur l'autre, on ne constate guère de variation. Par contre, les prix agricoles ont diminué et les cours du cacao et du café se sont effondrés quand, faute d'accord sur les contingents et autres mesures de soutien, certains grands producteurs ont déversé leurs excédents sur les marchés mondiaux.

Hausse des prix du pétrole, mais baisse des autres produits de base

Exprimées en volume, les importations des pays industriels en provenance des pays en développement ont progressé un peu moins que leurs achats aux autres pays industriels. Les exportations des pays en développement ont donc accusé un ralentissement assez marqué, leur croissance en volume revenant de 11% en 1988 à 7½% en 1989 (voir graphique ci-contre). Ce mouvement a été plus particulièrement prononcé dans les pays lourdement endettés, dont l'augmentation des exportations en volume est tombée de 10% en 1988 à 3½% seulement en 1989. La médiocrité de ces résultats doit être attribuée principalement aux politiques économiques internes de ces pays. Premièrement, leur incapacité, depuis un certain nombre d'années, de maîtriser des déficits budgétaires de plus en plus lourds a eu pour effet de réduire l'épargne interne totale, ne laissant guère d'autre choix que de diminuer l'investissement. En fait, le rapport investissement/PNB avait déjà fortement chuté depuis le début de la crise de l'endettement et, par conséquent, les possibilités d'expansion des capacités

Ralentissement des exportations des pays en développement



paraissent avoir été sérieusement limitées. Deuxièmement, plusieurs pays de ce groupe ont vu leur taux de change réel s'apprécier au cours des deux années écoulées, l'ajustement des taux nominaux n'ayant pas suffi à neutraliser les taux d'inflation extrêmement élevés.

Deux tendances à moyen terme revêtiront probablement une importance grandissante pour l'évolution des échanges internationaux au cours des années à venir. L'une tient à la dépendance accrue des pays industriels à l'égard des approvisionnements pétroliers de l'OPEP, l'autre au poids

croissant des services dans l'évolution des balances courantes (notamment les paiements au titre des revenus des investissements et le tourisme).

Les exportations nettes des pays de l'OPEP sont passées de 17,4 millions de barils par jour en 1988 à 19,5 millions en 1989, soit environ 40% de plus qu'en 1985. La dépendance accrue à l'égard des livraisons de l'OPEP résulte de l'affaiblissement des prix du pétrole dans la seconde moitié des années quatre-vingt, cette évolution ayant eu pour effet non seulement d'accroître la demande, mais aussi de peser sur l'offre de pétrole en provenance des pays industriels où, de manière générale, les coûts de production sont beaucoup plus élevés que dans les pays de l'OPEP.

Au total, la consommation mondiale de pétrole (sans l'Europe de l'Est) s'est accrue d'environ 3% par an depuis 1985, alors qu'elle avait diminué durant la première moitié des années quatre-vingt. Après avoir baissé de plus d'un quart pendant cette même période, le rapport consommation de pétrole/PIB dans l'ensemble des pays industriels a de nouveau fléchi l'an dernier, mais beaucoup moins qu'au cours de la période précédente. Les modestes économies d'énergie ayant été contrebalancées par la forte expansion de l'activité, la consommation totale de pétrole des pays industriels a progressé. En outre, la demande a augmenté plus rapidement dans les pays en développement, principalement en raison de l'urbanisation et de l'industrialisation, notamment dans le Sud-Est asiatique.

Quant à la production pétrolière des pays industriels, elle est restée stationnaire ou a diminué au cours des dernières années. Une contraction d'environ 4% a été enregistrée en 1989. Ce sont les Etats-Unis qui ont connu le plus fort recul en valeur absolue. En raison de la baisse des prix pétroliers, qui a eu pour effet de réduire considérablement les dépenses d'exploration et de mise en valeur, la production américaine n'a cessé de se contracter depuis 1985, accusant en 1989 une perte cumulée de plus de 15%. De ce fait, et compte tenu de l'augmentation de la consommation énergétique, en 1989 le volume des importations pétrolières américaines était en hausse de plus de 50% par rapport à 1985. Des baisses de production imputables à divers accidents ont aussi pesé sur la production des pays industriels en 1989.

Dépendance accrue à l'égard des pays de l'OPEP...

... en raison de l'augmentation de la demande mondiale de pétrole ...

...et de la baisse de la production dans les pays industriels

Echanges mondiaux de biens et services ¹					
Poste	1975	1980	1985	1988	1989 ²
	en milliards de dollars EU				
Total	970	2.544	2.688	3.992	4.350
Marchandises	720	1.822	1.899	2.785	3.010
Services	250	722	789	1.207	1.340
<i>Part des services (en % du total)</i>	25,8	28,4	29,4	30,2	31
<i>dont: Transports</i>	7,0	6,2	5,3	4,9	n.d.
<i>Tourisme</i>	4,4	4,0	3,6	4,6	n.d.
<i>Revenus des investissements</i>	7,2	11,3	13,5	13,9	n.d.

¹ Moyenne des crédits et des débits. ² Estimations provisoires.
Sources: FMI, Annuaire des balances des paiements et Perspectives économiques mondiales.

L'évolution divergente de l'offre et de la demande de pétrole dans ces pays s'est traduite par une augmentation d'environ 20% du prix moyen du baril sur l'ensemble de l'année. Néanmoins, du fait des incertitudes du côté de l'offre, les prix pétroliers ont été instables et très sensibles aux fluctuations à court terme de la demande. Premièrement, la production globale de l'Iran et de l'Iraq – qui ont tous deux une forte demande non satisfaite de devises – a dépassé celle de l'Arabie Saoudite en 1989. Deuxièmement, la production pétrolière de l'Union soviétique a récemment diminué, et des incertitudes considérables pèsent sur l'avenir. Les prix mondiaux du pétrole ont été particulièrement instables dans les premiers mois de 1990, période pendant laquelle ils ont fortement chuté.

Part croissante des recettes du tourisme et des revenus nets d'investissements ...

L'autre tendance à moyen terme digne d'intérêt tient à l'importance accrue de certaines opérations internationales du secteur des services. Les paiements au titre du tourisme et des revenus des investissements ont représenté environ 18½% du total des opérations sur biens et services en 1988, contre 11½% seulement en 1975 (voir tableau de la page 70).

La forte montée des revenus des investissements reflète l'intégration et la mondialisation des marchés financiers. Dans la plupart des pays industriels, les mouvements de capitaux internationaux ne font plus l'objet que de rares restrictions – et c'est là un changement radical par rapport à la situation qui prévalait encore à une époque aussi récente que la fin des années soixante-dix. Par ailleurs, toute une gamme d'instruments financiers a été mise au point pour gérer et réduire le risque de change. Les flux transfrontières d'emprunts et de prêts se sont donc gonflés pour des raisons tout à fait indépendantes du financement des balances des paiements courants, ce qui est précisé plus loin. Si les données relatives aux flux des revenus des investissements sont, dans les statistiques de balance des paiements, parmi celles qui laissent le plus à désirer (le total des paiements mondiaux recensés a dépassé les recettes de plus de \$50 milliards en 1988, dernière année pour laquelle on dispose de données complètes), l'ampleur de ce phénomène ne fait cependant aucun doute.

...mais diminution relative des autres services

Par contre, la part des services autres que les revenus des investissements et les recettes du tourisme accuse une diminution, malgré la place plus importante des services dans les économies industrielles les plus avancées. L'explication tient peut-être, en partie tout au moins, à l'efficacité accrue des transports et au recul, dans le commerce international, des produits de l'industrie lourde au profit de produits relativement légers et à valeur élevée (comme les produits électroniques), deux évolutions qui ont concouru à la réduction des coûts du transport; la part des services de transport a, en fait, diminué ces dernières années (voir tableau de la page 70). On peut aussi penser que beaucoup de paiements au titre de services financiers sont inclus dans les revenus des investissements. Il est également possible que diverses restrictions sur les échanges de services ainsi que l'absence de règles concertées aient entravé l'internationalisation des services. Il est peut-être révélateur à cet égard que la catégorie de services qui subit le moins de restrictions – voyages à l'étranger et tourisme – ait progressé relativement vite ces dernières années.

La mise au point d'un cadre multilatéral pour les échanges de services figure parmi les principaux thèmes de discussion des négociations multilatérales («Uruguay Round») actuellement menées au GATT. Les autres thèmes figurant à l'ordre du jour sont l'assujettissement des échanges de textiles aux règles du GATT, l'examen du commerce des produits agricoles et la définition de règles plus explicites et acceptées au plan international concernant les clauses traditionnelles de «sauvegarde» du GATT, qui permettent de protéger temporairement telle ou telle industrie nationale. La date limite pour arriver à un accord sur toutes les questions inscrites à cet ordre du jour vaste et ambitieux a été fixée à la fin de l'année.

L'«Uruguay Round» ...

Deux tendances récentes méritent de retenir l'attention: le recours plus fréquent aux restrictions bilatérales et la pratique de plus en plus répandue des mesures «temporaires» assurant une protection semi-permanente à certaines industries nationales. Les dispositions de la «Super» Section 301 de la loi américaine sur le commerce et la concurrence (qui permettent l'imposition bilatérale de restrictions commerciales en guise de représailles), les mesures antidumping récemment appliquées par la Communauté européenne et un certain nombre d'accords de restriction volontaire des exportations constituent autant de moyens d'établir des discriminations entre fournisseurs étrangers. De même, le règlement des différends au niveau bilatéral sape inévitablement les procédures du GATT et risque ainsi d'affaiblir le système commercial multilatéral. Par ailleurs, on s'aperçoit que bon nombre des restrictions introduites ces dernières années sont devenues quasi permanentes et ne sont plus seulement des remèdes temporaires visant à amortir les effets de l'ajustement à court terme. Selon le GATT, sur les 249 dispositifs de restriction des échanges à caractère discriminatoire qui étaient en vigueur à la fin de 1989, plus de 60% ne comportaient aucune date explicite d'expiration. Il faut donc espérer, si l'on veut renforcer le système de libre-échange, que l'«Uruguay Round» débouche sur un accord de vaste portée et d'une véritable efficacité, qui permette d'inverser la dérive récente du principe clé de non-discrimination entre fournisseurs étrangers dans le commerce international et empêche que des mesures de protection temporaires deviennent permanentes.

... devrait s'attaquer à la discrimination et à l'emploi abusif des mesures de protection «temporaires»

Réduction des déséquilibres américain et japonais

Les déséquilibres courants des Etats-Unis et du Japon se sont contractés beaucoup plus rapidement qu'on ne le prévoyait. Compte non tenu des effets de valorisation des investissements directs découlant de l'évolution des taux de change, le déficit courant américain est tombé d'un maximum de \$160 milliards en 1987 à moins de \$104 milliards en 1989 (voir tableau de la page 75); dans le même temps, l'excédent japonais accusait une réduction d'environ \$30 milliards.

Les facteurs déterminant traditionnellement la balance commerciale, demande interne relative et compétitivité mesurée par les taux de change effectifs réels (voir graphique de la page 74), ont encore contribué l'an dernier à réduire les déséquilibres américain et japonais. Premièrement, la

Demande relative et compétitivité: facteurs déterminants de l'ajustement

demande interne a progressé nettement plus vite au Japon et beaucoup plus lentement aux Etats-Unis que dans la plupart des autres pays industriels. Deuxièmement, le taux de change effectif réel du dollar était à son plus bas et celui du yen à son plus haut vers la fin de 1987 et au début de 1988. Les variations de la compétitivité se répercutant sur les volumes d'échanges avec un décalage pouvant aller jusqu'à deux ans, il est probable que le repli du dollar et la hausse du yen observés jusqu'au début de 1988 faisaient encore sentir leurs effets sur les volumes d'échanges en 1989. Troisièmement, l'appréciation du dollar et la dépréciation du yen en 1989 ont eu tendance à réduire la valeur en dollars des déséquilibres américain et japonais. Aux Etats-Unis, le déflateur des prix en dollars des importations hors pétrole a en fait baissé, ce qui a contrebalancé en partie les incidences de la hausse sensible des prix pétroliers sur les termes de l'échange, dont la dégradation a été, en fin de compte, limitée. En conséquence, l'amélioration des échanges en volume s'est reflétée pour une très large part dans les valeurs en dollars. Au Japon, la dégradation des termes de l'échange a aussi accentué la diminution de l'excédent exprimé en dollars.

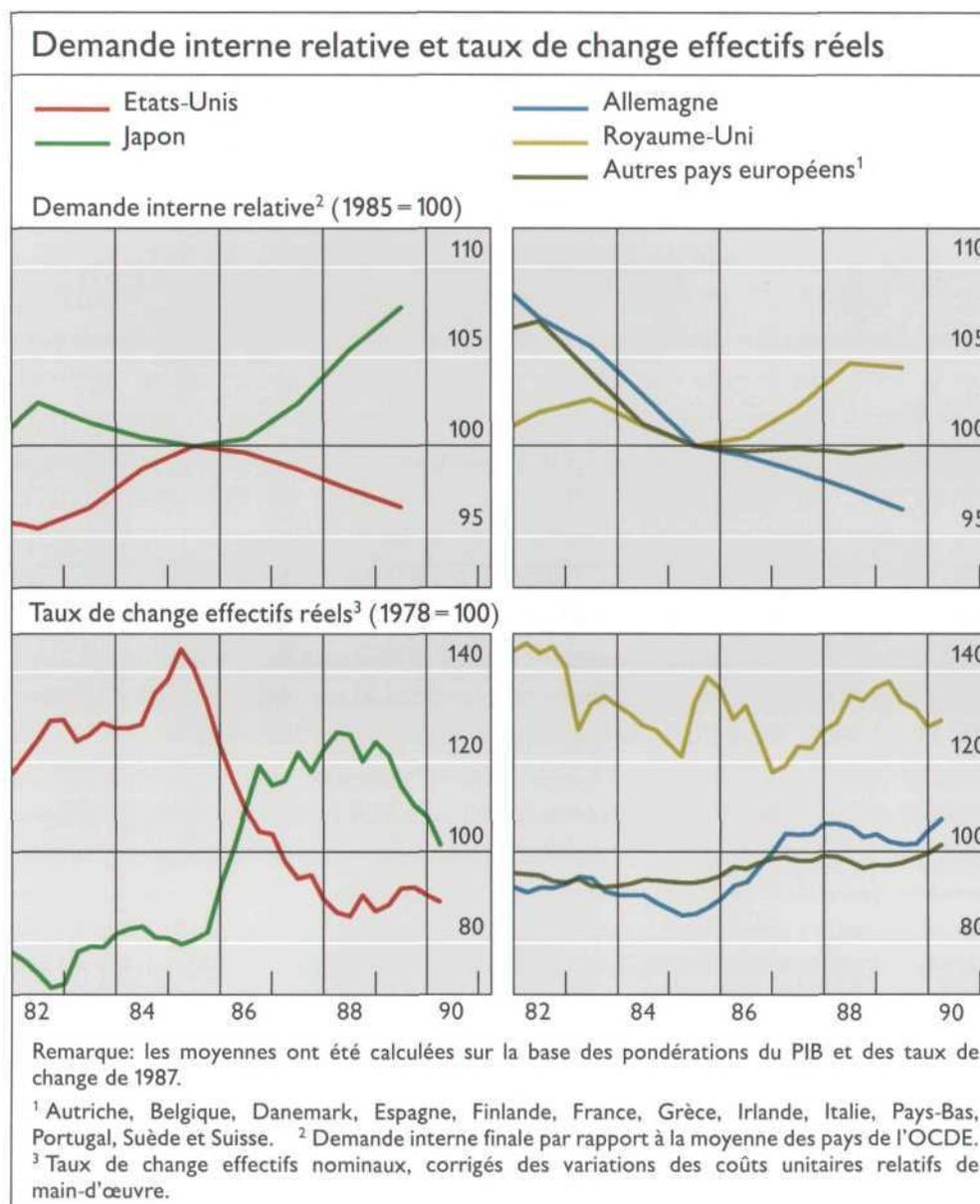
Forte expansion
du volume des
exportations des
Etats-Unis ...

La contraction du déséquilibre courant des Etats-Unis en 1989 a surtout été due à celle du déficit commercial, tombé à son plus bas niveau depuis 1984. Alors que le déficit pétrolier augmentait d'environ \$10 milliards, le déficit non pétrolier s'est contracté de près de \$24 milliards, ce qui s'explique dans une large mesure par la croissance rapide du volume des exportations au premier semestre, période pendant laquelle les exportations non agricoles ont progressé à un rythme annuel proche de 16% en termes réels. Malgré une certaine décélération au second semestre, la croissance d'environ 12½% d'une année sur l'autre a été beaucoup plus forte que celle du commerce mondial. Toutefois, les gains de parts de marché des Etats-Unis ont été inférieurs à ceux de 1987 et 1988, ce qui donne à penser que les effets de la chute du dollar pendant la période 1985-87 (qui s'est en partie inversée au cours des dix-huit derniers mois) sont peut-être en train de prendre fin.

... ainsi que des
importations

Les importations de marchandises en volume ont augmenté à peine moins qu'en 1988, malgré le très net ralentissement de la demande interne. Leur dynamisme n'a été dû qu'en partie à la fermeté persistante des achats d'énergie, le volume des importations hors pétrole ayant lui aussi progressé de plus de 5%. Ces évolutions ont eu pour effet net de réduire le déficit commercial réel hors pétrole de près de \$20 milliards, contre plus de \$40 milliards en 1988.

La fermeté sous-jacente de la demande interne de produits importés est mise en évidence par le fait que le volume des achats de biens d'équipement à l'étranger a augmenté de 16%, soit environ trois fois plus que le total des investissements en machines et outillage, ce qui semblerait traduire une dépendance accrue à l'égard des biens d'équipement étrangers. Par contre, les importations de voitures – qui représentent à peu près le cinquième du total des achats hors pétrole – ont accusé un recul absolu de plus de 4% en volume, en raison pour une très grande part du remplacement de certaines importations directes par la production de filiales japonaises implantées aux Etats-Unis.



La balance des opérations invisibles des Etats-Unis a enregistré une amélioration de plus de \$6 milliards, en raison surtout de l'évolution du solde des services autres que les revenus des investissements, dont l'excédent a augmenté de \$7½ milliards, du fait principalement de la progression des recettes au titre du tourisme et d'autres services privés. Si l'on corrige les chiffres des investissements directs des variations de taux de change, l'excédent du poste revenus nets d'investissements ressort à \$3,2 milliards. Vu la dimension du déficit courant et, partant, l'augmentation annuelle des engagements extérieurs nets, l'absence de toute détérioration du solde des revenus d'investissements appelle quelques explications. Deux facteurs en sont surtout responsables. Premièrement, l'amélioration de près de \$6 milliards des recettes nettes au titre des investissements directs (compte non tenu des pertes en capital liées aux variations de taux de change) a été due aux effets conjugués de la croissance des bénéfices des filiales américaines à l'étranger et du recul apparent des recettes des

Aux Etats-Unis, accroissement de l'excédent des services autres que les revenus de facteurs ...

... mais stabilité du solde des revenus nets d'investissements

investissements directs étrangers aux Etats-Unis. Deuxièmement, la nature des engagements extérieurs des Etats-Unis – principalement libellés en dollars et à relativement long terme – a fait que les paiements d'intérêts à l'étranger ont été en partie protégés de la forte hausse des taux d'intérêt à court terme des autres monnaies observée l'an dernier. Le déficit des revenus des investissements de portefeuille a cependant augmenté de \$5,8 milliards.

L'excédent japonais diminue ...

L'excédent des paiements courants du Japon pour l'ensemble de l'année s'est établi à \$57 milliards, soit un recul de plus de \$22 milliards par rapport à 1988. Ce résultat masque toutefois le brusque repli intervenu en cours d'année. En taux annuel dessaisonnalisé, l'excédent est revenu de plus de \$80 milliards au premier trimestre – à peu près autant qu'en 1987 et 1988 – à moins de \$40 milliards au quatrième trimestre, pour remonter aux alentours de \$60 milliards au premier trimestre de 1990.

... la croissance des exportations restant faible ...

La baisse de l'excédent courant en 1989 a résulté pour l'essentiel de la contraction du déséquilibre commercial, due au recul persistant du volume des exportations nettes et à une importante détérioration des termes de l'échange. Il se peut aussi que l'appréciation antérieure du yen ait continué de peser sur les ventes à l'étranger, dont le volume s'est accru de moins de

Balance des paiements courants des Etats-Unis						
Poste	1985	1986	1987	1988	1989	
					année	T IV ¹
en milliards de dollars EU						
Paiements courants	-112,7	-133,3	-143,7	-126,5	-105,9	- 82,3 ²
Balance commerciale	-122,1	-145,1	-159,5	-127,2	-113,2	-115,2 ²
Revenus nets d'investissements	25,9	21,6	22,3	2,2	1,0	27,0 ²
Autres services	- 1,0	5,9	7,7	13,1	20,6	23,8 ²
Transferts	- 15,5	- 15,7	- 14,2	- 14,6	- 14,3	- 17,9 ²
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Chiffres non corrigés des variations de taux de change:</i>						
<i>Paiements courants</i>	-119,5	-143,9	-160,2	-125,5	-103,7	- 96,6
<i>Revenus nets d'investissements</i>	19,1	11,0	5,7	3,2	3,2	13,7
<i>Balance commerciale hors pétrole³</i>	- 81,5	- 95,5	- 79,5	- 38,2	- 17,8	- 20,6 ²
	variation en %					
<i>Volume des exportations</i>	3,6	6,2	16,2	20,5	12,4	10,8 ^{2,4}
<i>Volume des importations</i>	4,8	12,4	6,5	6,1	5,8	5,1 ^{2,4}
<i>Termes de l'échange</i>	- 0,1	3,0	- 6,2	2,1	- 1,9	- 4,0 ^{2,4}

Remarque: la balance des paiements des Etats-Unis comptabilise maintenant comme revenus d'investissements les fluctuations qui résultent des variations des taux de change de la valeur en dollars des actifs et des passifs représentatifs d'investissements directs américains. Le poste «Revenus nets d'investissements» baisse donc lorsque le dollar s'apprécie, et inversement.

¹ Chiffres annualisés. ² Chiffres dessaisonnalisés. ³ Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1982. ⁴ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1988.

4% en 1989, marquant un fléchissement en cours d'année. Un autre facteur – peut-être plus significatif à long terme – tient à ce que la production des filiales japonaises à l'étranger se substitue aux exportations directes, comme l'indique la réduction continue des exportations de véhicules à moteur: 6,2 millions d'automobiles l'an dernier, contre 7,2 millions au point le plus haut de 1985. Dans le même temps, les importations de produits manufacturés ont continué de s'accroître, mais plus lentement qu'au cours des trois années 1986–88, ce qui donne à penser que les effets de l'appréciation antérieure du yen et de la libéralisation des importations commencent à s'épuiser. Le volume des achats de produits manufacturés à l'étranger a toutefois continué de progresser deux fois plus vite que la demande interne en 1989. La valeur des importations totales de biens de consommation manufacturés a atteint près de \$30 milliards, contre moins de \$10 milliards encore en 1986. Ces évolutions en volume ont eu pour effet net de continuer à réduire en 1989 l'excédent commercial réel hors pétrole, bien moins cependant que les trois années précédentes.

... et les importations marquant une vive progression

En outre, la dépréciation du yen et la hausse du prix du pétrole en dollars ont entraîné une dégradation d'un peu plus de 4% des termes de l'échange – la première de cet ordre depuis 1980. Vu l'ampleur de la baisse du yen l'an dernier, cette dégradation a été relativement faible. Cela tient en grande partie à ce que les prix des exportations sont généralement exprimés en monnaie étrangère, de sorte que les valeurs unitaires en yens (qui avaient diminué à un rythme annuel moyen de plus de 8% entre 1985 et 1988) ont augmenté de près de 7% en 1989. Il reste que la détérioration des termes de l'échange d'une année sur l'autre s'est accentuée en cours d'année, atteignant près de 8% au dernier trimestre de 1989.

Balance des paiements courants du Japon						
Poste	1985	1986	1987	1988	1989	
					année	T IV ¹
en milliards de dollars EU						
Paiements courants	49,2	85,8	87,0	79,6	57,2	36,8 ²
Balance commerciale	56,0	92,8	96,4	95,0	76,9	56,0 ²
Revenus nets d'investissements	6,8	9,5	16,7	21,0	23,4	27,0
Autres services	-12,0	-14,4	-22,4	-32,3	-38,9	-41,5 ²
Transferts	- 1,6	- 2,1	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 4,7 ²
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Balance commerciale hors pétrole³</i>	86,7	74,0	63,0	49,0	44,8	43,0
variation en %						
<i>Volume des exportations</i>	4,6	- 0,6	0,3	5,1	3,8	- 0,1 ⁴
<i>Volume des importations</i>	0,4	9,5	9,3	16,7	7,8	9,0 ⁴
<i>Termes de l'échange</i>	3,8	33,6	2,2	2,3	- 4,2	- 7,9 ⁴

¹ Chiffres annualisés. ² Chiffres dessaisonnalisés. ³ Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1985. ⁴ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1988.

La dépréciation du yen accroît la rentabilité à l'exportation

Le rebond des prix à l'exportation en yens, après six années d'érosion, signifie que la rentabilité du secteur exportateur s'est beaucoup améliorée (voir tableau de la page 28), et il n'est pas exclu dans ces conditions que l'on assiste à une nouvelle vague d'exportations japonaises sur les marchés mondiaux. Selon des études récentes, les investissements intérieurs dans le secteur manufacturier ont progressé au total de 60% au cours des deux années budgétaires 1988 et 1989. Si, d'après l'enquête la plus récente (février 1990), les entreprises manufacturières s'attendent toujours à voir la demande interne augmenter plus vite que les exportations – ce qui laisserait entendre que l'envolée des investissements est surtout destinée au marché intérieur – toute dépréciation ultérieure du yen pourrait bien modifier cette perspective.

Augmentation des revenus nets d'investissements du Japon

Le solde positif des revenus d'investissements a augmenté de moins de \$2½ milliards, chiffre plutôt modeste si l'on considère l'ampleur de l'excédent courant et la forte hausse des taux d'intérêt entre 1988 et 1989. Cela tient principalement à ce que la position du Japon est débitrice sur le court terme et créditrice sur le long terme. La montée des taux d'intérêt à court terme du dollar du début de 1988 au début de 1989 a donc eu tendance à accroître les paiements plutôt plus que les recettes. Lorsque les taux d'intérêt du dollar à court terme se sont repliés, entre mars 1989 et la fin de l'année, tandis que les autres taux tendaient à s'élever, les revenus nets d'investissements sont passés d'environ \$21 milliards au premier semestre de 1989 à \$27 milliards au dernier trimestre (chiffres annualisés). Le déficit des services autres que les revenus de facteurs s'est beaucoup moins élargi qu'en 1988, en raison surtout du ralentissement du rythme d'augmentation des dépenses au titre des voyages. Les touristes japonais ont pourtant encore dépensé à l'étranger plus de \$22 milliards en 1989, trois fois plus qu'en 1986.

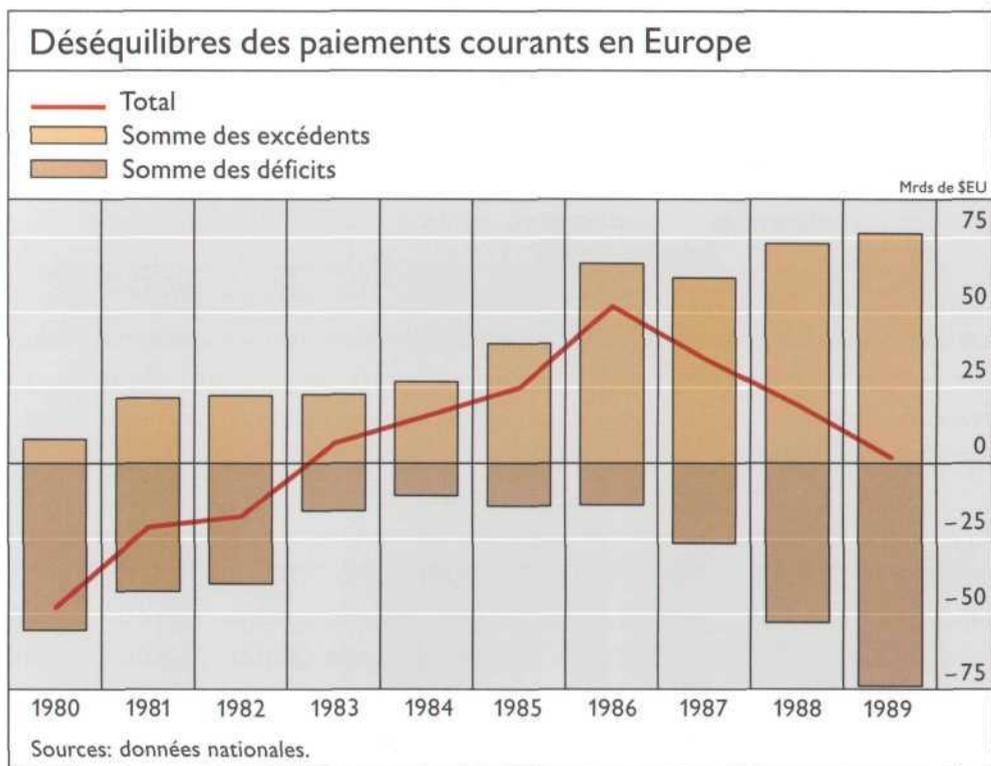
Ralentissement de l'ajustement en termes réels aux Etats-Unis et au Japon

En définitive, si l'ajustement des déséquilibres américain et japonais s'est poursuivi en 1989, on peut surtout noter qu'en termes réels – c'est-à-dire mesuré par la différence entre la croissance en volume des importations et des exportations – il a été moindre en 1989 qu'en 1988. Cela est principalement imputable au fait que les bénéfices de la baisse du dollar et de la hausse du yen entre 1985 et les derniers mois de 1987 se sont probablement affaiblis en 1989 – comme la plupart des calculs économétriques le donnent d'ailleurs à penser. Pendant une bonne partie de l'année 1989, les taux de change ont évolué dans une direction qui, si elle se maintenait, finirait par jouer contre la poursuite de l'ajustement. Tel fut le cas notamment pour le Japon. En outre, il ne serait guère réaliste de penser que la demande intérieure réelle du Japon va continuer de progresser à un rythme annuel dépassant d'environ 3 points celui des autres pays industriels – comme en 1988 et 1989.

Accroissement des déséquilibres européens

Disparition de l'excédent global ...

Le solde positif des opérations courantes de l'Europe occidentale, qui atteignait encore quelque \$50 milliards en 1986, a accusé en 1989 une nouvelle diminution, de \$17½ milliards, qui l'a pratiquement ramené à zéro. Cette



correction apparente a toutefois masqué une accentuation considérable des déséquilibres de certains pays. Comme l'indique le graphique ci-dessus, un gonflement des excédents dans un certain nombre de pays et une aggravation substantielle des déficits existants ont concouru à la disparition de l'excédent global. Les déficits de l'Espagne, de la Finlande, de l'Italie, du Royaume-Uni et de la Suède ont augmenté au total d'environ \$25 milliards en 1989, tandis que l'excédent combiné de l'Allemagne, des Pays-Bas et de l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL) s'accroissait de \$7 milliards.

Trois facteurs ont contribué à aggraver les déséquilibres courants en Europe. Le plus important serait, semble-t-il, les écarts sensibles observés ces dernières années dans les taux de croissance de la demande interne. Il faut également noter que les déséquilibres n'ont pas, de manière générale, déclenché de mouvements de correction des taux de change réels. Bien au contraire, un certain nombre de pays déficitaires ont aussi connu des taux d'inflation plus élevés, ce qui s'est traduit par une appréciation sensible de leur monnaie en termes réels. Enfin, l'incidence cumulative exercée par la persistance, et parfois l'aggravation, des déséquilibres des paiements courants sur les positions nettes en matière d'investissements internationaux et, partant, sur les flux nets des revenus d'investissements a eu elle-même tendance à accentuer les déséquilibres existants. Autre facteur possible: la croissance récente a eu un assez fort contenu d'investissements, de sorte que les pays tributaires des biens d'équipement importés ont peut-être été désavantagés. Les données dont on dispose, aussi limitées soient-elles, incitent toutefois à penser que les différences observées dans les parts respectives des biens de consommation et de production n'ont pas joué un rôle majeur.

... mais aggravation des déséquilibres entre pays ...

... tenant à trois facteurs

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

Pays et zone	Balance des paiements courants			Dont:					
				Balance commerciale			Solde des revenus d'investissements		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	1987	1988	1989
	en milliards de dollars EU								
Pays industriels	- 36,4	- 45,9	- 80,0	- 28,1	- 7,9	- 36,3	7,8	-10,6	-14,7
Etats-Unis	-143,7	-126,5	-105,9	-159,5	-127,2	-113,2	22,3	2,2	1,0
Japon	87,0	79,6	57,2	96,4	95,0	76,9	16,7	21,0	23,4
Communauté européenne	34,7	16,0	2,3	27,6	17,4	3,4	- 7,7	- 7,0	- 4,4
Allemagne	46,0	50,4	55,5	68,3	77,9	75,4	4,1	5,1	11,8
Danemark	- 3,0	- 1,8	- 1,4	0,8	1,9	2,4	- 4,1	- 4,3	- 4,5
Espagne	- 0,2	- 3,8	- 11,6	- 13,0	- 18,0	- 24,5	- 2,8	- 3,5	- 3,6
France	- 4,4	- 3,5	- 3,7	- 8,7	- 8,1	- 10,3	- 0,4	0,1	- 0,5
Grèce	- 1,2	- 1,0	- 2,6	- 5,5	- 6,1	- 7,4	- 1,4	- 1,5	- 1,5
Irlande	0,4	0,7	0,6	2,6	3,8	3,7	- 3,1	- 4,0	- 4,0
Italie	- 1,6	- 6,3	- 10,6	- 0,1	- 1,4	- 2,0	- 6,6	- 7,1	- 8,3
Pays-Bas	2,9	5,5	6,9	5,1	8,5	8,0	0,2	- 0,7	0,9
Portugal	0,4	- 1,1	- 0,6	- 3,6	- 5,5	- 5,2	- 0,9	- 0,9	- 0,8
Royaume-Uni	- 7,4	- 26,7	- 34,1	- 18,1	- 37,0	- 38,0	6,9	9,5	5,0
UEBL*	2,8	3,6	3,9	- 0,2	1,4	1,3	0,4	0,3	1,1
Autres pays d'Europe	0,1	2,9	- 0,8	- 8,4	- 7,2	- 10,0	0,2	1,1	- 1,0
Autriche	- 0,4	- 0,5	- 0,2	- 5,1	- 6,3	- 5,9	- 0,9	- 0,9	- 0,8
Finlande	- 1,8	- 3,0	- 4,9	1,4	1,1	- 0,2	- 1,7	- 1,9	- 2,2
Islande	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,1	0,0	0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Norvège	- 4,2	- 3,7	0,3	- 0,8	- 0,1	3,9	- 1,2	- 1,9	- 2,5
Suède	- 1,1	- 2,1	- 5,2	4,5	4,9	3,5	- 2,6	- 3,1	- 4,1
Suisse	7,6	8,4	5,9	- 5,2	- 5,6	- 6,7	10,5	13,0	12,0
Turquie	- 1,0	1,5	1,0	- 3,2	- 1,8	- 4,5	- 2,0	- 2,1	- 1,7
Yougoslavie	1,2	2,5	2,4	0,1	0,6	- 0,2	- 1,7	- 1,8	- 1,5
Autres pays industriels	- 14,5	- 17,9	- 32,8	15,8	14,1	6,6	-23,7	-27,9	-33,7
Afrique du Sud	3,0	1,3	1,6	7,2	5,2	5,6	- 2,5	- 2,3	- 2,4
Australie	- 8,6	- 10,1	- 15,7	- 0,5	- 1,1	- 3,7	- 6,6	- 8,1	-10,1
Canada	- 7,1	- 8,3	- 16,6	8,6	8,0	3,9	-12,5	-15,0	-18,9
Nouvelle-Zélande	- 1,8	- 0,8	- 2,1	0,5	2,0	0,8	- 2,1	- 2,5	- 2,3
Quatre ENI d'Asie	31,4	28,9	23,5	25,1	21,8	18,8	1,4	4,0	5,5
Corée du Sud	9,9	14,2	5,1	7,7	11,6	4,5	- 2,8	- 2,0	- 1,2
Hong Kong	2,9	2,8	5,0	- 0,3	- 1,0	0,7	n.d.	n.d.	n.d.
Singapour	0,6	1,7	2,3	- 2,6	- 2,6	- 2,8	0,8	0,9	1,0
Taiwan	18,0	10,2	11,1	20,3	13,8	16,4	2,3	3,4	3,9

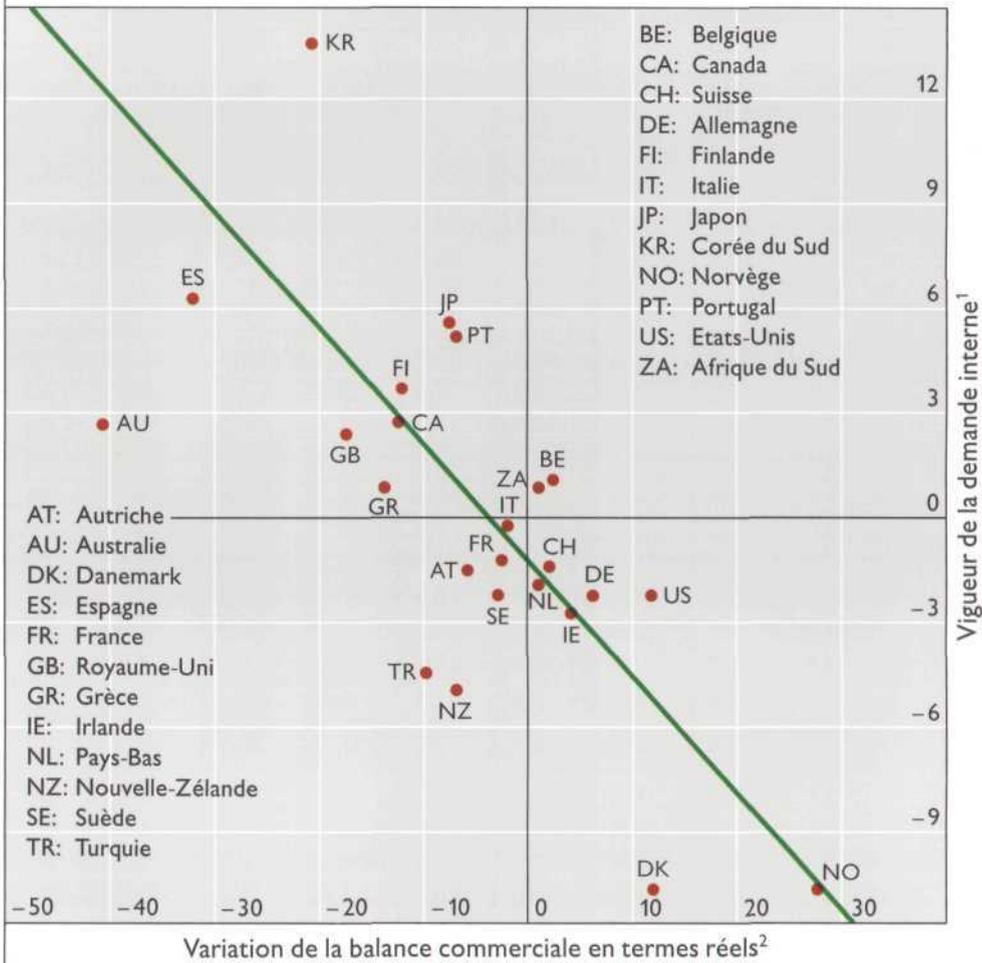
* Union économique belgo-luxembourgeoise.

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

Le graphique de la page 80 montre dans quelle mesure les résultats du commerce extérieur de la plupart des pays ont été fonction de la fermeté relative de leur demande interne au cours des deux dernières années.

En Espagne, en Finlande, au Portugal et au Royaume-Uni, des taux de croissance de la demande interne nettement au-dessus de la moyenne au

Croissance de la demande interne et variation de la balance commerciale réelle entre 1987 et 1989



Remarque: la droite indique la régression des variations de la balance commerciale en termes réels sur la croissance de la demande interne (à l'exclusion des pays exportateurs de produits de base: Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande).

¹ Mesurée par la variation en pourcentage de la demande interne finale en termes réels, diminuée de la croissance moyenne de la demande interne (7,9%). ² Variation de la balance commerciale entre 1987 et 1989, mesurée sur la base des prix constants de 1987 et exprimée en pourcentage des exportations et importations moyennes de marchandises de 1987.

Sources: données nationales.

cours des deux dernières années ont entraîné une dégradation sensible de la balance commerciale réelle. Le Royaume-Uni est resté, parmi les pays européens, celui qui a enregistré le déficit commercial le plus élevé. Toutefois, à \$38 milliards, il ne dépassait celui de 1988 que de \$1 milliard, et des signes d'amélioration ont pu être perçus durant l'année lorsque la croissance de la demande interne s'est sensiblement ralentie. Le volume des importations de produits manufacturés (après ajustement saisonnier et élimination des opérations à caractère exceptionnel) a augmenté d'environ 3% entre les quatrièmes trimestres de 1988 et de 1989, accusant une nette décélération par rapport aux périodes antérieures. Pendant le même temps, le volume des exportations de produits manufacturés (sur les mêmes bases que précédemment) progressait de plus de 14%. De ce fait, le déficit hors pétrole s'est contracté. Le déficit total a été alourdi par la réduction de

Expansion plus rapide de la demande interne dans les pays déficitaires ...

moitié de l'excédent pétrolier, ramené aux alentours de \$2½ milliards en 1989, à la suite d'une série d'accidents et de sérieuses difficultés de production en mer du Nord.

En Espagne, la vigueur persistante de la croissance de la demande interne en 1989 a entraîné un gonflement de 17½% du volume des importations hors énergie, dont l'augmentation cumulée depuis 1985 a ainsi atteint 125%, soit bien plus que celle des exportations. Dans ces conditions, le déficit commercial s'est accru de plus de \$6 milliards, pour passer aux alentours de \$24½ milliards en 1989.

... qu'en
Allemagne

Dans le principal pays excédentaire, l'Allemagne, la demande interne a progressé jusqu'à récemment à un rythme inférieur à la moyenne des autres pays industriels. Fin 1989, la demande intérieure finale n'avait augmenté que d'environ 12% par rapport à son niveau de 1985, alors que dans le reste de l'Europe le taux d'expansion était de l'ordre de 18%. En 1989, le volume des exportations s'est de nouveau accru plus rapidement que celui des importations – en fait, l'écart s'est quelque peu creusé par rapport à 1988. Les termes de l'échange s'étant dégradés de près de 3% en raison du renchérissement du pétrole et de la dépréciation du deutsche mark vis-à-vis du dollar EU, l'amélioration de la balance commerciale réelle s'est traduite par une réduction marginale de l'excédent commercial en dollars. Les variations relatives des volumes d'échanges se sont toutefois inversées en cours d'année, de sorte qu'entre les quatrièmes trimestres de 1988 et de 1989 le taux de croissance des importations a dépassé de près de 4 points celui des exportations (voir tableau ci-dessous). Cet écart est dû aux effets du vif redressement de la demande interne vers la fin de 1989 et du ralentissement de la croissance de la demande à l'étranger, plus particulièrement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Balance des paiements courants de l'Allemagne						
Poste	1985	1986	1987	1988	1989	
					année	T IV ¹
en milliards de dollars EU						
Paiements courants	17,1	40,1	46,0	50,4	55,5	42,0 ²
Balance commerciale	27,8	54,6	68,3	77,9	75,4	68,0 ²
Revenus nets d'investissements	3,3	4,2	4,1	5,1	11,8	13,2
Autres services	- 1,3	- 3,4	- 6,7	- 9,8	- 7,9	-12,4 ²
Transferts	-12,7	-15,3	-19,7	-22,8	-23,8	-26,8 ²
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Balance commerciale hors pétrole³</i>	68,3	61,0	55,1	58,1	60,9	52,6
	variation en %					
<i>Volume des exportations</i>	6,6	1,1	2,4	6,5	8,8	2,8 ^{2,4}
<i>Volume des importations</i>	4,7	5,7	5,1	6,0	7,8	6,4 ^{2,4}
<i>Termes de l'échange</i>	1,4	15,3	3,7	- 0,1	- 2,7	-3,0 ^{2,4}

¹ Chiffres annualisés. ² Chiffres dessaisonnalisés. ³ Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1980. ⁴ Variation par rapport au quatrième trimestre de 1988.

Dans deux pays européens, le Danemark et la Norvège, la balance commerciale réelle a accusé sur les deux dernières années une amélioration supérieure à celle de la balance allemande. Il faut principalement attribuer ce phénomène au recul de la demande intérieure finale en 1988 et 1989, qui a maintenu le taux de croissance des importations de ces deux pays bien au-dessous de la moyenne européenne. Dans le cas de la Norvège, la hausse des prix du pétrole a permis à la balance commerciale de passer carrément à une situation d'excédent en 1989, pour la première fois en quatre ans.

Deuxième caractéristique importante des déséquilibres européens: d'une manière générale, les taux de change réels n'ont pas monté dans les pays à balance des paiements courants excédentaire, ni diminué dans les pays déficitaires. Il y a là un contraste marqué avec les amples variations des taux de change effectifs réels du dollar EU et du yen. En particulier, après plusieurs années de forts excédents, le deutsche mark ne s'est pas sensiblement apprécié en termes réels, contrairement à ce qui s'était passé antérieurement dans des situations comparables. De fait, son taux de change effectif réel est resté assez stable depuis le début de 1987 (voir graphique de la page 74). Même dans le cas du Royaume-Uni, où les fluctuations du taux de change réel ont été beaucoup plus prononcées, les variations qui se sont produites durant la plus grande partie des années quatre-vingt ne semblent pas avoir été durables. Les taux de change réels des principaux pays européens n'ont donc pas varié de manière à contrecarrer l'aggravation des déséquilibres. Par contre, l'appréciation substantielle de la plupart des monnaies européennes par rapport au dollar EU a contribué à réduire l'excédent commercial de l'Europe vis-à-vis des Etats-Unis. L'une des conséquences en est que les excédents ou les déficits commerciaux européens sont de plus en plus des déséquilibres intra-européens. Par exemple, l'excédent commercial de l'Allemagne correspond maintenant en quasi-totalité aux exportations nettes vers les autres pays européens, étant donné qu'il n'y a plus désormais d'excédent avec les autres pays industriels. Entre 1987 et 1989, l'excédent commercial de l'Allemagne vis-à-vis des Etats-Unis a diminué d'environ \$9 milliards, pour s'établir aux alentours de \$4½ milliards.

En outre, les déséquilibres à l'intérieur de l'Europe ont été aggravés par une perte notable de compétitivité-prix dans plusieurs pays à balance des paiements courants déficitaire. Des comparaisons simples des variations des prix à la consommation, exprimés en une monnaie commune, donnent à penser que ceux-ci ont augmenté plus vite dans les pays déficitaires que dans les pays excédentaires, l'écart étant dans certains cas assez important (voir tableau de la page 83). La dégradation très sensible des balances commerciales réelles de l'Espagne et de la Suède a en partie résulté de l'appréciation marquée en termes réels de leur monnaie respective.

L'évolution de la compétitivité-prix contribue aussi à expliquer que le secteur du tourisme ait connu un sort très variable selon les pays. Ainsi, l'Espagne, la Grèce et l'Italie ont vu leurs recettes touristiques nettes se dégrader depuis 1987 lorsque les taux de change effectifs réels – calculés sur la base des prix relatifs à la consommation – de leur monnaie respective, la peseta,

Variations des
taux de change
réels ...

... avec, dans les
pays déficitaires,
une hausse impor-
tante creusant
les déséquilibres
de la balance
commerciale ...

... et affectant
le tourisme

la drachme et la lire, se sont mis à s'apprécier. Si l'on remonte seulement à 1985, par exemple, on s'aperçoit que les voyageurs italiens ne dépensaient à l'étranger qu'un cinquième environ de ce que les visiteurs étrangers dépensaient en Italie; en 1989, cette proportion était de plus de la moitié. C'est là l'une des principales raisons de l'aggravation du déficit courant de ce pays, qui est passé à près de \$11 milliards. Par contre, les résultats relativement bons de l'Autriche et de la France en matière de compétitivité-prix (grâce à une faible inflation) ont entraîné une vive progression de leurs recettes touristiques. Dans le cas de la France, cette progression a permis de contenir à \$3,7 milliards le déficit des paiements courants, malgré la dégradation persistante de la balance des échanges de produits manufacturés. Ce sont aussi des facteurs liés aux prix relatifs qui ont contribué à maintenir à 3½% l'augmentation des dépenses totales des touristes allemands à l'étranger, alors que les visiteurs étrangers en Allemagne accroissaient de 9½% leurs dépenses exprimées en deutsche marks.

Variations des soldes des revenus nets d'investissements

Le troisième facteur de l'aggravation des déséquilibres européens a été l'évolution des soldes des revenus d'investissements. L'accroissement du total des actifs nets à l'étranger de l'Allemagne (et aussi d'économies de moindre dimension, comme les Pays-Bas et l'UEBL) a eu pour effet de gonfler considérablement les revenus nets de leurs investissements en 1989, accentuant ainsi des excédents déjà importants. En Allemagne, ces recettes ont plus que doublé, pour s'établir à \$11¾ milliards l'an dernier, cette évolution reflétant non seulement l'ampleur du total des actifs nets à l'étranger, mais aussi la hausse des taux d'intérêt à court terme (étant donné le poids relativement élevé des échéances à court terme dans les avoirs extérieurs de ce pays). En Suisse, par contre, les recettes nettes au titre des revenus d'investissements ont marqué une baisse en 1989, la première depuis le début des années quatre-vingt, les taux d'intérêt de ce pays ayant sensiblement monté en cours d'année par rapport à ceux de l'étranger.

Les flux nets au titre des revenus d'investissements ont aussi aggravé les déséquilibres croissants résultant d'autres catégories de transactions dans la plupart des pays déficitaires. Au Royaume-Uni, les recettes nettes de ce poste ont chuté de \$4½ milliards en 1989, l'augmentation des bénéfices des investissements directs étrangers au Royaume-Uni ainsi que l'alourdissement

Prix relatifs à la consommation dans certains pays européens, exprimés en une monnaie commune

Année	Pays excédentaires*					Pays déficitaires*					
	Allemagne	Belgique	Pays-Bas	Suisse	Moyenne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni	Suède	Moyenne
	en deutsche marks, 1987 = 100										
1988	101,3	100,4	100,9	101,4	101,0	108,5	101,3	102,2	111,5	107,0	106,1
1989	104,1	103,4	101,7	100,1	102,3	122,0	104,8	110,6	118,4	115,8	114,3
1990 TI	106,0	105,9	102,9	101,4	104,1	124,4	106,8	113,0	112,6	117,0	114,8

* Selon la position de la balance des paiements courants en 1987-89.

des charges d'intérêts dû à la montée rapide des engagements externes à court terme ayant accru les paiements d'intérêts, de bénéfices et de dividendes. En Italie et en Suède, la progression des engagements nets envers l'étranger a eu pour effet en 1989 d'accroître d'environ \$1 milliard le montant des paiements nets au titre des revenus d'investissements. L'accroissement a été beaucoup plus faible en Espagne, où l'importance grandissante des engagements externes non productifs d'intérêts (l'investissement direct notamment) a eu tendance à protéger les paiements au titre des revenus d'investissements de l'augmentation des taux d'intérêt internationaux.

Enfin, certains considèrent que la configuration des échanges et la composition de la demande ont des répercussions sur les déséquilibres européens. Comme précisé au Chapitre II, l'essor récent de la demande interne dans beaucoup de pays industriels, notamment en Europe, a résulté en grande partie de l'augmentation rapide des dépenses d'investissement fixe. La part des biens de production dans les échanges s'en est donc trouvée accrue par rapport à celle des biens de consommation. Si les statistiques concernant la composition des échanges sont incomplètes et manquent d'homogénéité d'un pays à l'autre, il se révèle pourtant que les échanges de biens d'équipement ont progressé beaucoup plus vite que ceux de biens de consommation au cours des deux dernières années. Cette configuration s'est inversée par rapport à celle de la période 1980-87 (voir tableau de la page 85).

Il n'apparaît pas clairement, cependant, que cette évolution ait contribué à l'accroissement des déficits des pays importateurs de biens d'équipement ou des excédents des pays exportateurs de ces mêmes biens. La plupart des pays industriels développés pour lesquels on dispose de données enregistrent une proportion de biens d'équipement plus forte dans leurs exportations que dans leurs importations de produits manufacturés finis. L'Italie et l'Espagne sont les seuls pays où cette part est plus élevée à l'importation qu'à l'exportation et dont les résultats du commerce extérieur pourraient donc avoir souffert de la prédominance des dépenses d'investissement fixe observée récemment.

L'incidence potentielle des différences de composition par produits ressort du graphique de la page suivante, qui indique, pour divers pays, la contribution des échanges de biens de production à la croissance des exportations et importations de produits finis au cours des années quatre-vingt. A l'exception de l'Espagne, on ne relève pas de divergences marquées entre les pays européens. Par contre, la structure du commerce extérieur de certains pays non européens est manifestement différente: si les Etats-Unis et le Japon sont exportateurs nets de biens de production, la Corée du Sud est à la fois importateur net de biens de production et exportateur net de biens de consommation. Si on la compare avec d'autres pays, la France aussi se retrouve avec une part de biens de production dans ses exportations totales plus faible que la moyenne. Il n'y a pourtant pas de différence marquée entre les poids respectifs des biens de production dans les importations et dans les exportations. Même l'Allemagne, gros

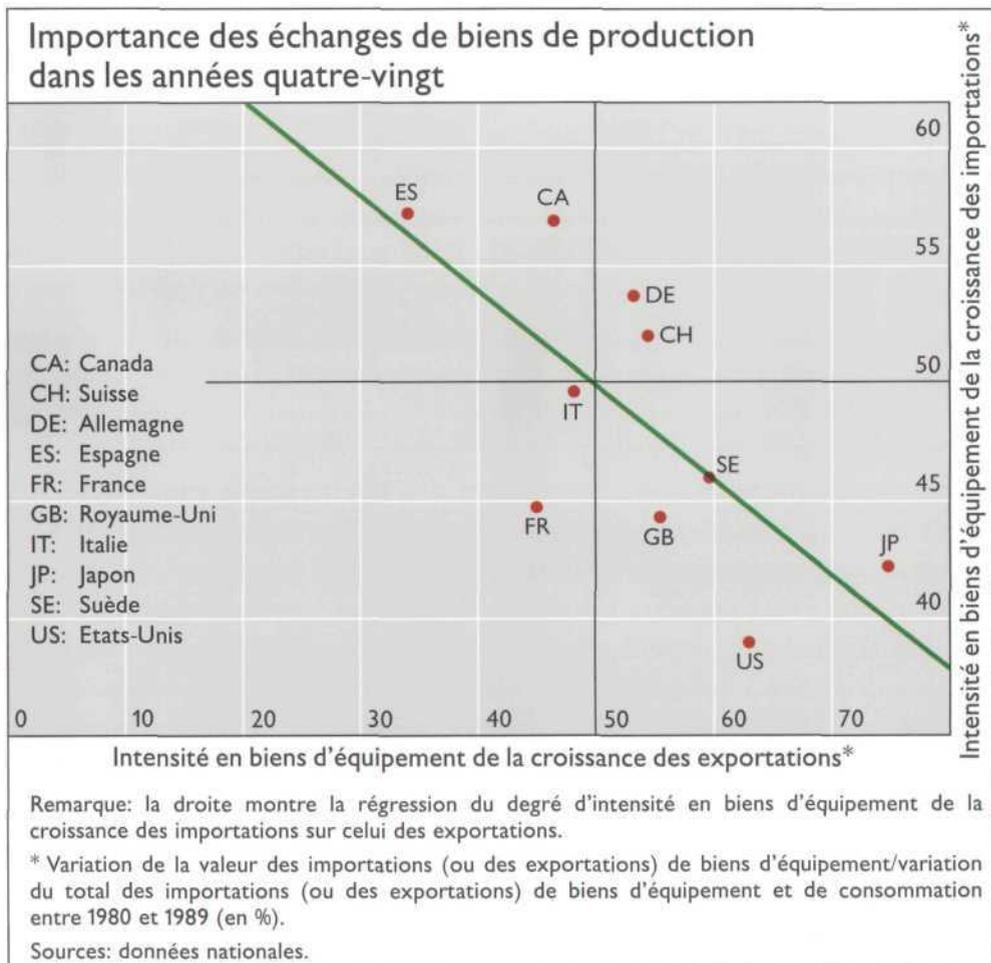
Evaluation du rôle joué par l'envolée des investissements ...

Echanges de biens de production et de consommation de certains pays industriels¹

Période	Croissance annuelle moyenne:				Part des biens de production dans le total des échanges de produits finis ²	
	Biens de production		Biens de consommation			
	Exportations	Importations	Exportations	Importations	Exportations	Importations
	en %					
1981-87	6,2	9,6	7,3	11,0	56,6	42,7
1988-89	13,5	15,2	8,5	8,8	58,8	45,6

¹ Valeur totale en dollars des importations et des exportations des pays suivants: Allemagne, Canada, Espagne, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ² La dernière année de chaque période, c'est-à-dire 1987 et 1989.

exportateur de biens d'équipement, ne se singularise pas vis-à-vis des autres pays européens par une polarisation exceptionnelle sur les ventes à l'étranger de biens de production et ne s'écarte guère non plus de la moyenne dans le cas des importations. Peu d'éléments, donc, peuvent donner à penser que l'envolée récente des dépenses d'investissement en Europe a été l'une des principales raisons de l'important excédent extérieur de l'Allemagne.



Bien au contraire, le commerce extérieur allemand se caractérise surtout par un important excédent structurel des échanges de produits manufacturés finis, qu'il s'agisse de biens de consommation ou de biens de production. En 1989, les exportations allemandes de cette catégorie de biens ont dépassé de deux tiers les importations, de sorte que tout gonflement des échanges de produits manufacturés finis – trouvant son origine, par exemple, dans une forte expansion de la demande de biens de consommation durables ou dans le retournement du cycle des investissements – tend à accroître l'excédent du pays. L'Italie enregistre aussi un net excédent. Par contre, la France et le Royaume-Uni dégagent des déficits importants dans leurs échanges de produits finis, et c'est à ce phénomène qu'il faut attribuer, entre autres, l'aggravation de leur déficit commercial.

... et différences de structure des soldes des échanges de produits manufacturés

Autres pays industriels et ENI d'Asie

L'un des traits importants des échanges et des paiements internationaux en 1989 a été la dégradation d'environ \$20 milliards des balances extérieures des autres pays industriels non européens et des ENI d'Asie (voir tableau de la page 79).

Alors même que les prix mondiaux des produits de base qu'ils exportent restaient relativement élevés, l'*Australie* et le *Canada* ont vu leurs déficits courants augmenter respectivement de \$5,6 milliards et \$8,3 milliards, soit l'équivalent de 5½% et 3% de leur PNB. Dans les deux cas, les termes de l'échange ont marqué une amélioration sensible au cours des trois dernières années, d'environ un quart pour l'Australie et de 8½% pour le Canada. Ces évolutions n'ont pas entraîné une contraction des déficits des paiements courants pour trois raisons. Premièrement, le taux de croissance de la demande interne a été beaucoup plus élevé que la moyenne enregistrée pour le reste du monde (voir graphique de la page 80). Comme dans beaucoup d'autres pays, les investissements productifs privés se sont accrus ces deux dernières années à un rythme particulièrement rapide, entraînant une progression des importations de biens d'équipement. Deuxièmement, les monnaies des deux pays se sont sensiblement appréciées en termes réels du fait de la hausse des cours des produits de base et du niveau élevé des taux d'intérêt nominaux internes. Le volume des exportations canadiennes de marchandises a marqué l'an dernier un léger repli, symptôme d'une perte de compétitivité, encore que la faiblesse de la demande des États-Unis ait aussi joué un rôle. Enfin, les deux pays ont une dette extérieure importante: l'accroissement des engagements nets résultant de l'accumulation de déficits et de la hausse des taux d'intérêt s'est traduit l'an dernier par une dégradation particulièrement prononcée du solde de leurs revenus d'investissements, les paiements nets à ce titre ayant atteint 3½% du PNB dans les deux pays.

Aggravation des déficits en Australie, au Canada ...

La *Nouvelle-Zélande*, également, a vu ses termes de l'échange s'améliorer en 1987 et 1988, mais, la demande interne ayant été très déprimée, le déficit extérieur courant s'était sensiblement contracté en 1988. Les chiffres préliminaires disponibles pour 1989 font toutefois entrevoir un vif essor du volume des importations, dont des mesures de libéralisation et le fort

... et en Nouvelle-Zélande

rebond des investissements sont apparemment les causes essentielles. Etant donné l'affaiblissement du volume des exportations (résultant de facteurs spéciaux, notamment la sécheresse), on estime que le déficit courant s'est accru, pour se situer à environ 5% du PIB.

Vigueur des exportations de l'Afrique du Sud

L'excédent de la balance courante de l'*Afrique du Sud* s'est légèrement gonflé malgré une nette dégradation des termes de l'échange: le volume des exportations (or exclu) a augmenté de plus de 16%, tandis que celui des importations restait stationnaire, du fait du recul de la demande interne. L'excédent a permis de réduire une nouvelle fois la dette extérieure; toutefois, les paiements nets au titre des revenus d'investissements, qui étaient tombés de 3,7% du PIB en 1985 à 2,5% en 1988, ont légèrement remonté en 1989.

Contraction de l'excédent sud-coréen ...

La balance des paiements courants de l'ensemble des ENI d'Asie a diminué d'environ \$5½ milliards, pour s'établir à \$23½ milliards. Cette variation totale recouvre une baisse de plus de \$9 milliards de l'excédent de la Corée du Sud et une légère augmentation des excédents des autres ENI. En *Corée du Sud*, les fortes hausses des salaires nominaux en 1988 et 1989 (environ 50% sur les deux années) ont donné une puissante impulsion à la demande interne et, conjuguées avec une appréciation sensible du taux de change jusqu'au début de 1989, elles ont conduit à une perte considérable de compétitivité internationale. En outre, la production a été perturbée par des grèves généralisées. La balance commerciale a accusé une réduction marquée en termes réels, en raison du repli du volume des exportations de 5%, alors que le volume des importations augmentait de 14%, soit à peu de chose près autant que la demande interne. Il faut ajouter à cela la quasi-disparition, en 1989, de l'important excédent enregistré en 1988 au titre des services autres que les revenus de facteurs – reflétant pour une part les recettes touristiques exceptionnelles dues aux Jeux Olympiques. L'excédent courant de *Taiïwan*, qui s'était nettement contracté en 1988, s'est élargi à \$11 milliards (7,5% du PNB), ce qui s'explique par le redressement du volume des exportations et par la disparition des effets exercés en 1988 par des importations exceptionnelles d'or. Enfin, les excédents courants de *Hong Kong* et de *Singapour* ont tous deux augmenté.

... mais accroissement des excédents des autres ENI d'Asie

Aggravation des déficits en Europe de l'Est ...

L'excédent total des paiements courants des pays d'Europe de l'Est en monnaies convertibles s'est fortement dégradé l'an dernier, d'un montant pouvant aller jusqu'à \$7 milliards, soit à peu près un sixième de la valeur des exportations de marchandises de ces pays vers les pays industriels (voir tableau de la page 53). La position de la balance courante de l'*Union soviétique* est entourée de beaucoup d'incertitude, mais elle paraît avoir marqué une détérioration sensible en 1989. Les importations de biens de consommation occidentaux ont progressé, tandis que les recettes en monnaies fortes provenant des exportations de pétrole sont apparemment restées inchangées, la hausse des prix pétroliers ayant compensé le recul en volume des exportations soviétiques vers l'Ouest. L'excédent commercial de la *Pologne* est revenu d'environ \$1 milliard en 1988 à \$¼ milliard en 1989, la valeur en dollars des importations en monnaies convertibles ayant augmenté de quelque 16% tandis que celle des exportations ne progressait que

de 4%. Il faut noter toutefois que cette dégradation est intervenue en grande partie au cours des trois premiers trimestres, c'est-à-dire avant l'introduction des réformes d'octobre 1989. Depuis lors, les exportations en monnaies fortes auraient marqué, selon les estimations, une importante avancée, alors que les importations chutaient à la suite de la compression sévère de la demande interne. Le déficit des paiements courants (y compris les intérêts échus) s'est chiffré à \$1,8 milliard (environ 3% du PIB). Cependant, sans les arriérés et allègements de dette au titre des intérêts (qui ont augmenté de \$2,4 milliards), on trouve un excédent d'environ \$0,6 milliard. La Hongrie, également, a vu ses importations monter vivement en 1989, malgré une réduction de sa demande interne. Le poste du tourisme est aussi devenu largement déficitaire, les ressortissants hongrois ayant profité de la plus grande liberté de voyager qui leur était donnée. La hausse des taux d'intérêt et l'accumulation de la dette extérieure ont provoqué un nouvel alourdissement des paiements nets au titre des intérêts. Les exportations de la Tchécoslovaquie ont sensiblement progressé en 1989, en raison pour une bonne part de l'autorisation accordée aux entreprises de conserver une partie de leurs recettes en devises; le déficit courant semble donc s'être stabilisé.

La position extérieure sous-jacente de la plupart des pays d'Europe de l'Est est probablement encore plus fragile que l'ampleur des déficits courants de 1989 semblerait l'indiquer. Depuis longtemps, en effet, le commerce extérieur de ces pays revêtait la forme d'opérations bilatérales de troc dans lesquelles, en gros, l'Union soviétique leur fournissait des matières premières (notamment des produits énergétiques) contre des produits manufacturés. Cela leur permettait de se procurer des matières premières à bien meilleur compte que sur les marchés mondiaux, et ils avaient en outre un marché garanti pour écouler leurs exportations de produits manufacturés. Ce système fait l'objet d'un réexamen qui débouchera sans doute sur une réforme impliquant des règlements en monnaies convertibles et la disparition progressive des structures d'échanges préférentiels. Si ces changements vont manifestement dans le sens des nouvelles politiques de marché actuellement adoptées, leur coût à court terme au niveau de la balance des paiements sera probablement très lourd pour ces pays, Union soviétique exceptée.

... et fragilité de la position extérieure sous-jacente

Déséquilibres internationaux et épargne et investissement

Pour replacer dans une perspective plus longue ces déséquilibres internationaux à caractère persistant, il est intéressant d'examiner le rôle joué par l'évolution de l'épargne et de l'investissement dans les pays excédentaires et déficitaires, compte tenu notamment de l'abaissement de la propension globale à épargner observée au cours des années quatre-vingt.

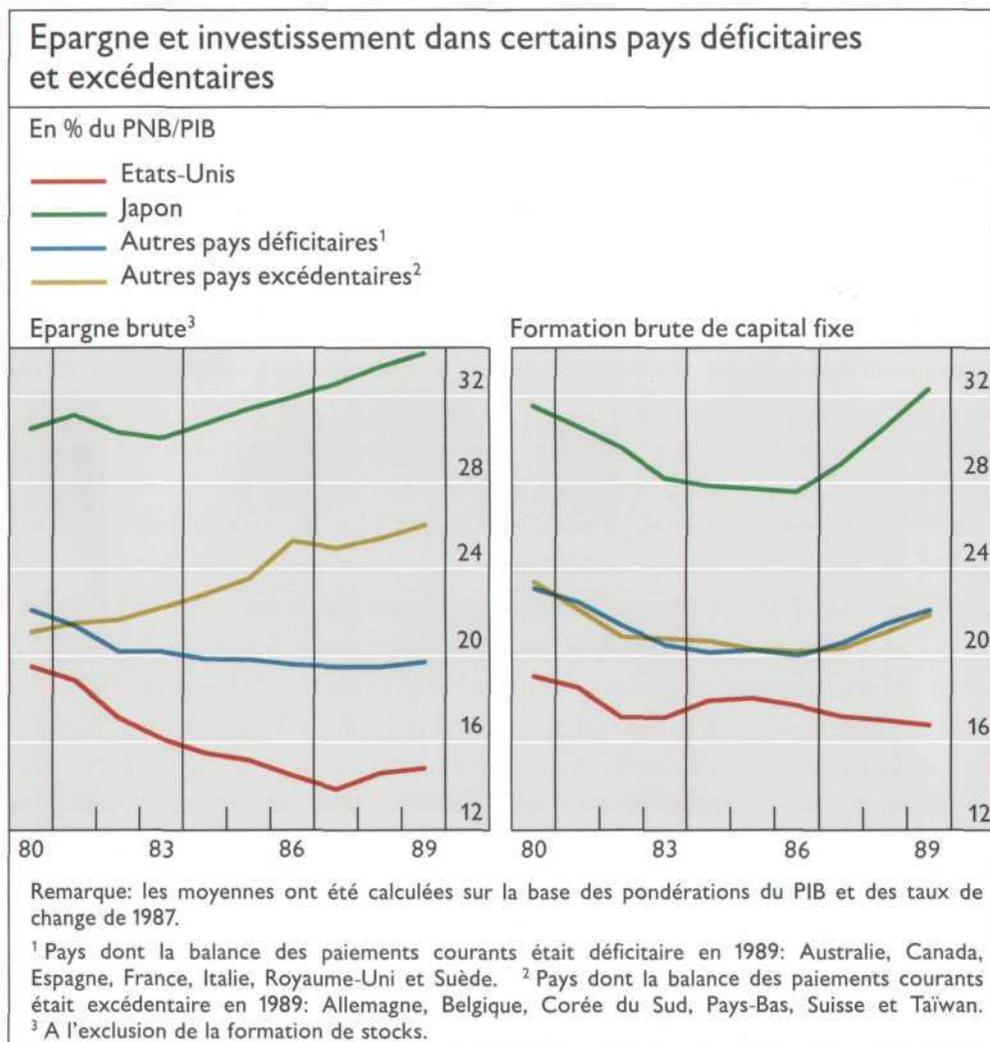
Sur l'ensemble de cette décennie, la part de l'épargne brute dans le PNB (voir graphique de la page suivante) a augmenté d'environ 4-5 points au Japon et dans les autres pays excédentaires, mais elle a diminué aux Etats-Unis et dans les autres pays déficitaires. Le repli observé aux Etats-Unis a été particulièrement brutal. La part de l'investissement a baissé

Recul de l'épargne dans les pays déficitaires ...

à la fois dans les deux groupes de pays jusqu'au milieu de la décennie, pour marquer ensuite une vive remontée, la principale exception à ce schéma général étant les Etats-Unis.

On a beaucoup parlé du rôle joué par le développement des investissements dans l'aggravation des déficits des paiements courants de divers pays industriels. Dans de nombreux cas, certes, l'alourdissement des déficits observé ces deux ou trois dernières années a été dû davantage à l'augmentation du rapport investissement fixe/PNB qu'au recul du taux d'épargne. Mais la part de l'investissement a progressé plus vite dans les pays excédentaires que dans les pays déficitaires et a été financée par l'épargne interne. De fait, la part de l'épargne dans le PNB a tellement augmenté dans les pays excédentaires qu'ils ont pu financer à la fois l'envolée des investissements internes et l'accroissement substantiel de leurs actifs extérieurs nets: l'excédent de leurs paiements courants s'est établi en moyenne aux alentours de 4½% du PNB depuis 1986. Dans les pays déficitaires, par contre, la part de l'épargne s'est tout juste stabilisée, à un niveau assez bas, après avoir diminué pendant une grande partie de la décennie. En ce sens, c'est à la divergence des tendances de l'épargne qu'il faut attribuer l'aggravation des déséquilibres.

... et plus forte progression des investissements dans les pays excédentaires



Par contre, la correction des déséquilibres des Etats-Unis et du Japon ces deux ou trois dernières années a tenu relativement plus à la divergence des tendances de l'investissement. Au Japon, la contraction de l'excédent est allée de pair avec une augmentation du ratio investissement/PNB (plus de 4½ points depuis 1986) supérieure à celle du taux d'épargne (voir graphique de la page 89). Ce pays a donc réussi, dans son processus d'ajustement, à accroître un taux d'épargne déjà élevé, tout en investissant plus à l'intérieur qu'à l'extérieur. Aux Etats-Unis, en revanche, l'ajustement a été entravé par la faible progression du taux d'épargne nationale, qui est resté nettement inférieur au niveau pourtant déprimé du début de la décennie. Dans le même temps, la baisse des prix relatifs des biens d'équipement – en raison essentiellement du recul des prix des ordinateurs – entraînait une diminution de la part des dépenses d'investissement dans le PNB; à prix constants, cette part des investissements a en fait augmenté.

Epargne et investissement augmentent fortement au Japon...

... mais non aux Etats-Unis

Tendances des mouvements de capitaux

Divers pays ont pris, l'an passé, de nouvelles mesures de libéralisation des mouvements internationaux de capitaux. Dans le monde industrialisé, les résidents privés de toutes les grandes économies et de la plupart des pays de moindre dimension peuvent maintenant acquérir des actifs étrangers à peu près librement, la principale exception étant que, dans certains cas, les investissements étrangers des institutions financières non bancaires demeurent réglementés. De fait, l'un des traits frappants de l'économie internationale, ces dernières années, a été la mobilité fortement accrue des capitaux sur le plan international. Le volume des mouvements de capitaux a progressé à un rythme particulièrement élevé en 1989; non seulement les flux d'investissements directs ont sensiblement augmenté (poursuivant une tendance manifeste depuis 1985), mais le volume des opérations sur valeurs mobilières s'est aussi fortement accru à mesure que s'estompaient les doutes engendrés par le krach boursier d'octobre 1987 (lequel avait temporairement stoppé la croissance des opérations internationales sur valeurs mobilières). On trouvera résumées dans le tableau de la page 92 les sorties et entrées de capitaux enregistrées depuis 1975 au titre des investissements directs et de portefeuille pour les treize principaux pays industrialisés.

Mobilité accrue des capitaux

Les flux d'investissements directs ont continué de s'accroître fortement en 1989: pour l'ensemble des pays énumérés, les entrées auraient, selon les estimations, augmenté d'environ \$17 milliards. Depuis le milieu des années quatre-vingt, les flux en provenance et à destination de l'étranger ont pratiquement quadruplé. On notera toutefois que les chiffres des sorties ont constamment dépassé ceux des entrées, en partie à cause des sorties nettes vers les pays ne figurant pas dans le tableau. Mais l'écart s'explique surtout par l'emploi de définitions et de normes comptables différentes par les pays déclarants – les conventions à cet égard diffèrent principalement en ce qui concerne le traitement des bénéficiaires réinvestis et le seuil au-delà duquel un achat d'actions est considéré comme un investissement direct et non comme un placement. Il reste que les entrées et sorties

Les facteurs de fermeté de l'investissement direct étranger

de capitaux sont, les unes et les autres, révélatrices des tendances générales de l'investissement direct.

Premièrement, les flux d'investissements directs sont fortement procycliques, leurs variations dépassant celles de l'activité économique. Leur vive progression depuis le milieu des années quatre-vingt peut donc être attribuée en partie au redressement de l'activité, après une récession qui les avait déprimés. Deuxièmement, ils ont été gonflés par une vague de fusions et d'acquisitions transfrontières. Troisièmement, les variations substantielles des taux de change réels au milieu des années quatre-vingt ont amené certaines entreprises à délocaliser leur production là où les coûts de main-d'œuvre étaient plus faibles. La crainte du protectionnisme a aussi incité les entreprises exportatrices à installer des unités de production sur leurs marchés d'exportation. Quatrièmement, l'explosion internationale des prix de l'immobilier (analysée dans le Chapitre IV) a eu pour effet d'accroître la valeur des investissements directs dans ce secteur, et il se peut également que la hausse particulièrement forte de ces prix dans certains pays (notamment au Japon et au Royaume-Uni) ait provoqué des sorties de capitaux vers les pays où l'immobilier était considéré comme relativement «sous-évalué».

Progression des investissements directs dans la CE

Le changement le plus significatif intervenu en 1989 dans les entrées de capitaux au titre des investissements directs a été leur forte progression dans les pays de la Communauté européenne: les entrées totales dans les Etats membres figurant sur le tableau de la page suivante se sont montées à \$63 milliards, contre \$47 milliards en 1988. La perspective d'un vaste marché européen unifié a sans doute été le facteur le plus important de cette évolution. Toutefois, ces entrées sont demeurées inégalement réparties. Les investissements directs étrangers se sont établis aux alentours de \$6 milliards en Allemagne; ils ont atteint \$26 milliards au Royaume-Uni et dépassé \$5 milliards en Espagne. Un climat relativement favorable à l'investissement étranger et une attitude laxiste à l'égard des prises de contrôle ont probablement été pour beaucoup dans l'attrait exercé par le Royaume-Uni. En Espagne, les entrées de capitaux peuvent être attribuées à la faiblesse relative des coûts salariaux, à l'importance des incitations fiscales et aux dimensions du marché intérieur.

Contrairement à ce qui s'est passé en Europe, les investissements directs dans les autres pays industriels ont diminué (Canada) ou sont restés en gros inchangés (Etats-Unis et Australie). Il y a eu désinvestissement net au Japon, où ce type d'investissement a toujours été très faible. Enfin, les Etats-Unis ont encore représenté près de la moitié des entrées totales enregistrées par les pays industriels.

Le Japon au premier rang pour les investissements directs à l'étranger

Sur un total de \$175 milliards de sorties au titre des investissements directs, le Japon a pris la place du Royaume-Uni comme premier fournisseur de capitaux en investissant aux alentours de \$44 milliards à l'étranger. La moitié environ des investissements directs à l'étranger ont été effectués aux Etats-Unis au cours des périodes récentes.

En 1989, la vive expansion de l'activité et les perspectives d'une croissance plus forte ailleurs qu'aux Etats-Unis ont amené les filiales américaines

Mouvements de capitaux de treize pays industriels							
Poste	1975-79	1980-84	1985-89	1986	1987	1988	1989
	en milliards de dollars EU, moyennes annuelles						
Investissements de portefeuille							
Total des sorties ¹	17,6	46,9	177,5	180,3	122,8	194,6	269,2
Etats-Unis	5,8	5,7	9,5	4,3	5,3	7,8	22,5
Japon	2,6	13,8	90,0	102,0	87,7	86,9	113,3
Allemagne	1,5	4,3	20,5	9,7	13,7	41,5	26,4
Royaume-Uni	0,8	10,9	26,3	34,0	-6,7	17,8	61,5
Autres pays ²	6,9	12,2	31,2	30,3	22,8	40,6	45,6
Total des entrées ³	19,8	57,7	165,6	164,4	99,7	147,5	271,2
Etats-Unis ⁴	4,6	16,7	59,4	74,8	34,5	46,6	69,7
Japon	3,0	11,9	23,3	0,5	-6,1	20,3	85,1
Allemagne ⁵	2,0	9,1	15,0	31,7	11,1	-2,3	22,2
Royaume-Uni	1,7	1,6	17,7	13,7	23,0	20,8	19,5
Autres pays ²	8,5	18,4	50,2	43,7	37,2	62,1	74,7
Investissements directs							
Total des sorties ¹	34,0	39,5	117,3	83,6	124,2	151,3	174,5
Etats-Unis ⁶	15,9	9,6	21,8	17,7	28,0	17,7	32,6
Japon	2,1	4,3	23,7	14,5	19,5	34,2	44,1
Allemagne	3,0	3,6	9,8	10,0	9,1	11,3	13,5
Royaume-Uni	6,2	9,4	25,6	17,2	31,1	37,1	31,7
Autres pays ²	6,8	12,6	36,4	24,2	36,5	51,0	52,6
Total des entrées ³	18,3	34,3	87,4	60,4	91,2	116,3	133,6
Etats-Unis ⁶	6,1	18,3	44,2	36,1	47,3	57,6	59,5
Japon	0,1	0,3	0,1	0,2	1,2	-0,5	-1,1
Allemagne	1,3	0,8	2,2	1,1	1,9	1,3	6,0
Royaume-Uni	4,2	5,3	13,7	7,2	14,1	16,0	26,2
Autres pays ²	6,6	9,6	27,2	15,9	26,7	41,9	43,0
<i>Pour mémoire:</i>							
<i>Entrées de capitaux sous forme d'investissements directs dans la CE⁷</i>							
	10,5	13,2	37,8	17,0	34,1	47,3	63,2

¹ Augmentation des avoirs des résidents. ² Autres pays du Groupe des Dix plus l'Espagne et l'Australie. ³ Augmentation des avoirs des non-résidents. ⁴ Y compris les titres du Trésor américain. ⁵ Y compris les reconnaissances de dette du secteur public. ⁶ A l'exclusion des effets de valorisation liés aux fluctuations des taux de change. ⁷ Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni et UEBl.

Sources: données nationales et FMI, Statistiques de la balance des paiements et Perspectives économiques mondiales.

à réinvestir à l'étranger une fraction plus élevée de leurs bénéfices. En outre, les achats de sociétés étrangères par des investisseurs américains se sont accrus de manière sensible.

Le volume des opérations internationales sur valeurs mobilières s'est encore amplifié en 1989. Les investissements de portefeuille – en provenance

L'accroissement des flux d'investissements de portefeuille et le rôle des institutions financières ...

et à destination de l'étranger – ont atteint au total quelque \$270 milliards, contre moins de \$20 milliards à la fin des années soixante-dix. Cette tendance, qui est apparue au milieu des années quatre-vingt, résulte pour une large part de l'accroissement des investissements institutionnels en valeurs mobilières étrangères. Une ample proportion des fonds investis dans le monde est venue des institutions financières non bancaires: compagnies d'assurances, caisses de retraite et fonds de placement. La libéralisation des marchés financiers et, dans certains cas, les mesures prises par les gouvernements en vue d'inciter les particuliers à constituer leur propre retraite ont entraîné une forte augmentation des ressources des investisseurs institutionnels. Mais tous les pays n'autorisent pas leurs institutions nationales à investir librement en valeurs mobilières étrangères, et ces disparités ont modelé la configuration des mouvements de capitaux.

... au Japon ...

L'appétit des institutions financières japonaises pour les valeurs mobilières étrangères a contribué pour une bonne part à la position dominante du Japon dans les flux d'investissements de portefeuille. Depuis le milieu des années quatre-vingt, l'assouplissement progressif des restrictions touchant les investissements des institutions japonaises a permis à celles-ci d'accumuler d'importants actifs étrangers. Bien que la part des valeurs mobilières étrangères dans le portefeuille total des compagnies japonaises d'assurance-vie tourne autour de 30–35% depuis 1987 et que l'on puisse penser que la phase aiguë de diversification en avoirs étrangers est révolue, l'expansion rapide du portefeuille total de ces compagnies (20% l'an dernier) continue d'alimenter une forte demande de titres étrangers. Sur les cinq dernières années, les achats japonais se sont montés en moyenne à \$90 milliards par an, soit la moitié des sorties totales identifiées dans le tableau ci-contre.

... et au Royaume-Uni ...

Les importantes sorties de capitaux du Royaume-Uni reflètent aussi une forte demande institutionnelle d'avoirs financiers étrangers: les achats nets des caisses de retraite, des compagnies d'assurances et des fonds de placement ont vivement progressé ces dernières années, pour atteindre environ \$28 milliards en 1989. Comme dans le cas du Japon, les ressources de ces institutions disponibles pour l'investissement connaissent une expansion rapide.

... contrastent avec la situation en Allemagne et aux Etats-Unis

Dans le cas de l'Allemagne et des Etats-Unis, par contre, malgré une progression sensible ces dernières années, les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille sont restées relativement modérées par rapport à la dimension de l'économie. En Allemagne, l'organisation des systèmes de retraite des entreprises (leurs avoirs sont souvent détenus à l'intérieur même de l'entreprise et non pas placés sur les marchés financiers) ainsi que les restrictions frappant les investissements étrangers des compagnies d'assurances ont traditionnellement limité les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille des institutions financières. Aux Etats-Unis, également, les investissements institutionnels en actifs financiers étrangers sont restés faibles.

Le Japon est aussi arrivé à occuper une position prédominante pour les entrées de capitaux au titre des investissements de portefeuille. Assez paradoxalement, cela s'explique par le maintien, par les autorités, de

certaines restrictions résiduelles sur les marchés financiers japonais. Le gonflement des entrées de capitaux enregistré au Japon ces deux dernières années (notamment en 1989) a résulté de la forte progression des emprunts obligataires émis à l'étranger par des sociétés japonaises. Le chiffre net de ces émissions, qui n'atteignait pas \$8 milliards par an avant 1985, s'est rapidement accru ces dernières années, pour s'établir à \$35 milliards en 1988 et \$75 milliards en 1989. Il s'est agi, pour une proportion appréciable, d'obligations à bons de souscription d'actions, libellées en monnaies étrangères et ne pouvant être émises à Tokyo. De façon générale, les bons de souscription d'actions étaient détachés des obligations peu après l'émission; une partie de ces bons et des obligations «démembrées» étaient ensuite vendus séparément aux résidents japonais, ce qui donnait lieu à une sortie de capitaux (achat d'actions et d'obligations étrangères par les résidents). En raison notamment de la vive hausse des bons de souscription d'actions sur un marché financier particulièrement bien orienté, cette sortie de capitaux neutralisait en partie l'entrée enregistrée au moment de l'émission.

Emprunts massifs des sociétés japonaises sur les marchés internationaux

On peut dire, pour conclure, que la mobilité internationale accrue des capitaux dans les années quatre-vingt a eu notamment pour conséquence importante que les flux de capitaux (hors financements officiels) ont souvent été déterminés par certains facteurs profondément ancrés, qui ont permis aux mouvements nets de capitaux de garder la même orientation pendant de nombreuses années. C'est pourquoi les déséquilibres des paiements courants ont été plus durables que dans les décennies précédentes, au cours desquelles les déficits déclenchaient souvent des sorties massives de capitaux à court terme, intensifiant les pressions en faveur d'un ajustement. L'année 1989 a illustré une fois encore la facilité du financement des déficits courants (et, inversement, du recyclage des excédents).

Financement aisé des déséquilibres des paiements courants

Financement des déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels

Aux *Etats-Unis*, en *Italie* et en *Espagne*, en effet, les entrées de capitaux non officiels ont bel et bien financé, et au-delà, les importants déficits courants en 1989. Parmi les principaux pays déficitaires, seul le *Royaume-Uni* a enregistré une perte appréciable de réserves. De même, au *Japon* et en *Allemagne*, les sorties de capitaux privés ont largement recyclé les excédents des paiements courants, de sorte que les réserves officielles ont baissé de façon non négligeable (voir tableau ci-contre). Les interventions sur les marchés des changes ont parfois été massives, le Japon, principal pays excédentaire, voyant sa monnaie soumise à des pressions à la baisse exceptionnellement fortes et persistantes. On trouvera au Chapitre VII une analyse plus complète du schéma des interventions de l'an dernier.

Après trois années d'érosion, les réserves officielles nettes des *Etats-Unis* ont marqué une amélioration globale d'environ \$18 milliards en 1989. L'ampleur des achats de réserves en monnaies étrangères a constitué une nouveauté. En effet, étant donné le rôle de monnaie de réserve du

Augmentation sans précédent des réserves des Etats-Unis

Financement des principaux déséquilibres des paiements courants dans les pays industriels

Poste	1986	1987	1988	1989
	en milliards de dollars EU			
Etats-Unis				
Compte des opérations en capital	110,1	103,3	88,9	121,7
<i>dont: Investissements directs¹</i>	18,4	19,3	39,9	26,9
<i>Valeurs mobilières²</i>	70,5	29,2	38,7	47,1
<i>Opérations bancaires autres que celles qui précèdent</i>	19,8	46,9	14,3	10,8
<i>Ecart statistique</i>	11,3	1,9	-10,6	34,9
Variation de la position monétaire officielle nette ³	33,8	56,9	36,6	-18,0
Japon				
Compte des opérations en capital	- 72,1	-44,7	-64,1	-81,9
<i>dont: Investissements directs</i>	- 14,3	-18,4	-34,7	-45,2
<i>Valeurs mobilières</i>	-101,4	-93,8	-66,6	-28,1
<i>Opérations bancaires autres que celles qui précèdent</i>	58,5	71,8	44,5	8,6
<i>Ecart statistique</i>	2,5	- 3,9	2,8	-22,0
Variation de la position monétaire officielle nette ³	- 13,7	-42,3	-15,5	24,7
Allemagne				
Compte des opérations en capital	- 37,0	-22,6	-69,6	-65,5
<i>dont: Investissements directs</i>	- 8,9	- 7,2	-10,0	- 7,5
<i>Valeurs mobilières⁴</i>	22,0	- 2,6	-43,8	- 4,2
<i>Opérations bancaires à court terme</i>	- 27,9	- 3,9	-10,3	-30,3
<i>Autres opérations à court terme du secteur privé</i>	- 25,1	- 5,5	-12,8	-23,5
Variation de la position monétaire officielle nette ³	- 3,1	-23,4	19,2	10,0
Royaume-Uni				
Compte des opérations en capital	4,4	20,5	27,7	23,7
<i>dont: Investissements directs</i>	- 10,0	-17,0	-21,1	- 5,5
<i>Valeurs mobilières</i>	- 20,3	29,7	3,0	-42,0
<i>Opérations bancaires autres que celles qui précèdent</i>	15,0	- 1,1	22,8	21,6
<i>Ecart statistique</i>	14,9	12,5	17,9	26,6
Variation de la position monétaire officielle nette ³	- 4,3	-13,1	- 1,0	10,4

Remarque: le compte des opérations en capital comprend l'écart statistique, négligeable dans le cas de l'Allemagne pour toutes les années indiquées.

¹ Chiffres corrigés des variations de taux de change. ² Y compris les titres du Trésor américain.

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

dollar, les monnaies étrangères ont généralement tenu relativement peu de place dans les avoirs officiels américains. De \$17,4 milliards à la fin de 1988, leur montant a cependant accusé en 1989 une augmentation de plus de \$25 milliards, dépassant de loin celle de \$7,4 milliards des avoirs officiels étrangers placés aux Etats-Unis. La configuration des flux non officiels a également bien changé en 1989. Les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille ont représenté près de la moitié du total des entrées nettes de capitaux privés; il se peut aussi que l'écart statistique, qui a atteint \$35 milliards l'an dernier, ait correspondu à des entrées non recensées en provenance de l'euromarché. Selon les statistiques bancaires de la BRI (figurant au Chapitre V), les entrées nettes de capitaux représentant des transferts de fonds de banques à l'étranger au profit du secteur non bancaire américain ont atteint \$50 milliards en 1989. Par contre, les entrées nettes au titre des investissements directs se sont sensiblement repliées.

Les réserves officielles nettes du Japon ont diminué d'environ \$25 milliards en 1989. Le changement de structure des sorties de capitaux non officiels a été exactement l'inverse de ce qu'on a pu observer aux Etats-Unis, avec un gain pour les sorties nettes au titre des investissements directs et un recul pour les sorties nettes résultant des investissements de portefeuille. Toutefois, l'apparition d'un important écart statistique dans les comptes de la balance des paiements incite à la prudence, et l'on ne saurait guère tirer de conclusions fermes de ce qui précède.

Le fléchissement de la position monétaire officielle nette de l'Allemagne a revêtu la forme d'un accroissement des engagements envers les autorités monétaires étrangères. En fait, les réserves ont enregistré une légère augmentation après le fort recul de 1988. A la grande différence de ce qui s'est passé au Japon, les flux de capitaux à long terme n'ont recyclé qu'une faible portion de l'excédent des paiements courants: le montant net des investissements directs et de portefeuille à l'étranger a atteint moins de \$12 milliards en 1989. Ce sont les sorties à court terme, acheminées par le système bancaire, qui ont constitué l'instrument de financement essentiel.

Si, dans les trois principaux pays, les flux nets de capitaux au titre des investissements directs aussi bien que de portefeuille ont contribué au financement des déséquilibres courants, le Royaume-Uni a enregistré, pour sa part, un important déficit courant et des sorties de capitaux assez considérables dans ces deux domaines. Il est possible que les statistiques de la balance des paiements surestiment l'ampleur des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille (le large écart statistique reflétant probablement, pour une bonne part, des achats non recensés de valeurs mobilières britanniques par des non-résidents), mais l'orientation des mouvements de capitaux ne fait guère de doute. Le déficit des opérations courantes ainsi que les investissements directs et de portefeuille à l'étranger ont été financés essentiellement par des entrées de capitaux substantielles par le canal des banques britanniques. Pour les trois premiers trimestres, les entrées libellées en livres se sont élevées à plus de \$20 milliards en taux annuel, l'accélération de la hausse des taux d'intérêt à court terme attirant des sommes importantes sur les comptes de dépôts en livres. Elles se sont

Baisse des réserves japonaises ...

... et détérioration de la position officielle nette de l'Allemagne

Diminution des réserves du Royaume-Uni ...

pratiquement tarées au quatrième trimestre lorsque la confiance dans la livre s'est affaiblie, et le niveau élevé des taux d'intérêt n'a pu empêcher une perte notable de réserves.

... tandis que d'autres pays déficitaires renforcent les leurs

Contrairement au Royaume-Uni, plusieurs autres pays ayant un déficit courant croissant ont vu leurs réserves augmenter sensiblement. Des entrées de capitaux dans des pays connaissant des taux d'inflation et d'intérêt supérieurs à la moyenne ont déclenché sur le taux de change des pressions à la hausse que les autorités ont enrayées au moyen d'interventions massives. Les réserves officielles de l'Italie et de l'Espagne se sont nettement accrues (de \$11 milliards et \$5 milliards respectivement), les déficits courants d'environ \$11 milliards ayant été plus que compensés par des achats étrangers de titres de la dette publique à haut rendement et, dans le cas de l'Espagne, par d'importants investissements directs étrangers.

Evolution des balances des paiements courants des pays en développement

Progression de l'excédent commercial des pays en développement et élargissement du déficit de leurs revenus d'investissements

Le déficit des paiements courants de l'ensemble des pays en développement, à l'exclusion des ENI d'Asie, est revenu de \$50 milliards en 1988 à \$42½ milliards en 1989 (voir tableau de la page 98). L'amélioration de la balance commerciale a été beaucoup plus forte, son excédent ayant augmenté de \$13 milliards pour s'établir aux alentours de \$23 milliards, mais le déficit des opérations invisibles s'est aggravé, en raison surtout d'un accroissement de \$8 milliards du montant des intérêts échus. Ce montant, légèrement supérieur à \$82 milliards, reflète une augmentation du taux d'intérêt effectif sur l'encours de la dette, d'un peu plus de 7% en 1988 à 8% en 1989. Il traduit, dans une large mesure, la hausse moyenne des taux d'intérêt observée l'an passé, mais il pourrait aussi s'expliquer par l'expiration, en 1989, des délais de grâce prévus pour les versements d'intérêts dans le cadre des nombreuses opérations de rééchelonnement de la dette intervenues ces dernières années. Les intérêts effectivement versés en 1989 ont néanmoins été inférieurs au montant des intérêts dus, et les arriérés se sont encore accrues pour atteindre, selon les estimations, environ \$14 milliards, soit 18% du total des intérêts échus.

Les différences de structure se sont de nouveau traduites en 1989 par des évolutions très contrastées des balances des paiements courants selon les groupes de pays en développement. Les pays fortement tributaires de leurs exportations de pétrole ont vu leur position courante marquer une amélioration considérable, qui a presque annulé la dégradation de 1988. A lui seul, le mieux enregistré par ce groupe explique, en fait, le redressement de la balance des opérations courantes de l'ensemble des pays en développement, étant donné que les pays dépendant des exportations de produits de base autres que le pétrole et de produits manufacturés ont vu leur déficit courant, qui s'était stabilisé l'année précédente, s'alourdir de \$9 milliards en 1989.

Des conditions extérieures favorables ont permis aux pays exportateurs de pétrole d'accroître leur excédent commercial de près de

\$20 milliards en 1989, pour le porter à \$50 milliards. Comme on l'a vu ci-dessus dans la section sur les échanges mondiaux, les prix pétroliers ont monté de plus de 20% en dollars, et la demande des pays industriels et de quelques pays en développement a continué de progresser à vive allure. Les recettes d'exportations ont ainsi été gonflées par les évolutions des prix et des volumes (voir tableau de la page 100). Toutefois, l'activité économique interne étant demeurée relativement soutenue, les volumes d'importations ont aussi progressé sensiblement, notamment si l'on considère le repli important qu'ils avaient subi pendant la plus grande partie des années quatre-vingt.

Le déficit commercial des pays non exportateurs de pétrole est passé de \$6 milliards à près de \$27 milliards en 1989. Cette évolution est principalement imputable à la dégradation des termes de l'échange qui, de faible ampleur pour le groupe dans son ensemble, a cependant entraîné des pertes particulièrement sévères pour les producteurs de certains produits de base (notamment café, cacao, nickel et cuivre) dont les cours se sont effondrés en raison d'un excès d'offre sur les marchés mondiaux (résultant parfois de l'échec des accords de soutien des prix). Or, cette dégradation des termes de l'échange n'a pas été intégralement compensée par les évolutions en volume.

Les exportations des pays non exportateurs de pétrole – qui avaient évolué assez favorablement en 1987 et 1988 – ont montré des signes

Augmentation de l'excédent commercial des pays exportateurs de pétrole ...

... mais dégradation dans d'autres groupes de pays

Balances globales des paiements courants									
Groupe de pays	Balance des paiements courants			Dont:					
				Balance commerciale			Solde des revenus d'investissements		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	1987	1988	1989
en milliards de dollars EU									
Pays industriels	-36,4	-45,9	- 80,0	-28,1	- 7,9	-36,3	7,8	-10,6	-14,7
Pays d'Europe de l'Est ¹	5,0	3,4	- 3,5	..	..	..	- 6,4	- 7,3	- 8,2
ENI d'Asie	31,4	28,9	23,5	25,1	21,8	18,8	1,4	4,0	5,5
Pays en développement ²	-33,2	-49,8	- 42,7	23,6	10,1	23,2	-32,1	-36,1	-41,7
Exportateurs de pétrole ³	- 3,7	-20,4	- 4,5	48,1	30,9	50,0	1,7	1,5	- 0,9
Non exportateurs de pétrole	-29,5	-29,4	- 38,2	-24,5	-20,8	-26,8	-33,8	-37,6	-40,8
Exportateurs de produits manufacturés ³	- 9,5	-10,0	- 14,0	- 2,5	- 0,6	- 4,4	-14,1	-15,7	-16,6
Exportateurs de produits de base ³	-15,7	-14,0	- 14,2	- 1,9	0,9	2,3	-13,0	-14,4	-16,1
Divers	- 4,3	- 5,4	- 10,0	-20,1	-21,1	-24,7	- 6,7	- 7,5	- 8,1
Total ⁴	-33,2	-63,4	-102,7	..	..	..	-29,3	-50,0	-59,1
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Pays lourdement endettés</i>	- 9,1	- 9,0	- 10,7	27,1	31,3	34,0	-32,5	-35,4	-39,5

¹ Balances en monnaies convertibles des pays suivants: Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie et Union soviétique. ² Autres que les ENI d'Asie. ³ Pays dont les exportations de pétrole, de produits manufacturés ou de produits de base ont représenté plus de 50% de leurs exportations de biens et services en 1985-87. ⁴ Correspond à l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants.

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

Affaiblissement des résultats à l'exportation dans les pays non exportateurs de pétrole ...

d'affaiblissement. Pour la première fois depuis 1986, la croissance en volume, tombée de 9½% en 1988 à 7½% l'an dernier, a été inférieure à celle de la demande globale d'importations sur leurs principaux marchés dans les pays industriels. Les résultats ont toutefois été très variables suivant les pays. Ils ont été particulièrement décevants pour l'Argentine, le Brésil, le Chili et les Philippines, dont la croissance des exportations a été négligeable, alors que d'autres pays, comme la Thaïlande et la Malaisie, voyaient la leur se poursuivre à vive allure.

En outre, la croissance des volumes d'importations a été beaucoup plus marquée que celle du PIB, impliquant une nouvelle hausse du rapport entre les deux. Celui-ci, très faible, voire négatif, durant la plus grande partie des années quatre-vingt, a atteint 2 l'an dernier, niveau le plus élevé que l'on ait enregistré depuis nombre d'années. Les moyennes masquent toutefois des différences frappantes. Dans beaucoup de pays asiatiques non exportateurs de pétrole, la forte croissance du PIB et, dans certains cas, l'adoption progressive de politiques davantage axées sur la demande interne ont eu pour effet d'accroître le volume des importations de plus de 10%. On a même relevé des taux supérieurs à 15% dans quelques pays d'Amérique latine, comme le Brésil, le Chili et le Mexique. Par contre, la demande d'importations s'est effondrée en Argentine, au Pérou et au Venezuela, tandis que, dans les pays d'Afrique producteurs de matières premières, le niveau toujours faible de l'activité se répercutait sur la croissance des importations.

L'excédent commercial total du groupe des pays lourdement endettés a augmenté de près de \$3 milliards l'an dernier, mais l'endettement extérieur représentant plus de deux fois et demie les exportations de biens et services, cette amélioration a été annihilée par l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur le montant de la dette. Dans ces conditions, le déficit des paiements courants est monté à près de \$11 milliards, contre \$9 milliards environ en 1987 et 1988.

Malgré le léger accroissement de l'excédent commercial total des pays lourdement endettés en 1989, des signes de tension croissante sont apparus dans l'évolution sous-jacente du commerce extérieur en volume. En fait, l'amélioration de l'excédent a été entièrement imputable à une progression des termes de l'échange, l'évolution en volume ayant au contraire exercé une incidence négative.

... tout particulièrement dans les pays lourdement endettés ...

Le taux de croissance des exportations des pays lourdement endettés a été inférieur à celui des échanges mondiaux ainsi qu'à celui des pays en développement considérés globalement. Tel était déjà le cas en 1988, mais la situation s'est nettement aggravée l'an dernier, la croissance des exportations en volume étant tombée à 3½%, soit moins de la moitié de la moyenne enregistrée pour l'ensemble des pays en développement. Il y a eu aussi ralentissement du côté des importations dont l'augmentation en volume est revenue à 5% en 1989, mais c'est là une croissance quatre ou cinq fois supérieure à celle, médiocre, du PIB. La forte progression des importations enregistrée dans certains de ces pays a souvent été la conséquence directe d'un relâchement des politiques budgétaires et monétaires.

Indicateurs du commerce extérieur de certains groupes de pays en développement					
Groupe de pays	Période	PIB	Imports en volume	Exports en volume	Termes de l'échange
Ensemble des pays en développement*	1982-85	3,6	- 3,7	-0,8	- 1,9
	1986-87	3,6	- 6,0	6,7	-10,8
	1988	4,1	8,5	11,0	- 7,1
	1989	2,8	6,1	7,4	3,2
Exportateurs de pétrole	1982-85	1,5	- 8,3	-6,1	- 3,5
	1986-87	0,7	-13,7	7,6	-23,3
	1988	1,8	6,5	12,8	-18,6
	1989	1,7	6,0	7,2	9,3
Non exportateurs de pétrole	1982-85	4,6	0,2	3,6	- 0,6
	1986-87	5,2	0,6	5,9	- 0,3
	1988	5,3	8,5	9,5	2,7
	1989	3,1	6,1	7,5	- 2,0
dont: Exportateurs de produits manufacturés	1982-85	6,4	5,9	6,1	- 0,6
	1986-87	6,5	- 0,7	3,3	4,3
	1988	5,9	12,3	12,5	2,5
	1989	3,5	8,1	9,3	- 1,3
Exportateurs de produits de base	1982-85	0,3	- 7,5	1,6	- 1,0
	1986-87	4,0	6,3	5,8	- 6,3
	1988	0,9	1,8	2,3	5,4
	1989	-0,3	1,3	5,1	- 1,4
<i>Pour mémoire:</i>					
<i>Pays lourdement endettés</i>	1982-85	0,9	-11,1	2,9	- 3,0
	1986-87	3,7	2,4	2,9	- 7,5
	1988	0,7	6,1	9,8	- 2,8
	1989	1,1	5,1	3,6	1,5
<i>ENI d'Asie</i>	1982-85	6,5	5,3	9,2	1,5
	1986-87	11,3	17,5	21,9	0,0
	1988	9,2	20,6	14,1	0,7
	1989	6,3	15,7	9,5	2,6

* A l'exclusion des ENI d'Asie.
Sources: FMI, Perspectives économiques mondiales et données nationales.

Ce fut le cas au Brésil, par exemple, où des mesures de libéralisation ont donné une nouvelle impulsion aux importations. Une flambée des importations a également été observée au Mexique, en raison, pour une large part, de réformes structurelles qui ont eu pour effet de gonfler les investissements fixes, de sources tant internes qu'externes. De récentes initiatives de libéralisation des échanges ont aussi joué un rôle. A l'opposé, on trouve un certain nombre de pays lourdement endettés dont le volume des importations a diminué de plus de 15% en 1989, soit à cause d'une grave instabilité économique (Argentine et Pérou), soit en raison des restrictions imposées par un rigoureux programme d'ajustement (Venezuela).

... en raison essentiellement de l'appréciation des taux de change réels ...

Les différences marquées entre les résultats du commerce extérieur des pays lourdement endettés et de certaines des économies les plus dynamiques du monde en développement peuvent être attribuées à deux facteurs. Tout d'abord, beaucoup de pays du premier groupe ont laissé leur compétitivité se dégrader sérieusement depuis la fin de 1987. En Amérique latine, où se trouvent la plupart d'entre eux, les taux de change effectifs réels, fondés sur les prix relatifs à la consommation, ont augmenté d'environ 20% en 1988-89, après avoir chuté de plus d'un tiers entre 1981 et 1987. La perte de compétitivité des dernières années a surtout été due au fait que l'ajustement des taux de change a été insuffisant, vu l'accélération de l'inflation. En Asie, par contre, où se situent les pays en développement les plus dynamiques, la compétitivité ne s'est pas dégradée en 1988-89 (sauf dans les ENI d'Asie).

... et du relâchement des politiques budgétaires et monétaires

La médiocrité de l'ajustement extérieur des principaux pays lourdement endettés, notamment le Brésil, l'Argentine et le Pérou, tient aussi à leur incapacité d'imposer chez eux une discipline budgétaire et monétaire depuis le début des années quatre-vingt, ce qui a entamé les incitations à épargner et à investir. Comme on l'a vu plus en détail au Chapitre II, étant donné les contraintes financières extérieures des années quatre-vingt, une croissance durable aurait exigé des politiques favorisant l'épargne interne en vue de soutenir l'investissement. Mais dans beaucoup de pays lourdement endettés, notamment ceux qui n'ont pas réussi à maîtriser leurs déficits publics, les mesures d'ajustement prises antérieurement pour améliorer les équilibres internes et externes ont pris la forme d'une réduction des dépenses d'investissement, accompagnée d'une sévère compression des importations. La part des investissements dans le PIB est tombée en moyenne de 22½% en 1981 à moins de 17% au milieu des années quatre-vingt, et ce recul n'a été que partiellement effacé depuis lors. Dans le même temps, le volume des importations a perdu en moyenne 11% par an entre 1981 et 1985. La faiblesse des investissements au début des années quatre-vingt semblerait maintenant se traduire par des insuffisances de capacités de production et d'exportation là où les tendances susmentionnées ont été les plus marquées. De fait, cependant que ces pays ont encore réussi à accroître leurs volumes d'exportations dans des proportions appréciables au cours de la première moitié des années quatre-vingt, les résultats ont été par la suite assez médiocres, alors même que les échanges mondiaux se redressaient vigoureusement et déclenchaient un essor également remarquable des exportations dans la plupart des autres pays en développement.

Quelques signes de réforme

Des signes encourageants montrent toutefois qu'un nombre grandissant de pays lourdement endettés adoptent maintenant des politiques davantage axées sur la croissance et fondées sur la déréglementation ainsi que sur la restructuration et la réorganisation du secteur public. Depuis quelques années, le Chili et le Mexique s'emploient à réformer les structures de leur économie; et, plus récemment, le Venezuela et le Nigeria ont intensifié leurs efforts en ce sens. La question de savoir si et quand l'accès aux marchés financiers internationaux sera de nouveau ouvert aux pays

endettés dépendra pour beaucoup de leur aptitude à créer et à maintenir un climat nettement plus propice à la reprise de la croissance.

Financement extérieur des pays en développement

Le financement du déficit extérieur des pays en développement débiteurs nets (c'est-à-dire sans les ENI d'Asie et les principaux exportateurs de pétrole du Moyen-Orient) est resté difficile en 1989. Les arriérés d'intérêts continuant de s'accumuler, les nouveaux concours bancaires ont diminué et il a fallu de plus en plus compter sur les sources de financement officielles. On a cependant observé l'an dernier quelques évolutions plus positives, comme la diminution des remboursements nets au titre des prêts du FMI et une augmentation des réserves officielles de certains pays.

Le financement extérieur reste difficile ...

Pays en développement: financement extérieur des déficits des paiements courants (estimations) ¹						
Poste	Pays en développement débiteurs nets ²			Dont: pays lourdement endettés		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989
en milliards de dollars EU						
Balance des paiements courants	-33	-47	-49	- 9	- 9	-11
Variation des avoirs extérieurs (- = augmentation)	-21	- 9	- 6	-10	- 4	- 3
<i>Réserves officielles</i>	-15	5	- 9	- 3	6	- 4
<i>Autres avoirs</i>	- 6	-14	3	- 7	-10	1
Financement extérieur ³	54	56	55	19	13	14
Emprunts auprès de créanciers officiels	24	22	30	13	10	11
Emprunts auprès de créanciers privés	17	19	13	- 1	- 5	- 2
<i>dont: Augmentation des arriérés d'intérêts⁴</i>	9	6	14	7	2	13
Crédits FMI	- 3	- 3	- 1	- 1	- 1	- 1
Divers	16	18	14	7	10	6
<i>dont: Investissements directs⁵</i>	12	17	16	5	9	7
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Variation des créances des banques déclarantes de la BRI⁶</i>	- 1	- 4	-21	- 7	-15	-23

Remarque: les chiffres de ce tableau sont des estimations ne donnant que des ordres de grandeur.

¹ Les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total. ² A l'exclusion des ENI d'Asie et des principaux pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient en position créditrice. ³ Correspond, avec un signe inversé, à la somme de la balance des paiements courants et de la variation des avoirs extérieurs. ⁴ Les arriérés d'intérêts sont calculés comme la différence entre les intérêts échus (estimations) et les versements effectifs. ⁵ Calculés par déduction, en soustrayant des entrées nettes non créatrices de dette les flux liés aux allocations de DTS, à la monétisation d'or et aux variations de change (estimation). ⁶ Hors prêts bancaires aux centres extra-territoriaux.

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

... avec un recours accru aux créanciers officiels ...

... du fait de la réticence des banques commerciales à accorder de nouveaux prêts ...

Les emprunts auprès de sources officielles sont passés à \$30 milliards, couvrant près de 60% des besoins de financement extérieur, contre environ la moitié en 1987 et 1988. L'augmentation nette des arriérés d'intérêts (comptabilisés comme emprunts extérieurs dans les statistiques de balance des paiements) des pays en développement débiteurs nets a atteint l'an dernier, selon les estimations, \$14 milliards, dont 90% pour le groupe des pays lourdement endettés. Devant la persistance d'arriérés de cette ampleur et en raison des doutes au sujet de la viabilité des politiques menées par certains pays, les banques commerciales sont restées réticentes à l'octroi de nouveaux prêts (voir aussi l'analyse de la situation de la dette internationale au Chapitre V). Leurs provisions pour créances douteuses étant désormais plus réalistes, elles n'avaient guère de raisons d'accorder des prêts simplement pour couvrir les intérêts de la dette existante, ce qui était arrivé bien souvent au début de la crise de l'endettement. De plus, la longueur des négociations nécessaires à la mise au point de plans soutenus par les autorités en vue de réduire le fardeau de la dette a peut-être eu aussi pour effet de retarder les nouvelles contributions, tandis que les opérations d'allègement de dette recommandées dans ces plans ont pu accroître la réticence des banques commerciales à accorder de nouveaux prêts. Enfin, l'octroi de crédits commerciaux par les banques en est venu à dépendre de plus en plus de l'obtention d'un soutien public: d'après les statistiques BRI/OCDE, les crédits commerciaux bénéficiant d'un tel soutien (qu'il ait été accordé par des organismes publics ou par le secteur privé avec des garanties officielles) ont augmenté de plus de \$7 milliards au premier semestre de 1989, après avoir baissé en 1988.

La valeur en dollars des créances des banques commerciales sur les pays en développement, ajustée des variations résultant des fluctuations des taux de change, a fortement diminué en cours d'année. Les créances des banques déclarantes de la BRI, qui avaient déjà fléchi de \$4 milliards en 1988, ont encore diminué de \$21 milliards en 1989. Cette baisse a résulté en partie des minorations de la valeur des dettes dans les bilans des banques. Certaines créances bancaires ont aussi été cédées au secteur non bancaire sur le marché secondaire de la dette des pays en développement.

... et du recul des investissements directs étrangers

Les entrées au titre des investissements directs dans les pays en développement ont marqué un léger ralentissement en 1989 et sont demeurées nettement inférieures aux niveaux enregistrés dans les années soixante-dix. Si le recours plus intense aux opérations de conversion de dette en participations a eu tendance à accroître ce type d'investissement dans des pays comme le Chili et le Mexique, la possibilité de couvrir une plus grande part des besoins de financement par l'investissement étranger reste à présent limitée. Les investissements directs étrangers ne pourront se développer que si les pays d'accueil savent créer chez eux un climat favorable à l'investissement, ce qui n'est pas le cas dans certains des principaux pays débiteurs. De fait, étant donné la concurrence de plus en plus vive pour la collecte de ressources financières globalement limitées, ce sont les résultats obtenus par les pays dans l'application de politiques d'ajustement appropriées qui détermineront l'orientation et l'ampleur non seulement des

flux d'investissements directs, mais aussi de tous les flux de financement privés en général. A cet égard, il est intéressant de noter que l'on a observé, ces trois dernières années, une nette accélération du rythme des prêts accordés par les banques déclarantes de la BRI à des pays en développement comme l'Indonésie et la Thaïlande, qui ont axé leur croissance sur les exportations et mené des politiques en faveur de hauts niveaux d'épargne et d'investissement, alors que les créances bancaires sur les pays lourdement endettés baissaient fortement, essentiellement du fait des annulations de dettes.

Enfin, un certain nombre de pays ont pu accroître leurs réserves, qui étaient tombées à de très faibles niveaux en 1988. Il en a été particulièrement ainsi des débiteurs nets exportateurs de pétrole: après une chute de \$12 milliards en 1988, leurs réserves ont accusé une remontée de \$3½ milliards l'an dernier. Dans ce groupe de pays, l'accumulation des réserves a été grandement facilitée par le rapatriement d'avoirs étrangers détenus par des résidents privés. Pour la première fois depuis les années quatre-vingt, les opérations des résidents de ce groupe de pays se sont soldées par une vente nette d'actifs étrangers (de quelque \$4 milliards). Dans le cas du Mexique, la vente de réserves d'or contre des devises étrangères a aussi contribué à stabiliser les réserves officielles comptabilisées.

IV. Marchés nationaux des capitaux

Faits saillants

Après une longue période de calme relatif qui a fait suite à l'agitation causée par le krach boursier d'octobre 1987, des signes de tension sont de nouveau apparus sur les marchés des capitaux depuis l'automne de 1989. Le redressement régulier des cours des actions, à partir des creux où ils étaient tombés après le krach, a d'abord été brièvement interrompu par un mini-krach généralisé en octobre puis s'est en partie inversé, lorsque les taux d'intérêt à long terme ont commencé à se tendre au début de 1990. Une chute brutale s'est produite à la Bourse de Tokyo, dont l'essor remarquable n'avait pratiquement pas été affecté par les précédentes corrections à l'échelle mondiale. Alors que, durant la majeure partie de 1989, les rendements obligataires avaient eu tendance à baisser aux Etats-Unis et à remonter légèrement en Europe et au Japon, ils se sont ensuite fortement accrus dans tous les pays, en particulier au premier trimestre de 1990. L'évolution contrastée des rendements obligataires en 1989 a été due essentiellement à la faiblesse relative de l'économie américaine et à l'assouplissement de la politique monétaire qu'elle a entraîné. La hausse généralisée enregistrée en 1990 paraît avoir été provoquée par les incertitudes liées au projet d'union monétaire entre les deux Allemagnes, le durcissement de la politique monétaire à la fois en Allemagne et au Japon et la persistance d'anticipations inflationnistes dans de nombreux pays.

La vigueur des cours des actions et obligations, qui a caractérisé la majeure partie de la décennie quatre-vingt, s'est accompagnée, surtout pendant les cinq dernières années, d'une hausse des prix de l'immobilier dans un grand nombre de pays. Cette hausse peut s'expliquer par plusieurs facteurs: accroissement rapide des revenus et du patrimoine, allègement des restrictions sur le crédit, expansion soutenue des activités financières et, dans certains cas, baisse des taux d'intérêt réels et assouplissement de la politique monétaire. Dans les pays où, comme au Japon, la montée simultanée des prix de l'immobilier et des cours des actions a été particulièrement vive et où la valeur des actifs a atteint des niveaux sans précédent, cette «inflation des prix des actifs» a suscité des interrogations, au sujet surtout de ses implications pour le renchérissement des biens et services. Dans plusieurs pays où cette poussée de fièvre s'est accompagnée d'une augmentation de l'endettement du secteur privé, en particulier des ménages, l'attention s'est portée sur la vulnérabilité des emprunteurs à l'égard d'une hausse des taux d'intérêt ou d'un ralentissement de l'activité économique. Plus récemment, la baisse des cours qui a affecté certains compartiments du marché dans deux pays au moins, Etats-Unis et Royaume-Uni, a conduit à s'interroger sur l'incidence d'un fléchissement des prix de l'immobilier sur la solidité financière des prêteurs.

L'accès plus facile au crédit a non seulement favorisé la flambée des prix de l'immobilier mais a également été l'un des principaux facteurs à l'origine de la vague d'opérations à effet de levier (OEL: «highly leveraged transactions») qui s'est intensifiée durant la seconde moitié des années quatre-vingt, entraînant de fortes hausses des prix payés pour les entreprises. Cette vague des OEL, qui s'inscrit dans le cadre de la multiplication généralisée des fusions et acquisitions, s'est concentrée sur les Etats-Unis, où elle a trouvé un terrain favorable avec le développement du marché des obligations à haut risque («junk bonds»). Au cours de la période sous revue, les difficultés croissantes éprouvées par les entreprises restructurées pour faire face au service de leur dette et la crise connexe du marché des obligations à haut risque ont contribué au fléchissement des cours des actions et avivé les préoccupations sur la vulnérabilité financière des entreprises et des prêteurs. Le Rapport annuel de l'an dernier examinait les caractéristiques et les implications de la vague des OEL au niveau des entreprises; le présent Rapport considère cette évolution sous l'angle des banques, dont la participation à ces opérations fait l'objet d'une attention de plus en plus grande de la part des responsables du contrôle bancaire.

La période sous revue a également enregistré la poursuite des efforts visant à renforcer la réglementation et la surveillance prudentielles de l'activité financière tout en encourageant le développement de la concurrence. Aux Etats-Unis, une nouvelle législation a jeté les bases d'une réforme des caisses d'épargne. Dans la Communauté européenne, les contours du marché unique ont été affinés par l'adoption de la deuxième Directive bancaire et de la législation qui s'y rapporte. Dans diverses enceintes internationales, y compris l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, d'importants progrès ont été réalisés dans les travaux sur la coordination des normes de fonds propres dans le cadre des opérations sur titres. Ces travaux ont souligné les difficultés rencontrées pour harmoniser des approches réglementaires fort différentes, en particulier entre les responsables du contrôle des banques et ceux des organismes non bancaires, et pour adapter le dispositif de surveillance à l'expansion des conglomérats financiers, tant à l'intérieur qu'au-delà des frontières nationales.

Cours des actifs financiers

Taux d'intérêt

En 1989, les taux d'intérêt ont évolué de manière nettement différente dans les principaux pays (voir graphique de la page 107). Alors qu'en Europe et au Japon les taux à court et à long terme se sont tendus durant l'année avec certaines interruptions, ils ont baissé aux Etats-Unis. Devant les problèmes de main-d'œuvre, les signes de tensions au niveau des capacités de production et l'apparition de pressions inflationnistes, un durcissement de la politique monétaire est intervenu, d'abord en Europe puis au Japon. En Europe, ce resserrement s'inscrivait dans le cadre de la politique mise en œuvre au printemps ou à l'automne de 1988, alors qu'au Japon il a marqué

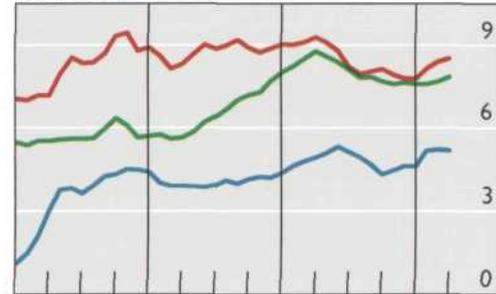
Evolutions contrastées des taux d'intérêt en 1989:

Taux d'intérêt nominaux et inflation*

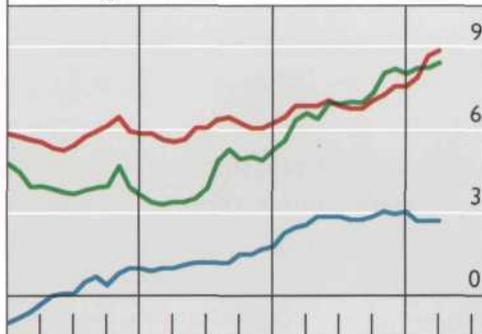
Données mensuelles, en %

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

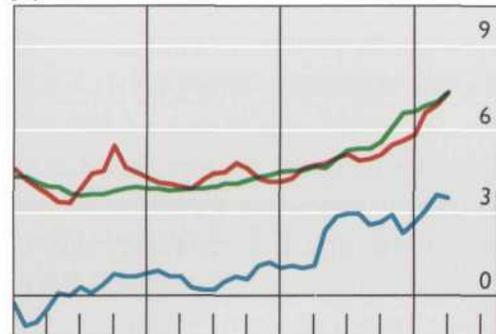
Etats-Unis



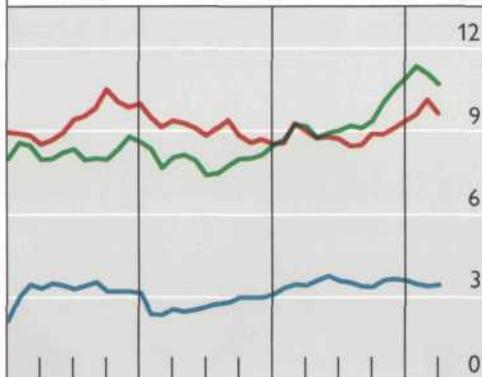
Allemagne



Japon



France



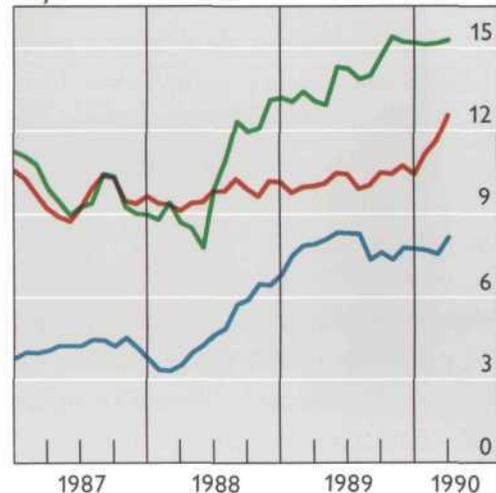
Canada



Italie



Royaume-Uni



* Taux représentatifs des rendements obligataires à long terme et du marché monétaire; inflation mesurée par les variations (en %) des prix à la consommation sur douze mois.

un changement d'orientation significatif. En parallèle notamment avec les taux à court terme et en prévision d'une intensification de l'inflation et d'une forte croissance, les taux à long terme ont généralement monté, moins cependant que les taux courts. Aux Etats-Unis, en revanche, les signes de ralentissement de l'expansion de l'économie réelle apparus au printemps ont entraîné un assouplissement prudent de la politique monétaire et une baisse des taux longs. Du fait de ces mouvements, à la fin de l'année les écarts de taux entre les principales économies avaient fortement diminué par rapport à décembre 1988, alors que les courbes des rendements s'étaient aplaties ou avaient accentué leur inversion.

Des risques de recrudescence de l'inflation avaient été décelés en Allemagne dès le milieu de 1988, en raison de la rapidité de l'expansion monétaire et de la vigueur de la demande globale. L'«orientation préventive» de la politique, caractérisée par un durcissement des conditions du marché monétaire opéré par la banque centrale en prévision d'une montée des prix, a été maintenue en 1989. Sous l'effet conjugué de l'accroissement des taux d'intérêt à court terme et des anticipations inflationnistes, les taux longs ont augmenté d'environ 80 points de base durant l'année. En fait, la hausse des prix à la consommation s'est accélérée de 1,2 point de pourcentage en 1989, pour s'établir à 3,0% en fin d'année. Certes, cette augmentation a revêtu en partie un caractère momentané, en raison d'un relèvement de la fiscalité indirecte. Toutefois, il est apparu que les rendements des obligations ont, eux aussi, réagi aux préoccupations inflationnistes à plus long terme, comme en témoigne la faiblesse du deutsche mark par rapport au dollar pendant les trois premiers trimestres, malgré la baisse des rendements obligataires aux Etats-Unis.

hausse des taux
en Allemagne ...

Sur les autres marchés des capitaux d'Europe continentale, en particulier dans les pays membres du mécanisme de change du SME, les taux d'intérêt ont augmenté parallèlement à ceux de l'Allemagne. Le taux de l'argent au jour le jour s'est accru d'environ 275 points de base en 1989 sur le marché allemand, et des mouvements d'une ampleur analogue se sont produits en Belgique et aux Pays-Bas et, à un degré moindre, en France. Les rendements à long terme ont eu également tendance à monter.

... en Europe
continentale ...

Les écarts des taux à long terme entre les pays passent souvent pour refléter de manière assez fidèle les différences dans les anticipations inflationnistes. Pourtant, malgré les progrès notables enregistrés ces dernières années sur le front de l'inflation, ces taux sont demeurés supérieurs, en France par exemple, aux taux comparables des titres allemands. L'écart d'inflation entre la France et l'Allemagne est revenu de quelque 1½ point de pourcentage à l'automne de 1988 à ½ point environ à la fin de 1989. La différence entre les taux longs, bien qu'ayant diminué, était encore de quelque 1½ point en fin de période, donc nettement plus élevée que l'écart d'inflation. Cet exemple illustre ce qu'on a appelé la mémoire longue des marchés des capitaux et peut refléter dans ce cas une prime de risque liée à l'expérience antérieure en matière de taux de change. Il montre la place importante que joue la «crédibilité» de la politique de la banque centrale dans la détermination des taux d'intérêt.

... au
Royaume-Uni ...

Au Royaume-Uni, en raison de la montée de l'inflation et de la détérioration de la balance commerciale en 1988 et 1989, l'augmentation des taux à court terme a été liée au resserrement de la politique monétaire, le taux de base des banques de dépôt de Londres ayant presque doublé de mai 1988 (8½%) à fin 1989 (16%). Au cours de la même période, les taux longs se sont également tendus, mais seulement d'un point environ, pour s'établir à 10½%. Cette réaction atténuée est plutôt surprenante compte tenu des signes annonçant une aggravation de l'inflation, comme en témoignent l'affaiblissement de la monnaie, l'agressivité des revendications salariales, l'alourdissement de la fiscalité indirecte et l'accélération de la hausse des prix de quelque 4% à plus de 5%, abstraction faite de l'incidence du relèvement du taux hypothécaire.

... et au Japon ...

Au Japon, les taux à court et à long terme ont sensiblement augmenté en 1989, à la différence de 1988 où les taux courts n'avaient guère varié. Trois relèvements du taux d'escompte ont montré l'ampleur des préoccupations suscitées par l'affaiblissement de la monnaie, les risques d'inflation d'origine interne et les niveaux records des prix de certains actifs réels et financiers, en particulier ceux de l'immobilier. Bien que les taux d'inflation soient demeurés relativement bas jusqu'à la fin de 1989, des signes évidents de tension latente sur les prix sont apparus, sous la forme notamment de pénuries de main-d'œuvre, d'une hausse des coûts de production et d'une augmentation des prix à l'importation. En outre, même en tenant compte de l'incidence de la libéralisation financière, la rapidité de l'expansion antérieure des agrégats monétaires japonais a amené à s'interroger sur l'existence possible d'un excédent de liquidités dans le système. Au cours de l'année, les taux à long terme sont passés de plus de 4% à quelque 6%, suivant quasiment la hausse des taux courts et atteignant leurs niveaux les plus élevés depuis 1985.

... mais baisse
aux Etats-Unis

La hausse du loyer de l'argent en Europe et au Japon contraste avec l'évolution observée durant la majeure partie de 1989 aux Etats-Unis, où les taux à court et à long terme ont fléchi. Cette baisse traduit l'assouplissement prudent de la politique de la Réserve fédérale, amorcé au printemps lors de l'apparition de signes révélant un ralentissement de l'activité économique. En fait, malgré les compressions sensibles enregistrées au niveau de l'emploi dans l'industrie de transformation, la croissance réelle n'est cependant descendue de manière significative au-dessous de son potentiel qu'au quatrième trimestre. Toutefois, les dépenses d'investissement des entreprises et l'activité dans le domaine de la construction de logements sont demeurées faibles. En fin d'année, les taux longs avaient diminué de plus d'un point, c'est-à-dire légèrement plus que les taux à court terme, pour s'inscrire à moins de 8%.

La hausse généralisée des rendements obligataires en 1990 ...

Une importante correction en baisse s'est brutalement produite sur les marchés obligataires au début de 1990. A l'inverse des ajustements antérieurs intervenus à l'échelle mondiale, le « choc » n'est pas venu des Etats-Unis, mais d'Allemagne et du Japon. En Allemagne, le taux des obligations d'Etat à long terme est passé de 7½% à la fin de 1989 à plus de 9% au début de mars 1990 et n'a que légèrement fléchi depuis. Devant les progrès

rapides et inattendus réalisés dans la voie de l'unification monétaire avec la République démocratique allemande, le marché est apparu préoccupé par la perspective d'une augmentation des besoins de financement de l'Etat et de l'inflation en Allemagne fédérale. Au Japon, la hausse des taux à long terme a semblé liée au resserrement de la politique monétaire, souligné par un nouveau relèvement du taux de l'escompte en mars 1990, qui traduit de toute évidence les préoccupations concernant la faiblesse persistante du yen. Les hausses des taux à long terme au Japon et en Allemagne ont eu une forte incidence sur les autres marchés d'obligations, de grande et petite dimension. Le graphique de la page 107 montre qu'aux Etats-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et dans d'autres pays européens, l'augmentation des taux longs a atteint entre 50 et plus de 200 points de base durant les premiers mois de 1990.

Les écarts de taux d'intérêt entre les Etats-Unis, d'une part, et l'Allemagne et le Japon, d'autre part, ont nettement diminué pour toutes les catégories d'échéances au cours de la période sous revue (voir tableau ci-dessous). Pour le long terme, par exemple, entre les premiers trimestres de 1989 et 1990, la différence entre les Etats-Unis et le Japon est revenue de plus de 450 points de base à quelque 150 points et elle a complètement disparu entre les Etats-Unis et l'Allemagne. Or, malgré une inflation plus élevée aux Etats-Unis qu'au Japon ou en Allemagne, sur l'ensemble de la période le dollar EU s'est apprécié par rapport au yen et, jusqu'à l'automne, vis-à-vis du deutsche mark.

... n'a pas empêché la diminution des écarts de taux d'intérêt

Prime des titres en dollars: taux d'intérêt à court terme et rendement des obligations d'Etat*				
Année	Japon		Allemagne	
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme
1986	0,98	2,74	1,34	1,46
1987	1,90	4,17	1,74	2,04
1988	2,61	4,57	2,34	2,27
1989 T I	3,97	4,66	2,27	2,33
T II	3,45	3,78	1,57	1,75
T III	2,41	3,10	0,65	1,18
T IV	1,19	2,24	-0,52	0,48
1990 T I	0,66	1,45	-0,60	-0,02

* Taux d'intérêt aux Etats-Unis moins taux correspondants au Japon et en Allemagne (en points de pourcentage).

Cours des actions

Les marchés des actions ont été généralement dynamiques en 1989. Dans de nombreux grands centres, les plus-values ont dépassé 20%, ce qui représente l'un des meilleurs résultats de la décennie quatre-vingt. En fin d'année, les cours atteignaient, dans la plupart des pays, des niveaux supérieurs ou pratiquement comparables à ceux qu'ils enregistraient avant le krach d'octobre 1987 (voir tableau ci-après et graphique de la page 112). En

Les cours des actions ont été soutenus en 1989 mais pas au début de 1990

Cours sur les marchés boursiers et mini-krach d'octobre 1989 ¹							
Pays	Maximum antérieur au krach de 1987	Minimum postérieur au krach de 1987	Fin 1989	10 mai 1990	Mini-krach d'octobre 1989		
					13 oct.	16 oct.	17 oct.
fin 1988 = 100				variations en %			
Etats-Unis	121,3	80,6	127,3	123,8	-6,1	2,8	-0,5
Japon	95,8	71,7	122,2	98,1	0,9	- 1,7	1,6
Royaume-Uni	136,3	87,3	135,1	120,3	-0,2	- 3,2	-1,3
Canada	122,0	84,2	116,6	103,4	-3,5	1,5	-0,6
Allemagne	124,7	73,1	132,6	140,0	-0,7	-13,5	6,9
France	110,8	60,5	133,3	133,5	1,0	- 5,4	0,6
Italie	130,1	71,8	116,6	119,0	-0,6	- 7,1	3,9
Suisse	120,8	74,7	126,0	128,1	-0,2	- 9,0	3,7
Pays-Bas	101,7	54,9	116,4	114,9	-0,2	- 7,8	2,7
Suède	98,4	60,0	124,5	118,3	0,1	- 7,5	3,7
Espagne	118,6	73,2	108,1	102,5	-0,2	- 6,5	2,8
Belgique	97,2	63,0	116,4	109,3	-0,7	- 1,5	-3,0 ²
Australie	155,0	77,4	110,8	99,1	0,7	- 8,1	4,0
Hong Kong	146,9	70,5	105,5	111,1	-0,4	- 6,5	3,6
Singapour	144,9	67,4	142,6	146,7	-0,3	-10,2	4,7
Taiwan	91,3	44,9	169,3	164,6	-0,2	- 5,7	4,2
Corée du Sud	59,7	51,8	103,5	87,8	0,3	- 0,6	0,1

¹ Pour les Etats-Unis, indice composite S & P 500; pour le Japon, indice TOPIX de la Bourse de Tokyo; pour le Royaume-Uni, indice FT 100; pour l'Allemagne, indice Commerzbank, Francfort; pour la France, indice général CAC; pour les autres pays, indices représentatifs. ² 18 octobre.
Sources: Bourses de valeurs nationales.

revanche, les marchés se sont montrés ternes dans l'ensemble pendant les premiers mois de 1990, certains subissant même des pertes substantielles. Une importante correction en baisse est intervenue au Japon, où le marché avait perdu, aux premiers jours d'avril, plus d'un quart de sa valeur du début de l'année.

Le mini-krach
d'octobre ...

Malgré la fermeté des cours des actions sur l'ensemble de l'année, une crise forte, mais brève, s'est produite en octobre. Par sa rapidité et son caractère généralisé, elle n'a pas été sans rappeler le krach de 1987. Le vendredi 13 octobre, au cours de la seule dernière heure d'activité, l'indice Dow Jones a chuté de quelque 5% dans un marché très actif. A la réouverture, les cours s'effondraient sur l'ensemble des places boursières – à l'exception du Japon – certaines enregistrant même en une seule journée des pertes plus lourdes qu'en octobre 1987 (voir tableau ci-dessus). Comme cette année-là, le mouvement de baisse initial ainsi que la reprise partielle qui a suivi sont partis des Etats-Unis, la plupart des marchés paraissant réagir à l'évolution sur les places boursières américaines. Comme en 1987 également, les investisseurs ont délaissé les actions et recherché des actifs plus sûrs, tels que les titres d'Etat; devant les risques de déstabilisation des marchés, les autorités boursières et monétaires ont alors été amenées à intervenir avec plus ou moins de vigueur.

En fait, par rapport à 1987, la chute des cours a été plus brève et globalement moins ample et s'est accompagnée d'un accroissement plus



modeste du volume des transactions. Aux Etats-Unis, elle a été déclenchée très précisément par l'impossibilité de mener à son terme une opération de rachat d'entreprise par endettement, ce qui a immédiatement entraîné une révision en baisse des prix des sociétés-cibles. En l'absence pratiquement de stratégies de couverture de portefeuille, les arbitrages informatisés sur indices entre marchés d'instruments financiers à terme et marchés au comptant ont été parfois accusés de contribuer à l'instabilité à court terme, mais l'examen des faits ne permet pas d'aboutir à des conclusions significatives à cet égard. Il est particulièrement difficile de comprendre les raisons des fortes baisses enregistrées hors des Etats-Unis, notamment parce que, par comparaison avec 1987, on n'avait guère le sentiment que les cours étaient généralement surévalués. L'une des explications pourrait résider dans le fait que, à l'inverse de cette année-là, le mouvement de vente a paru provenir essentiellement des particuliers plutôt que des investisseurs institutionnels, ce qui donnerait à penser que, dans une certaine mesure, l'effondrement des cours a reflété une réaction excessive des investisseurs moins avertis, pour qui ces événements évoquaient l'expérience d'octobre 1987. Dans le cas précis des Etats-Unis, cette période agitée a relancé les discussions concernant une restructuration de l'activité boursière sur le plan de l'organisation et de la réglementation, sous l'angle surtout des relations entre marchés au comptant et marchés d'instruments financiers à terme.

Jusqu'en octobre 1989, l'instabilité journalière des cours des actions a continué de s'atténuer, conformément à la tendance apparue au début de

... a révélé un regain d'instabilité

1988 après les derniers soubresauts du krach généralisé des marchés boursiers. Depuis, elle s'est accentuée un peu partout (voir graphique de la page 114). D'octobre 1989 à mars 1990, elle a atteint des niveaux quasiment identiques, sinon supérieurs, à ceux de la période antérieure au krach d'octobre 1987. Cette accentuation a été particulièrement sensible en Allemagne, en raison de la chute des cours en octobre et, un peu plus tard, des événements en Europe de l'Est, ainsi qu'au Japon, où les cours ont considérablement baissé pendant les premiers mois de 1990.

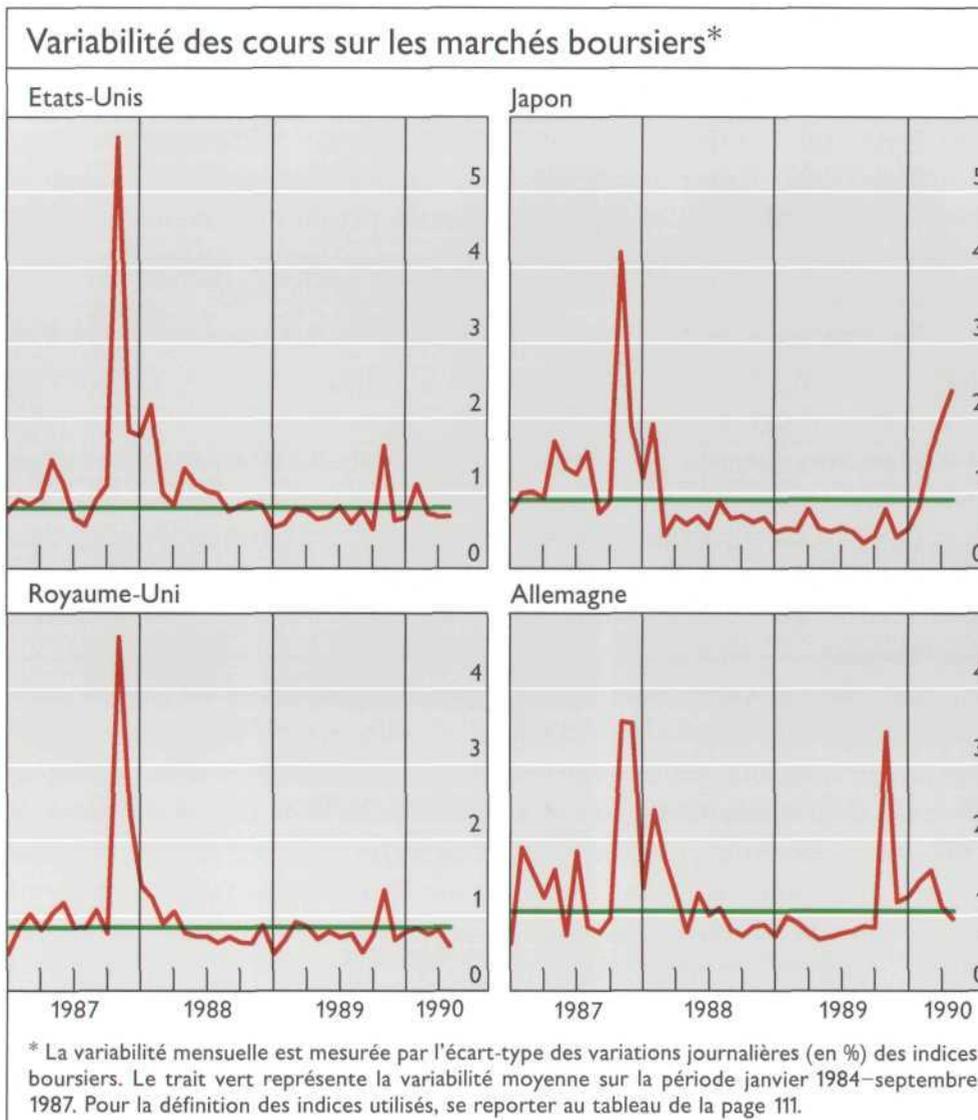
Le graphique de la page 112 fait apparaître que, pendant la période sous revue, les cours des actions sur les principaux marchés ont suivi des évolutions analogues. Ce parallélisme contraste avec les mouvements des taux d'intérêt, qui ont eu tendance à diverger sensiblement pendant la majeure partie de 1989 entre l'Amérique du Nord, d'une part, et l'Europe et le Japon, d'autre part. D'ailleurs, en 1989, c'est précisément dans certains des pays où les taux d'intérêt se sont inscrits en hausse, comme l'Allemagne et la France, que l'augmentation des cours des actions a été relativement plus marquée.

Ces variations des cours des actifs peuvent s'expliquer en grande partie par le caractère divergent des anticipations concernant les rythmes d'expansion et la rentabilité des entreprises. Les bénéfices réalisés dans ce secteur ont paru stagner aux Etats-Unis et au Canada dès le deuxième trimestre de 1989, alors que dans plusieurs pays d'Europe et au Japon ils ont continué d'augmenter jusqu'à la fin de l'année. En outre, les perspectives à long terme des économies européennes, surtout de l'Allemagne, sont devenues plus favorables, en raison des possibilités d'expansion entrevues en liaison avec les réformes politiques et économiques en Europe de l'Est. En revanche, au début de 1990, il semble que c'est la hausse généralisée des taux d'intérêt qui a été à l'origine de la faiblesse relative de la plupart des marchés. En Allemagne, toutefois, le marché est demeuré orienté à la hausse.

L'évolution sur le marché boursier japonais ressort de cet ensemble. Au début de 1990, il a connu sa crise la plus sévère depuis l'amorce de son essor remarquable qui, à la différence des autres pays, n'a été que brièvement affecté par le krach d'octobre 1987. Les pertes de plus de 25% enregistrées de janvier 1990 à la mi-avril ont été environ deux fois supérieures à celles d'octobre 1987 et ont largement compensé les plus-values réalisées en 1989. L'ampleur et la rapidité de cette chute, l'absence de répercussions apparentes dans les autres pays, malgré la dimension de l'économie japonaise, et le fait que les baisses les plus marquées ont eu lieu dans les secteurs où les hausses avaient été les plus fortes par rapport aux bénéfices des entreprises sont autant d'éléments qui sembleraient indiquer un manque de concordance entre le niveau du marché et les perspectives de bénéfices à long terme des entreprises.

Il est difficile de dire dans quelle mesure le marché était effectivement surévalué, de même qu'il n'est pas facile d'apprécier son niveau actuel par rapport aux perspectives de bénéfices à long terme. Malgré la correction récente, les divers indicateurs communément utilisés pour déterminer les valeurs fondamentales ne donnent pas une image sensiblement différente de

Au Japon, les cours des actions ont fortement chuté...



celle qu'on obtenait un an auparavant (voir Rapport annuel de l'an dernier). Du fait surtout de la hausse des taux à long terme, l'écart entre les rendements obligataires et les dividendes s'est en fait élargi depuis le premier trimestre de 1989, passant de quelque 4 points de pourcentage à plus de 6 points. Il est impossible de préciser le rôle qu'ont pu jouer dans cette hausse l'amélioration des perspectives d'accroissement des dividendes en valeur nominale et la diminution de la prime de risque. En outre, le ratio actuel cours/bénéfices, qui se situe aux environs de 60, est à peu près au même niveau qu'il y a un an. Bien qu'il ait en fait baissé de 10 points par rapport à sa valeur précédant octobre 1987 ou janvier 1990, il demeure néanmoins relativement élevé par référence au passé. En raison de l'importance des actifs immobiliers détenus par les entreprises, la forte élévation des ratios cours/bénéfices depuis 1985 peut être due en partie à des plus-values non réalisées liées à la flambée des prix des terrains durant cette période. On peut toutefois se demander à quel point cette montée des prix est elle-même compatible avec les perspectives de bénéfices à long terme dans l'immobilier.

... mais ne concordent peut-être pas encore avec les dividendes et les bénéfices

Les marchés de l'immobilier

Prix de l'immobilier: tendances et composantes

Envolée des prix immobiliers durant la seconde moitié de la décennie quatre-vingt

Dans le contexte d'une expansion soutenue de l'activité économique mais de taux d'intérêt réels historiquement élevés, la seconde moitié des années quatre-vingt a été marquée par de fortes hausses des prix de l'immobilier. Le manque de données dans ce domaine et leur fiabilité très relative permettent difficilement d'effectuer des comparaisons entre pays ou dans le temps (voir graphique de la page 116). Les chiffres disponibles donnent toutefois à penser que cette hausse s'est poursuivie pendant une période particulièrement longue dans certaines régions des Etats-Unis et du Royaume-Uni, où elle s'est amorcée à peu près en même temps que la reprise économique et le redressement des marchés boursiers. Les prix ont commencé à monter vers 1986 au Japon, avec un léger décalage par rapport à la montée brutale des cours des actions. Dans les pays d'Europe continentale, au Canada et en Australie, le mouvement a été plus récent et plus diversifié. Ce phénomène s'est essentiellement concentré sur les grandes villes, affectant le logement et, surtout, l'immobilier d'entreprise (voir tableau ci-dessous). Toutefois, les prix du logement ont également augmenté dans l'ensemble du pays en Espagne, au Canada, en Suède et en Australie ainsi que, à un degré moindre, aux Pays-Bas, en Belgique et en Italie. Récemment, on a observé un certain tassement de la tendance aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Canada et en Australie.

Ville	1985	1986	1987	1988	1989	1980-84	1985-89
	variations en %					variations cumulées	
New York	22,9	17,6	10,2	-3,8	- 5,6 ²	24,9 ³	44,7
Los Angeles	-2,0 ⁴	8,0	10,6	16,7	16,6 ²	- 9,4 ³	59,4
Tokyo	1,5	22,8	67,1	-0,7	3,4	11,9	114,0
Londres	6,2	19,7	15,5	12,2	1,8 ²	- 3,1	67,7
Paris	3,7	7,4	15,5	17,3	20,2	- 3,4 ⁵	81,5
Francfort ⁶	-8,1	-11,3	5,4	12,5	- 2,4	19,8	-5,7
Milan	n.d.	- 2,7	3,8	7,9	25,2	n.d.	36,5 ⁷
Toronto	10,6	32,4	19,8	20,6	- 2,5	- 2,9 ⁸	106,1
Madrid	3,6	34,9	34,0	19,2	15,4 ⁴	-28,8	157,8
Bruxelles	-2,8	5,2	4,6	9,6	22,5	-36,8	43,6
Stockholm	-1,9	4,4	15,9	23,4	10,9 ²	-31,6	62,3
Sydney	5,1	3,7	13,1	48,0	-20,2	-10,6	45,6

¹ Après correction de l'inflation au moyen de l'indice national des prix à la consommation; données et définitions nationales. ² Janvier-septembre. ³ 1982-84. ⁴ Estimations. ⁵ 1981-84. ⁶ Premier trimestre. ⁷ 1986-89. ⁸ 1983-84.

Sources: pour les Etats-Unis, National Association of Realtors et California Association of Realtors; pour le Royaume-Uni, Building Societies Association et Department of the Environment; pour la France, Chambre Interdépartementale des Notaires de Paris; pour l'Allemagne, Ring Deutscher Makler; pour l'Italie, Associazione Italiana Consulenti Immobiliari; pour le Canada, Multiple Listing Service; pour l'Espagne, Directivos Construcción; pour la Belgique, AN-HYP s.a. Valeur Immobilière; pour l'Australie, Real Estate Institute of Australia; pour les autres pays, sources nationales.

Prix de l'immobilier et cours des actions, en termes réels¹

1982 = 100

— Cours des actions²

Prix de l'immobilier:

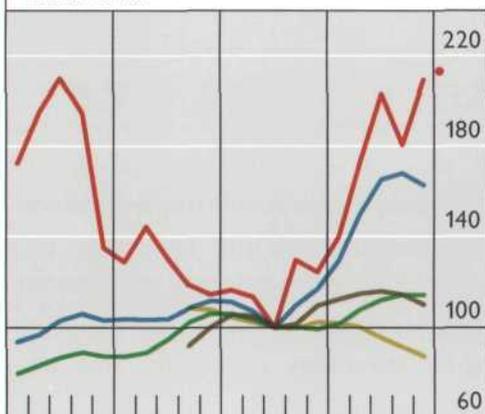
— d'habitation³ (ensemble du pays)

— d'habitation³ (région retenue⁴)

— d'entreprise⁵ (ensemble du pays)

— d'entreprise⁵ (région retenue⁴)

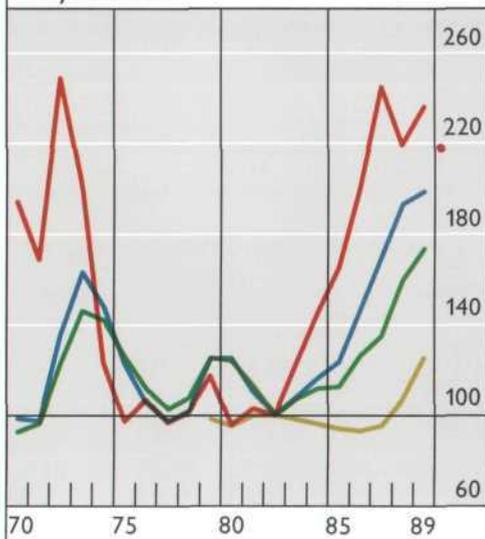
Etats-Unis



Japon



Royaume-Uni



¹ Après correction de la hausse des prix à la consommation. ² Le point représente la fin de mars 1990. ³ Pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni, logements; pour le Japon, terrains à usage résidentiel. ⁴ Pour les Etats-Unis, le Nord-Est; pour le Japon, Tokyo; pour le Royaume-Uni, Grand Londres. ⁵ Pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni, tout l'immobilier; pour le Japon, terrains à usage commercial.

Sources: pour les Etats-Unis, National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; pour le Japon, National Land Bureau; pour le Royaume-Uni, Richard Ellis Ltd.

Comme pour n'importe quel actif, les prix de l'immobilier reflètent généralement les anticipations des revenus futurs qui y sont liés, sous forme soit de loyers, soit de plus-values réalisables. Avec le temps, et en tenant dûment compte des primes de risque, la rentabilité attendue de l'immobilier devrait avoir tendance à se situer à des niveaux correspondant à peu près à ceux des actifs financiers. Les prix de l'immobilier sont donc sensibles aux

Facteurs d'influence possibles sur les prix:

modifications des anticipations de revenus comme aux rendements des actifs financiers et, par conséquent, aux taux d'intérêt. De même que pour les autres actifs à long terme, ils sont soumis à des fluctuations plus importantes que ceux des biens et services. Puisque l'immobilier est un bien réel, sa valeur, de même que celle des actions, suit en général l'évolution de la conjoncture. Etant donné que, dans ce domaine, l'offre est relativement fixe, en particulier à court terme, les variations des prix traduisent principalement les modifications de la demande.

progression
des revenus
et du patrimoine

Tout comme lors des précédentes périodes de hausse des prix de l'immobilier, la vigueur de l'expansion économique et l'accroissement qui en est résulté des revenus des ménages et des bénéfices des entreprises ont été à l'origine de l'augmentation de la demande de logements et d'immobilier d'entreprise. En outre, comme pour les cours des actions, le renforcement du patrimoine lié à la reprise soutenue de l'économie peut avoir conduit les agents économiques à accepter une plus grande part de risque, les incitant à se tourner vers l'immobilier et à spéculer.

déréglementation,
fiscalité,
démographie

Certains facteurs plus spécifiques de la flambée actuelle des prix de l'immobilier peuvent en partie expliquer son ampleur ainsi que sa répartition par pays et par secteur. Dans de nombreux pays, et surtout au Royaume-Uni, la demande effective a été stimulée par l'accès plus facile au crédit et l'assouplissement des contraintes en matière de liquidités, à la suite de la déréglementation et des innovations financières ainsi que de l'intensification de la concurrence entre intermédiaires. Ces diverses évolutions ont eu une incidence particulièrement importante sur le secteur du logement. En outre, on a constaté une tendance de l'Etat à se retirer du marché du logement soit en supprimant les contrôles sur les prix et/ou sur les loyers, soit en réduisant l'offre dans le compartiment réglementé. Le Royaume-Uni, la France et l'Espagne constituent des exemples typiques à cet égard. Dans certains cas, il est possible que la fiscalité ait contribué à la hausse des prix, en rendant l'immobilier plus attrayant en tant que refuge fiscal (Espagne et Japon notamment), en encourageant l'accession à la propriété (Royaume-Uni, Australie et Espagne, par exemple) ou en réduisant les incitations à la vente, en particulier au Japon. Dans certaines régions, les facteurs démographiques ont joué un rôle, en raison de la forte croissance de la population (Californie et Sud de l'Ontario) ou de la modification de la pyramide des âges (Royaume-Uni et Espagne).

expansion et
internationalisation
du secteur
des services

La fièvre des prix de l'immobilier d'entreprise dans les grandes villes paraît également liée à la vive expansion et à l'internationalisation croissante du secteur des services, en ce qui concerne surtout l'activité financière. Des hausses rapides des prix et des loyers des bureaux se sont produites en liaison avec le «Big Bang» à Londres et avec la transformation de Tokyo en grand centre financier international. Des augmentations d'ampleur identique ont été observées en Europe continentale, en prévision probablement de la création d'un marché européen unifié (voir tableau de la page 118). A la suite de ces évolutions, les prix de l'immobilier d'habitation à l'intérieur et hors des grandes villes ont également monté.

Hausse des loyers des bureaux dans les grandes villes, en termes réels*						
Ville	1985	1986	1987	1988	1989	1985-89
	variations en %					variations cumulées
New York	-6,8	-5,8	-3,0	2,1	-4,4	-17,0
Tokyo	6,0	18,2	22,8	5,4	20,9	95,9
Londres	3,6	15,7	37,8	1,4	-7,2	55,5
Paris	12,4	10,6	5,6	9,6	9,9	58,1
Francfort	1,9	24,0	9,4	11,0	14,5	75,9
Milan	-3,2	5,6	13,8	23,7	18,7	70,9
Madrid	2,3	20,3	16,1	37,7	8,8	114,0
Amsterdam	-1,6	9,1	1,6	-0,2	11,1	20,9
Bruxelles	4,6	28,9	5,8	12,6	6,7	71,4
Stockholm	0,7	13,8	18,8	13,2	0,1	54,4
Lisbonne	3,2	16,3	22,4	19,4	8,7	90,6
Sydney	1,1	6,4	4,7	6,0	6,8	27,4

* Après correction de l'inflation au moyen de l'indice national des prix à la consommation; données et définitions nationales.
Source: Richard Ellis Ltd. (Royaume-Uni).

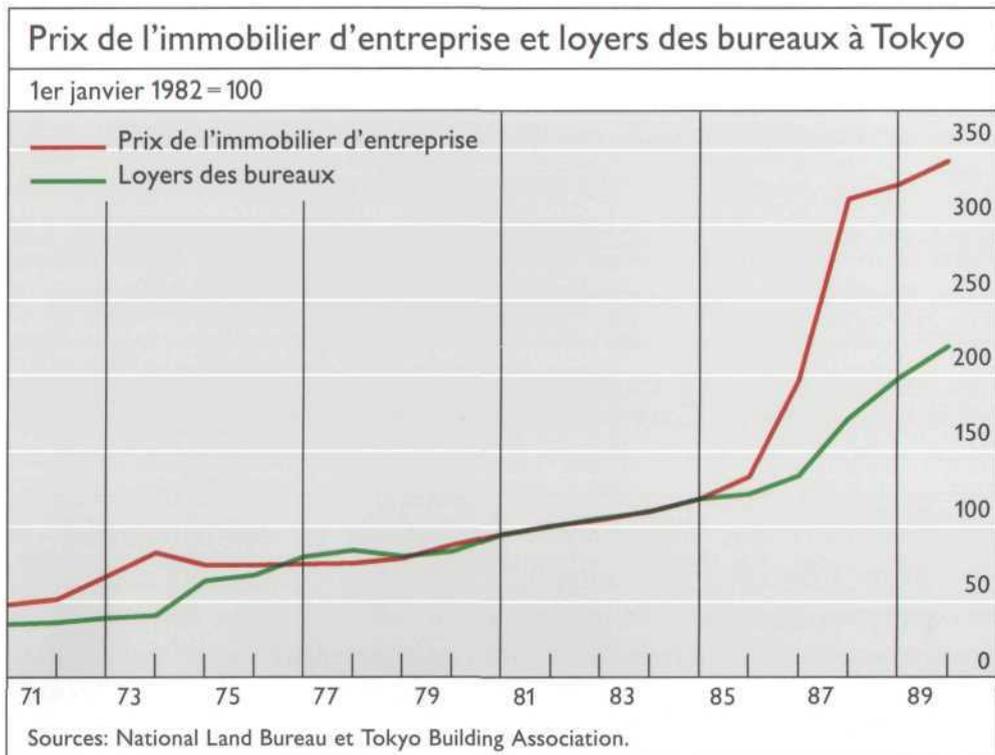
A l'inverse de ce qui s'était passé au cours des années soixante-dix, la récente vague de hausses des prix ne semble pas avoir été due en général aux niveaux relativement bas, en termes réels, de la rentabilité des actifs financiers. Quelles que soient les méthodes de mesure, les taux d'intérêt réels à long et à court terme ont été plus élevés au cours des années quatre-vingt que pendant la décennie précédente. Au Japon au moins, on a toutefois noté depuis le milieu des années quatre-vingt une nette tendance à une baisse des taux réels.

taux d'intérêt
en termes réels

Il n'est guère facile de déterminer le rôle joué par la politique monétaire dans l'envolée récente des prix de l'immobilier, car les critères d'évaluation traditionnels de l'orientation de la politique ont souvent fourni des signaux contradictoires durant la dernière décennie. Des niveaux relativement élevés des taux d'intérêt réels à court terme peuvent donner l'impression erronée d'un resserrement dans une période d'amélioration sensible des anticipations de revenus sur les actifs physiques; inversement, l'expansion rapide des agrégats de monnaie et du crédit au cours de la seconde moitié de cette décennie peut parfaitement être interprétée comme le signe d'une aisance monétaire. Le Japon et le Royaume-Uni constituent deux exemples typiques à cet égard. En outre, l'assouplissement généralisé des politiques à la suite du krach boursier de 1987 peut avoir alimenté les augmentations de prix enregistrées dans certains pays en 1988 et 1989.

et politique
monétaire

C'est surtout la flambée des prix de l'immobilier au Japon qui a retenu l'attention. Un certain nombre de facteurs, tels que la densité de la population, les revenus par habitant et la sous-utilisation du terrain, peuvent expliquer en partie le niveau élevé des prix de l'immobilier par référence aux autres pays. Cette sous-utilisation est due dans une mesure non négligeable aux sévères restrictions sur les programmes de développement et aux



Le cas du Japon

dispositions fiscales qui tendent à favoriser l'immobilier par rapport aux placements financiers et à encourager l'utilisation agricole des terres en zone urbaine. Malgré tout, le niveau des prix de l'immobilier au Japon est difficile à expliquer, et la forte hausse observée depuis le milieu des années quatre-vingt a conduit à se demander avec quelque inquiétude si les prix actuels ne sont pas disproportionnés par rapport aux possibilités de gains à long terme sur ces actifs.

Depuis 1985, la hausse des prix de l'immobilier d'entreprise à Tokyo s'est nettement démarquée de celle des loyers des bureaux (voir graphique ci-dessus). Cette évolution n'est pas sans rappeler le boom de 1971-73, à propos duquel il a été reconnu rétrospectivement qu'il ne correspondait pas aux données fondamentales. Même si la divergence observée pourrait être compatible avec les anticipations d'une accélération future de la progression des loyers et avec la baisse des taux d'intérêt réels au cours de la période, on ne peut exclure la possibilité d'une surévaluation. Cette hypothèse est également confortée par l'augmentation des prix, à un degré moindre toutefois, hors de Tokyo.

Problèmes soulevés

L'envolée des cours des actions et des prix de l'immobilier au Japon depuis 1985, qualifiée parfois d'«inflation des prix des actifs», a engendré certaines préoccupations au sujet de ses répercussions éventuelles sur l'augmentation des prix des biens et services. Des questions identiques se sont posées au Royaume-Uni à propos de la fièvre des prix des logements. Ces préoccupations sont en partie seulement liées à l'effet de richesse net sur la dépense dans le contexte de la hausse des prix qui, dans le cas de l'immobilier

Inflation des prix des actifs

d'habitation, peut opérer dans une large mesure une redistribution entre propriétaires et locataires. En relevant la valeur des actifs remis en garantie, la montée des prix de l'immobilier permet d'obtenir plus facilement des prêts et accroît par conséquent les dépenses. Comme les salariés sont généralement locataires, l'enchérissement des loyers accentue l'inégalité de la répartition des revenus et risque d'intensifier les revendications salariales. Dans la mesure où elle réduit, en outre, la mobilité de la main-d'œuvre, cette flambée des prix peut contribuer à l'apparition de pénuries dans ce domaine. En rendant comparativement moins cher l'immobilier à l'étranger, elle peut provoquer des sorties de capitaux et exercer ainsi des pressions sur le taux de change. Ces effets se trouvent amplifiés lorsque, comme c'est le cas au Japon, le lien étroit entre la valeur de l'immobilier et le cours des actions peut déclencher un effet d'entraînement réciproque. Compte tenu de l'importance des actifs immobiliers détenus par les entreprises, cet emballement des prix fait monter à la fois le cours des actions et la valeur des garanties hypothécaires, ce qui allège les contraintes en matière de financement et rend possibles de nouveaux investissements de caractère spéculatif. Enfin, dans les cas surtout où les décisions des agents économiques sont fondées sur des anticipations trop optimistes de plus-values à long terme sur actifs, le risque de perturbations financières résultant d'un retournement brutal de la tendance à la hausse peut jouer un rôle dans la détermination de la politique monétaire à mettre en œuvre.

Dans de nombreux pays où l'évolution du marché immobilier s'est accompagnée d'un alourdissement sensible de l'endettement des ménages, la vulnérabilité potentielle des emprunteurs sur le plan financier a fait l'objet d'une attention particulière. Les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la France constituent des exemples typiques à cet égard. En effet, à la suite d'une hausse des taux d'intérêt, d'une baisse de leurs revenus ou d'une augmentation du chômage, les particuliers risquent d'éprouver de sérieuses difficultés pour assurer le service de leur dette. Cette situation pourrait alors provoquer ou aggraver un ralentissement de l'activité. Sous l'effet des innovations financières et de l'assouplissement des contraintes sur le crédit qui ont coïncidé avec l'accroissement de l'endettement, il est devenu plus difficile d'interpréter les signes transmis par les indicateurs traditionnels de la vulnérabilité financière. Dans le même temps, il est possible que le caractère moins familier de l'environnement financier et la poursuite de l'expansion aient incité certains emprunteurs à s'endetter au-delà de leurs possibilités.

Les préoccupations causées par l'augmentation de l'endettement des ménages ont été particulièrement vives au Royaume-Uni et en France, par exemple, deux des pays où le ratio endettement/revenu disponible a atteint des niveaux historiques. En ce qui concerne le Royaume-Uni, certaines estimations montrent que, pour le crédit hypothécaire uniquement, le ratio des paiements nets au revenu des ménages après impôts est passé de 20% en 1978 à plus de 35% en 1989 dans le cas de premières acquisitions. En France, au milieu des années quatre-vingt, de nombreux particuliers qui avaient contracté des prêts hypothécaires à remboursement progressif ont

Fragilité
financière des
ménages lourde-
ment endettés

commencé à avoir des difficultés de paiement lorsque la désinflation a accru la charge de leurs engagements. Beaucoup de ces crédits ont été renégo-ciés, en raison notamment de l'intensification de la concurrence entre les intermédiaires financiers et des interventions de l'Etat. Dans une perspective à long terme, on peut redouter l'apparition de difficultés étant donné que, depuis 1984, le nombre des ménages à faible revenu et davantage exposés au risque hypothécaire ne cesse d'augmenter.

Une autre question ayant récemment fait l'objet d'une attention soutenue est l'engagement des établissements financiers, des banques en particulier, sur les marchés immobiliers. Au Japon, on s'est surtout efforcé jusqu'à présent de déterminer comment les prêts massifs des établissements de crédit ont pu contribuer à la flambée de l'immobilier. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où l'on a observé des signes d'effritement des prix et de saturation dans le domaine de la construction, on a mis l'accent sur l'incidence que pourrait avoir une chute des prix immobiliers sur la solidité financière des bailleurs de fonds.

Au Japon, entre fin 1985 et fin 1989, les prêts à la construction et aux sociétés immobilières se sont accrus de quelque 20% en rythme annuel, et leur part dans le total du crédit a augmenté d'un tiers environ, pour se situer à 17% (voir tableau ci-dessous). En outre, ces chiffres sous-estiment probablement le montant des encours et leur rythme d'expansion. Tout d'abord, ces données ne comprennent pas les prêts immobiliers sous forme de découverts ni ceux qui sont accordés par les succursales à l'étranger des banques nationales. Ensuite, depuis 1985, les prêts octroyés aux sociétés de crédit-bail et de crédit à la consommation enregistrent une forte progression; certains peuvent avoir servi à financer indirectement des prêts immobiliers ou garantis par des biens immobiliers. Enfin, il apparaît qu'une partie des crédits bancaires est destinée à des filiales de sociétés non financières spécialisées dans les placements immobiliers; comme ils sont garantis par la maison mère, ils ne sont pas classés comme prêts immobiliers. Après avoir utilisé de persuasion vis-à-vis des banques depuis le début de l'emballement

Les prêts
bancaires
immobiliers:

au Japon

Prêts immobiliers des banques commerciales ¹							
Année	Etats-Unis			Royaume-Uni			Japon
	Total	Logement	Entre-prises ²	Total	Logement	Construc-tion et sociétés immobilières	Total ³
	en % de l'encours total des prêts						
1980	29	19	10	12	4	8	11
1985	29	16	13	19	12	7	13
1987	34	18	16	23	14	9	15
1989	37 ⁴	19 ⁴	18 ⁴	23 ⁵	12 ⁵	11 ⁵	17

¹ Les données ne sont pas comparables d'un pays à l'autre. ² Etablissements agricoles compris.
³ Construction et sociétés immobilières. ⁴ Septembre. ⁵ Chiffres en partie estimés.
Sources: Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale; Banque d'Angleterre; Banque du Japon; estimations BRI.

des prix pour les inciter à réduire leurs prêts immobiliers, les autorités ont durci leur attitude en mars 1990 et les ont contraintes à limiter le taux d'expansion de leurs crédits immobiliers à celui de leur portefeuille global de prêts.

Aux Etats-Unis, du fait de l'augmentation des coûts liés à la crise des caisses d'épargne, des signes de fragilité apparaissent également au niveau des banques commerciales, surtout dans les régions qui avaient enregistré auparavant de fortes hausses des prix de l'immobilier, telles que le Nord-Est. L'encours des prêts immobiliers improductifs y a plus que triplé entre les quatrièmes trimestres de 1987 et 1989, passant de \$2,6 milliards à \$9,1 milliards, soit à 4,6% du montant total des prêts. Certaines banques ont accusé des pertes sensibles, essentiellement sur les prêts pour l'immobilier d'entreprise, qui se sont ajoutées à celles déjà subies par les banques du Sud-Ouest. Or, ces concours, dont on a toujours considéré qu'ils comportent davantage de risques que ceux qui sont destinés à l'habitation, représentent précisément la quasi-totalité de l'expansion des prêts immobiliers dans le total des crédits des banques commerciales depuis 1980. Leur part, qui atteint près de 40%, dépasse aujourd'hui pour la première fois celle des prêts commerciaux et industriels. Dans un tel contexte, la qualité des crédits pourrait fort bien continuer à se détériorer si l'on en juge par les taux élevés et croissants des bureaux inoccupés dans de nombreuses villes et, dans certaines régions, par la quantité considérable de biens immobiliers acquis par l'Etat dans le cadre de liquidations de caisses d'épargne défailtantes.

aux Etats-Unis

Au début de 1990, la Commission de contrôle des banques (Comptroller of the Currency) a mis l'accent sur plusieurs pratiques de prêt dangereuses à l'origine de certains des problèmes apparus en liaison avec les prêts immobiliers: dégradation des critères de garantie dans le but de rechercher des niveaux plus élevés de revenus d'intérêts et de commissions, ce qu'illustre surtout la participation en capital insuffisante des emprunteurs aux projets immobiliers; mauvaise évaluation du risque-client; recours à des méthodes de présentation de bilan destinées à masquer des détériorations de la qualité des crédits. Les banques n'acceptant pas une gestion plus rigoureuse de leurs prêts pourraient se voir soumises à des restrictions en matière d'emplois et amenées à relever le niveau de leurs fonds propres.

Au Royaume-Uni, où l'on n'a guère observé pour l'instant de pertes effectives, l'augmentation rapide de l'engagement des banques sur les marchés immobiliers s'est inscrite dans un contexte caractérisé par une intense concurrence entre les établissements de crédit, une forte expansion globale des prêts, l'apparition de signes indiquant la fin du boom de l'immobilier et, plus récemment, un resserrement monétaire. Ces développements n'ont pas été sans rappeler la crise du «secteur bancaire secondaire» du milieu des années soixante-dix. Entre 1980 et 1989, la part des prêts immobiliers dans le total du crédit bancaire a pratiquement doublé, pour s'établir à un quart environ, cet accroissement étant dû essentiellement aux prêts au logement. En 1988-89, les prêts à la construction et aux sociétés immobilières ont progressé de quelque 50% en rythme annuel, soit deux fois plus vite que le montant total des crédits accordés par les banques, et représentent

au Royaume-Uni

actuellement plus de 10% de leur portefeuille global. Entre temps, la proportion des bureaux inoccupés est montée en flèche. A la suite du ralentissement de l'activité financière, dû en partie à une surexpansion liée au «Big Bang», le pourcentage des bureaux vacants dans la «City» est passé de 1% en 1987 à 10% en 1989 et devrait encore s'accroître.

Si le risque existe de voir surgir des difficultés, on observe cependant plusieurs différences non négligeables par rapport à la situation du milieu des années soixante-dix. La crise survenue alors s'était produite dans un compartiment de l'activité bancaire qui n'était soumis à aucun contrôle et possédait une structure de capital insuffisante; elle a touché des banques dites «secondaires», qui avaient connu une croissance rapide au moment où les banques commerciales étaient assujetties à un encadrement du crédit. Aujourd'hui, de telles lacunes n'existent plus dans la surveillance, et les établissements possèdent davantage de fonds propres. Les prêts aux sociétés de promotion immobilière, principale cause des pertes des banques secondaires, se sont certes développés, mais le maximum de 8% atteint en mai 1989 demeure inférieur aux 10% enregistrés en 1975 et se trouve mieux réparti entre les établissements de crédit. L'accroissement récent de l'engagement des banques porte essentiellement sur des prêts pour l'acquisition de logements, qui ont toujours comporté moins de risques que les crédits à la construction, pour l'immobilier d'entreprise en particulier. Non seulement la valeur de la garantie est plus facile à déterminer et n'est pas exposée à une éventuelle cessation de paiements de l'emprunteur avant la réalisation du projet, mais elle semble, en outre, moins variable que celle de l'immobilier d'entreprise, puisque la demande de logements a tendance à moins fluctuer. Le principal risque inhérent à cette forme de prêt tient au fait que, en raison des niveaux sans précédent de l'endettement des particuliers, des défaillances à une échelle relativement importante pourraient poser des problèmes de liquidité aux banques incapables de vendre leurs actifs immobiliers dans un marché déprimé. Certaines indications montrent que le montant de la garantie figurant dans les critères des prêts hypothécaires a diminué, par suite surtout de l'intensification de la concurrence entre les banques et les sociétés de crédit hypothécaire depuis le début des années quatre-vingt. De 1980 à 1987, le ratio crédits/prix pour l'ensemble des emprunteurs a été porté de 57% à quelque 70% et de 74% à 85% dans le cas de première accession à la propriété. Ce n'est que récemment que ces ratios sont revenus à des niveaux moins élevés. Il est toutefois difficile de savoir dans quelle mesure ces signes apparents d'une diminution des marges de sécurité peuvent présager des difficultés futures.

L'engagement des banques sur les marchés immobiliers s'est également accru à des degrés divers dans de nombreux autres pays, comme le Canada et plusieurs pays européens, à l'exception toutefois de l'Allemagne (voir tableau de la page 124). Trois raisons au moins expliquent pourquoi la vulnérabilité potentielle des prêteurs n'a guère suscité d'inquiétude. Hormis au Canada, on n'a pratiquement pas observé jusqu'à maintenant de signes indiquant un affaiblissement des prix. L'augmentation de l'engagement des

et dans d'autres
pays

banques a porté principalement sur les prêts pour l'acquisition de logements. Dans certains de ces pays, comme en France et en Espagne, cette situation a été due en partie au fait que les établissements de crédit spécialisés ont accordé moins de prêts immobiliers, et on peut considérer que cela a contribué à une diffusion plus large du risque au sein du système financier.

Prêts bancaires immobiliers dans certains pays ¹						
Année	Espagne	France	Allemagne	Portugal	Canada	Suisse ²
	en % des prêts au secteur privé					
1982	19 ³	27	44	23	30	27
1985	19	28	46	27 ⁴	33	28
1987	20	29	45	33 ⁴	39	29
1989	24	31	44	37 ⁵	43 ⁴	33 ⁶

¹ Les données ne sont pas comparables d'un pays à l'autre. ² En % du total des actifs. ³ 1983. ⁴ Septembre. ⁵ Mai. ⁶ Estimation.
Sources: banques centrales nationales.

D'une manière plus générale, les difficultés rencontrées par les bailleurs de fonds au marché immobilier dans un certain nombre de pays peuvent être interprétées comme les symptômes d'un problème plus fondamental. Elles traduisent en partie l'augmentation des risques d'instabilité dans un environnement financier plus concurrentiel et en rapide évolution, dans lequel l'évaluation des risques s'avère plus malaisée et l'incitation à les encourir plus forte. Aux Etats-Unis, mais également au Royaume-Uni et au Japon, les banques ont perdu une partie de leur meilleure clientèle d'entreprise, qui s'est tournée vers les marchés financiers; au Royaume-Uni, en particulier, la concurrence entre intermédiaires, surtout entre banques et sociétés de crédit hypothécaire, s'est accrue; dans ces deux pays, les modifications structurelles et les innovations financières ont rendu difficile l'appréciation des risques encourus par les agents économiques ainsi que de l'orientation de la politique monétaire, ce qui a pu conduire à une expansion excessive du crédit global.

Si l'analyse qui précède est correcte, elle démontre la nécessité d'une vigilance accrue dans les pays où les structures du système financier se modifient rapidement. Elle souligne également l'importance des progrès accomplis récemment pour renforcer les fonds propres des banques et les rendre conformes aux nouvelles normes adoptées à l'échelle internationale. Cette évolution positive doit être présente à l'esprit lorsqu'on évalue la vulnérabilité potentielle des établissements de crédit à l'égard d'une détérioration de la qualité des actifs.

Participation des banques aux opérations à effet de levier

Les prêts des banques aux marchés immobiliers n'ont pas été le seul domaine qui ait retenu l'attention au cours de la période sous revue. Il en a été de même pour leur participation aux opérations à effet de levier (OEL),

Risque d'instabilité financière dans un environnement concurrentiel et en rapide évolution

La participation des banques aux OEL fait l'objet d'une attention croissante ...

c'est-à-dire à des restructurations financières de sociétés qui ont accru sensiblement leur charge d'endettement (rachats d'entreprises par endettement (REE), acquisitions et recapitalisations par l'emprunt). L'augmentation des engagements des banques, les indications d'une détérioration des normes d'attribution des prêts et les signes de plus en plus nombreux de difficultés financières au sein des entreprises restructurées sont autant d'éléments qui ont confirmé que les risques encourus dans les transactions ont pu être sous-estimés et/ou que les prix payés pour les sociétés ont été excessifs. Bien que les OEL soient essentiellement un phénomène américain, la participation croissante de banques non américaines au financement de ces opérations aux Etats-Unis a constitué un sujet de préoccupation pour les autorités de surveillance d'autres pays, notamment au Japon et au Royaume-Uni.

... alors que des signes de tension apparaissent sur le marché

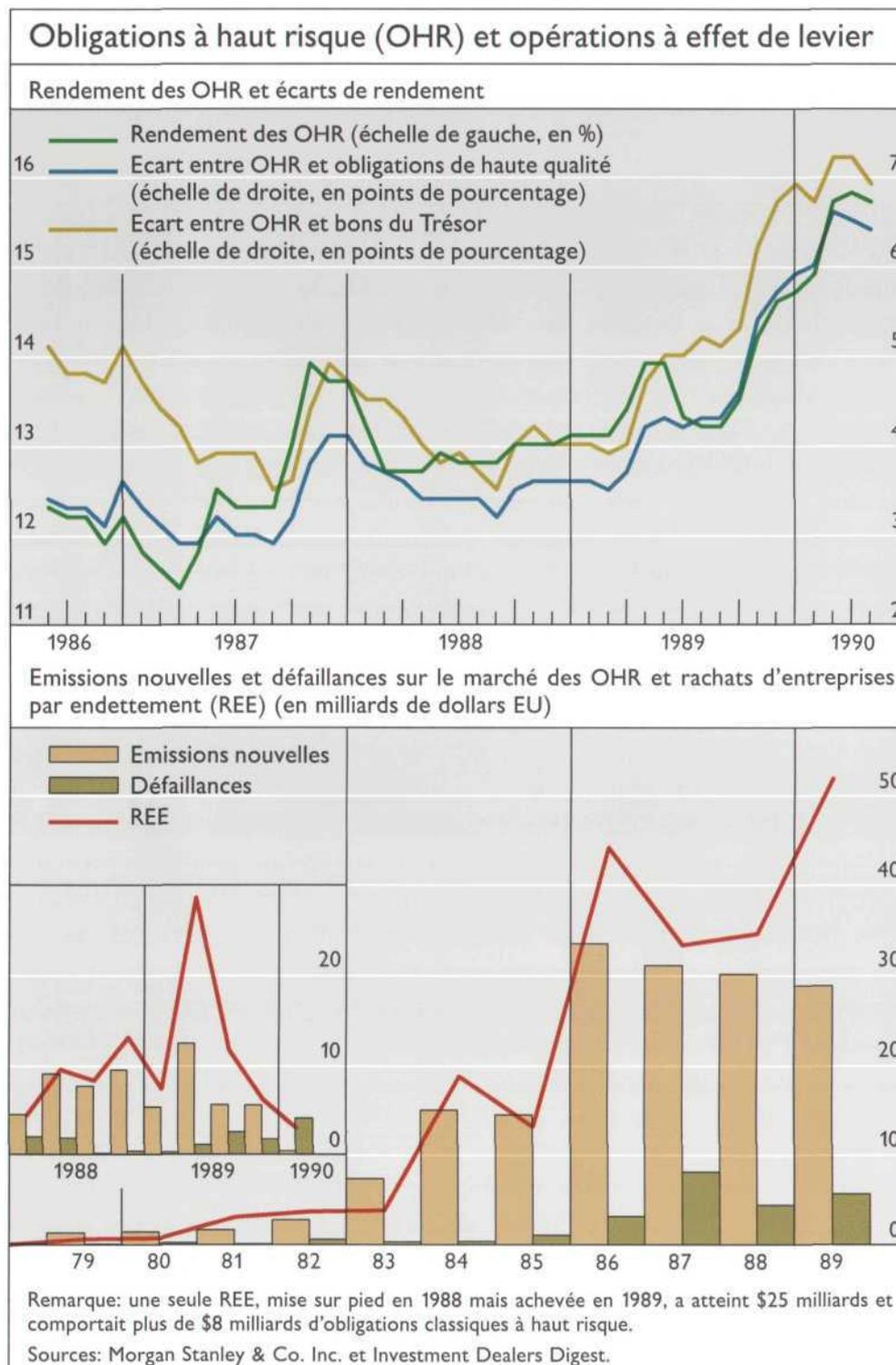
Les signes de tension ont été particulièrement ressentis sur le marché des obligations de qualité secondaire («junk»), qui a joué à cet égard un rôle de plus en plus important au cours des dernières années. L'exemple le plus frappant a été la mise en règlement judiciaire, en février 1990, de la principale société de prise ferme et de négociation d'obligations à haut risque, incident qui, malgré son ampleur, ne semble pourtant pas avoir eu pour l'instant de grandes répercussions sur le reste du système financier. Cependant, d'autres signes de tension sont apparus, surtout depuis l'automne de 1989; ils ont fait suite à trois événements: une grave crise de liquidité subie par un détaillant restructuré (septembre 1989); l'échec d'une transaction capitale par manque de financement sous forme d'obligations à haut risque, qui a précipité le mini-krach du marché boursier (octobre 1989); et le déclassement de la dette de l'établissement participant à la plus grande opération à ce jour (janvier 1990). Depuis le milieu de 1989 au moins, l'écart de rendement des obligations à haut risque par rapport aux titres de première qualité et le volume des défaillances ont l'un et l'autre fortement augmenté; en outre, au premier trimestre de 1990, les nouvelles émissions s'étaient pratiquement interrompues (voir graphique de la page 126). Un nombre croissant d'entreprises financièrement restructurées et lourdement endettées se sont trouvées aux prises avec des difficultés pour honorer leurs engagements et ont été contraintes de renégocier avec leurs créanciers, sans en passer jusqu'à présent, dans la plupart des cas, par des procédures judiciaires. Tous ces signes de tension ont entraîné la quasi-interruption de nouvelles OEL et se sont inscrits dans un paysage financier caractérisé par des déclassements de dette et un affaiblissement des trésoreries et des marges bénéficiaires.

L'expansion rapide des OEL aux Etats-Unis depuis le début des années quatre-vingt, dans le cadre plus large de la vague de fusions et acquisitions, n'aurait pas pu se faire sans une importante participation des banques. On ne dispose pas de chiffres sur l'ensemble des recapitalisations et des acquisitions par endettement, mais, selon certaines estimations, le total du financement bancaire des REE pourrait avoir atteint à lui seul \$100 milliards environ entre 1982 et 1989. Sur ce montant, des sommes de plus en plus élevées ont été octroyées par des banques non américaines, qui, toujours

selon des estimations, auraient fourni, entre fin 1987 et le milieu de 1989, plus de la moitié du total du financement bancaire initial nécessaire aux transactions. Les banques japonaises ont joué un rôle particulièrement actif à cet égard.

Il convient d'interpréter avec beaucoup de prudence les estimations sur le niveau de l'engagement des banques, en raison surtout de problèmes de définition. Des chiffres officiels font apparaître qu'au premier trimestre de 1989 le montant total de l'engagement des banques situées aux

Les banques s'engagent de plus en plus...



Etats-Unis au titre de prêts accordés pour des OEL était de l'ordre de \$150 milliards, dont quelque 40% sous forme d'accords fermes. D'après d'autres données, on peut penser qu'à mi-1989 l'engagement de treize et cinquante des plus grands holdings bancaires des Etats-Unis atteignait respectivement environ \$65 milliards et plus de \$100 milliards. Celui d'institutions plus petites, en particulier celles qui n'étaient pas à l'origine des opérations, était probablement inférieur en moyenne, même si certaines indications montrent qu'il s'est sensiblement accru dans le courant de 1989. Des estimations plus détaillées révèlent qu'à la mi-septembre 1989 l'engagement global de treize des plus grands holdings bancaires des Etats-Unis atteignait en moyenne quelque 130% de leurs fonds propres (voir tableau ci-dessous). Cette proportion est plus de deux fois supérieure à leur engagement moyen envers les pays en développement, en termes nets des réserves, et représente une augmentation notable par rapport aux niveaux observés à la fin de 1988, même si elle traduit en partie une diminution des fonds propres due au renforcement des provisions constituées en regard de l'endettement des pays en développement. Les chiffres sur les engagements moyens à fin 1989 sont encore plus élevés, mais l'augmentation paraît liée essentiellement à un élargissement récent de la définition des OEL répondant aux impératifs de la réglementation.

Engagement total dans le cadre des OEL de treize des plus grands holdings bancaires aux Etats-Unis ¹				
Rubrique	Fin 1988	Mi-1989 ²	Septembre 1989	Fin 1989 ²
Pourcentage des fonds propres				
Moyenne	81	114	130	140
Fourchette	14-160	29-204	33-267	36-294
Nombre de banques dans chaque tranche				
Plus de 100%	5	8	9	10
Plus de 150%	2	5	6	6
Plus de 200%	0	1	2	4
Plus de 250%	0	0	1	2
Engagement total (en milliards de dollars EU)	42	64	64	73
¹ Prêts, engagements de prêts et investissements sous forme de dette subordonnée et d'actions. Les chiffres pour fin 1989 sont établis selon la définition des opérations à effet de levier (OEL) publiée en octobre 1989 par les responsables du contrôle bancaire aux Etats-Unis. Les autres se réfèrent aux définitions des banques, qui diffèrent sensiblement. De ce fait, les données ne sont pas totalement comparables ni entre banques ni dans le temps. ² Chiffres en partie estimés. Sources: Thomson Bankwatch Inc.; Keefe, Bruyette and Woods Inc.; estimations BRI.				

Les prêts ou accords fermes de financement représentent l'essentiel de l'engagement dans le cadre des OEL. En règle générale, une opération est conclue sous une forme consortiale par un certain nombre de banques qui cèdent ensuite une partie de leurs prêts à d'autres banques (principalement régionales ou étrangères) et à d'autres établissements financiers (voir tableau de la page 128). Pour certaines banques des grands centres financiers,

Caractéristiques des cessions de prêts commerciaux et industriels par les banques ¹		
Rubrique	Mi-1988	Mi-1989
	encours, en % des ventes	
Par vendeur		
Cessions liées à des fusions	23	45
Banques des grands centres financiers	63	71
Par acheteur		
Banques nationales	34	34
dont:		
<i>grandes banques</i> ²	27	31
Banques étrangères ³	44	45
Divers ⁴	23	20
Pour mémoire:		
Cessions totales (en milliards de dollars EU)	53,1	72,2

¹ Données tirées de l'enquête effectuée auprès des soixante plus grandes banques américaines sur les pratiques en vigueur en matière de prêts bancaires («Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices»). Les résultats de cette enquête montrent que ces banques représentaient plus de 90% de l'ensemble des prêts cédés par des banques commerciales au deuxième trimestre de 1989. Le nombre des participants a été pratiquement identique au cours des deux années. ² Il s'agit des banques ayant au moins \$2 milliards d'actifs au total. ³ Succursales et agences des banques étrangères aux Etats-Unis ainsi que leurs établissements à l'étranger. ⁴ Essentiellement les sociétés non financières, les caisses de retraite, les organismes de placement collectif, les services de fiducie des banques, les sociétés financières et les compagnies d'assurances. Source: Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale.

les crédits accordés pour des transactions à effet de levier représenteraient jusqu'à 70% des prêts consentis.

S'agissant des holdings bancaires, une partie de l'engagement revêt la forme de dette subordonnée, comprenant des obligations à haut risque, et d'actions. Pour les banques les plus dynamiques, les chiffres semblent indiquer que les montants concernés pourraient dépasser 10% de leur engagement dans le cadre des OEL. Selon des estimations, les banques posséderaient un cinquième environ de certains des plus importants fonds de placement spécialisés dans les REE.

La raison classique invoquée par les banquiers pour expliquer leur participation dans les OEL est l'érosion de la rentabilité de leurs prêts commerciaux traditionnels, sous la pression de la concurrence accrue émanant de la clientèle d'entreprise et des maisons de courtage. Tout comme dans le cas des prêts à l'immobilier d'entreprise, les banquiers ont été contraints de rechercher des activités plus rentables mais comportant probablement davantage de risques. Pour les banques se trouvant à l'origine des transactions, financer des OEL présentait certains avantages: elles retenaient une partie de leur clientèle de base; elles luttaient de manière plus efficace contre la concurrence des maisons de courtage pour la prestation de services-conseils en matière de fusions et, partant, pour la prise ferme d'une partie de la dette des entreprises; elles se procuraient des revenus substantiels sous forme de commissions sans être tenues d'immobiliser du capital dans le cadre des réglementations, en particulier par le biais de cessions

... en raison des pressions de la concurrence ...

... et des perspectives de revenus intéressantes

de prêts. Entre 1984 et 1988, le ratio des commissions perçues par rapport aux revenus d'intérêts des banques des grands centres financiers est passé de 43% à 73%. Pour les établissements achetant les prêts aux banques chefs de file, les OEL promettaient des actifs à rendement élevé obtenus à des coûts plus faibles sur le plan des ressources nécessaires à la collecte et au traitement des informations.

Du point de vue des conditions contractuelles, la rentabilité des OEL peut apparaître, certes, particulièrement élevée si on la compare à celle des prêts classiques aux entreprises. Les taux appliqués se situent en règle générale entre 200 et 300 points de base au-dessus du LIBOR. En outre, le montant de diverses commissions attrayantes représente normalement entre 1/2 et 3% des engagements. Toutefois, la rentabilité effective sera fonction des risques encourus dans les transactions.

Un effet de levier important accroît les risques

En définitive, le risque associé aux prêts OEL vient du fait que, comme les prêts bancaires représentent une partie plus importante du passif de l'entreprise emprunteuse et que la garantie figurée par les fonds propres diminue, on peut s'attendre à ce que la rentabilité varie davantage. Que le remboursement s'effectue sur le flux de trésorerie ou par des cessions d'actifs n'y change rien. Des études montrent que, dans une REE, la dette privilégiée, qui est essentiellement d'origine bancaire, constitue 40 à 85% du financement, la proportion de la dette subordonnée et des fonds propres allant de 10 à 40% et de 1 à 20% respectivement. La part du financement bancaire est nettement supérieure par rapport aux pratiques habituelles en matière de prêt aux entreprises. Comme le mentionnait le Rapport annuel de l'an dernier, on peut penser que les nouveaux mécanismes financiers accroissent probablement le flux de revenus lié aux actifs des sociétés-cibles, surtout en limitant la possibilité laissée aux dirigeants des entreprises de poursuivre des objectifs orientés vers d'autres fins que la rentabilité. Cependant, une augmentation de ce flux de revenus n'offre pas nécessairement une marge de garantie pour les prêteurs OEL, dans la mesure où elle avait été anticipée par les actionnaires antérieurs de cette société et répercutée dans son prix d'acquisition.

L'une des caractéristiques de ces transactions, qui montre que la rentabilité de cette catégorie de prêts est potentiellement plus variable, est le taux de couverture particulièrement faible des entreprises restructurées, c'est-à-dire le ratio de leur flux de trésorerie opérationnelle par rapport aux paiements d'intérêts. Les normes imposées à cet égard sont généralement comprises entre 1,5 et 1,0, les opérations conclues récemment ayant tendance à se situer vers la limite inférieure. Dans le cadre des prêts classiques aux entreprises, en revanche, les banques se sont souvent totalement dispensées de cette obligation, le flux de trésorerie disponible pour les paiements d'intérêts étant normalement nettement supérieur.

Le fait que cette rentabilité peut varier davantage accroît également le risque de prise ferme que les banques assument en s'engageant momentanément pour des montants supérieurs à celui de leur engagement final afin d'assurer l'opération et de se procurer ainsi des revenus de commissions. Même lorsque les prêts ne sont pas cédés, elles espèrent pouvoir être

remboursées rapidement, notamment au moyen de fonds obtenus par émission de titres subordonnés. Le risque encouru par les banques est qu'elles se trouvent soit dans l'impossibilité de réduire leur engagement, soit de le faire avec de lourdes pertes, à la suite surtout d'un changement brutal des conditions du marché.

Outre le fait de procéder à une évaluation prudente et complète du potentiel d'une entreprise et de sa sensibilité vis-à-vis de la conjoncture, ainsi qu'à une diversification judicieuse, les banques ont trois façons de gérer le risque économique inhérent aux OEL. Tout d'abord, elles peuvent insister pour que l'entreprise couvre une partie de ses engagements à taux variable. Selon certaines indications, les accords conclus par les banques exigent habituellement la couverture de 50% de l'engagement à taux variable d'une société pour les deux ou trois premières années qui suivent la conclusion de l'opération. Divers dispositifs, tels que plafonds et échanges de taux d'intérêt, sont utilisés à cet effet. Deuxièmement, les banques peuvent réduire la marge de manœuvre laissée aux dirigeants de l'entreprise dans l'emploi de la trésorerie. Les principales restrictions comprennent des obligations de couverture minimale, des limites sur les nouvelles dépenses d'investissement et sur l'émission de titres de dette supplémentaires, l'interdiction de verser des dividendes sur les actions ordinaires au cours des premières années et des clauses prévoyant l'affectation obligatoire du produit des ventes d'actifs au remboursement de la dette privilégiée, avec éventuellement l'amortissement anticipé de celle-ci si les résultats de la société sont meilleurs que prévu. Troisièmement, les banques peuvent assurer un rang prioritaire à leurs créances, que la compagnie soit en activité ou mise en liquidation. Un certain nombre de conventions et clauses restrictives figurant dans les accords de prêts sont conçues à cette fin. En outre, il apparaît que la majeure partie des prêts bancaires sont garantis, ce qui accorderait un droit de priorité sur l'emprunteur en cas de liquidation. Les formes de garanties les plus répandues semblent être la remise en gage d'actifs, les actions des filiales de l'entreprise-cible, les stocks et les créances recouvrables.

Du fait même de leur nouveauté et de leur complexité, ces transactions sont toutefois entourées d'un certain nombre d'incertitudes d'ordre juridique. Bien qu'elles revêtent potentiellement un caractère important, il est impossible de les quantifier et les tribunaux n'ont encore guère eu l'occasion de se prononcer à leur égard. Dans certaines circonstances, ils peuvent ne pas admettre la validité des droits des banques sur les garanties et les traiter sur le même plan que ceux des créanciers chirographaires, en invoquant, par exemple, la responsabilité du prêteur prioritaire, qui est présumé exercer un degré de contrôle notable sur la gestion. Les holdings bancaires détenant des participations directes ou indirectes dans des entreprises restructurées peuvent se trouver particulièrement impliqués. Les tribunaux peuvent aussi estimer que la transaction à effet de levier a desservi les intérêts des créanciers chirographaires antérieurs, en endettant l'entreprise au-delà de sa capacité de paiement. Les principes sur lesquels se fondent les tribunaux imposent principalement aux débiteurs et aux

La gestion
du risque

Incertitudes
d'ordre juridique

La détérioration
de la qualité
des prêts ...

banques prêteuses de produire des preuves à l'appui de leur action en justice. Une autre question délicate concerne la responsabilité juridique en dernier ressort dans les cessions de prêts. Il se pourrait, en effet, que le risque effectif des banques cédant leurs prêts soit plus grand qu'il n'y paraît au vu des comptes. Le risque concerne surtout les banques qui sont à l'origine des prêts puis cèdent la totalité ou la majeure partie de leur engagement.

Jusqu'à la fin de 1988 au moins, la qualité des prêts octroyés dans le cadre des OEL s'était certes détériorée, mais elle demeurait néanmoins relativement bonne. La dégradation survenue depuis a suscité quelques inquiétudes. Selon les résultats d'une enquête publiée par le Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale, quelque 40% des banques interrogées ont enregistré en 1989 des taux de pertes plus élevés sur les financements liés à des fusions que sur les autres crédits commerciaux et industriels, contre un quart environ en 1988 et aucune en 1986. De la fin de 1988 au milieu de 1989, la proportion des prêts «réprouvés» par les autorités de contrôle bancaire américaines pour les onze plus grandes banques multinationales avait pratiquement doublé, passant de 9% à 17%. A l'automne, les autorités soulignaient certains signes de faiblesse potentielle. Les conditions du crédit se détérioraient, puisque les prix payés pour les entreprises avaient augmenté plus rapidement que les possibilités bénéficiaires et que les périodes de remboursement s'étaient allongées. Le tarissement du marché des obligations à haut risque exerçait des pressions sur les banques, en les incitant à participer plus activement au financement global des OEL. Certaines banques mandataires éprouvaient de plus en plus de difficultés pour céder leurs prêts. Enfin, les établissements de moindre importance dotés de procédures d'évaluation du crédit moins élaborées et possédant moins d'expérience dans ces opérations étaient de plus en plus nombreux à y prendre part.

La détérioration de la qualité de l'engagement des banques risque de se poursuivre. Comme l'évolution tendancielle des prix et des conditions de financement semble le montrer, on constate qu'avec le temps la concurrence a généralement réduit les marges bénéficiaires qu'on enregistrerait durant les premières phases de la vague des OEL. Compte tenu de l'expansion passée du volume de ces opérations et de la nature habituelle des calendriers de remboursement (amortissement de 50% sur cinq ans), l'heure de vérité n'a pas encore sonné.

Ainsi, alors que le passé a montré combien la participation des banques dans les OEL pouvait être lucrative, il est probable que l'avenir mettra surtout en lumière les risques à plus long terme que les établissements bancaires ont encourus dans ce processus. Il est particulièrement malaisé de dire si des difficultés sérieuses risquent de surgir en ce qui concerne la part des portefeuilles bancaires liée à ces transactions et quelles pourront être leurs conséquences pour le système bancaire. Les OEL ne constituent absolument pas un ensemble homogène, étant donné qu'elles englobent des opérations dont les caractéristiques sont sensiblement différentes sur le plan de l'importance de l'effet de levier, de la couverture, des

Portefeuille de prêts des banques commerciales américaines au milieu de 1989 ¹			
Rubrique	En milliards de dollars EU	En % du total des prêts	En % des fonds propres
Commerce et industrie	609	31	295
Immobilier ²	720	36	349
<i>dont:</i>			
<i>Commerce et construction</i>	345	17	167
<i>A usage agricole et d'habitation</i>	375	19	182
Particuliers	376	19	182
Divers	284	14	138
Total	1.989	100	964
<i>Pour mémoire:</i>			
<i>Opérations à effet de levier³</i>	60	3	29
<i>Pays en développement</i>	71	4	34

¹ Etablissements aux Etats-Unis et à l'étranger des banques commerciales américaines. A l'exclusion des succursales et agences des banques étrangères aux Etats-Unis. ² La ventilation des prêts immobiliers en sous-catégories revêt un caractère approximatif. ³ Estimations sommaires concernant uniquement les encours de crédits et non les engagements de prêts. Elles sont établies à partir de données de diverses sources officielles et officieuses.

Sources: Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve fédérale et estimations BRI.

structures de financement et de la sensibilité à l'affaiblissement de la conjoncture. Si l'on peut penser que l'engagement du système bancaire va diminuer, il n'est cependant pas facile, en raison des incertitudes d'ordre juridique, d'en apprécier la répartition entre banques ni d'évaluer les valeurs de liquidation éventuelles. La pratique des cessions de prêts a probablement favorisé la diffusion du risque dans le secteur financier. En même temps, toutefois, il se peut qu'elle crée ultérieurement des problèmes dans des périodes plus difficiles, qui exigeront peut-être la renégociation des transactions. En raison des signes de ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis et d'autres causes de sensibilité potentielle des portefeuilles des banques à l'évolution de la conjoncture, y compris dans le domaine de l'immobilier d'entreprise, l'attention consacrée à la participation des banques aux OEL paraît justifiée (voir tableau ci-dessus). Les autorités de contrôle ont réagi en renforçant leurs efforts de surveillance et de coordination, sous la forme notamment de l'adoption d'une définition commune des OEL, en octobre 1989, par les trois principaux organes de contrôle bancaire des Etats-Unis.

Il est difficile d'obtenir des informations sur la participation des banques non américaines dans les OEL, et les indications recueillies demeurent incomplètes. Même si les banques japonaises ont joué un rôle particulièrement actif dans le financement de telles opérations aux Etats-Unis, une seule grande banque a publié des données chiffrées lorsque ses actions ont été cotées pour la première fois à la Bourse de New York en septembre 1989. Son engagement est apparu sensiblement inférieur à celui des grandes banques américaines correspondantes. Les autorités

... appelle
une réaction
des autorités
de contrôle

japonaises ont toutefois exprimé leurs préoccupations au sujet de la participation des banques de leur pays, surtout pour les établissements de moindre importance. Les estimations sur les prêts des banques britanniques à des entreprises lourdement endettées sont, elles aussi, légèrement moins élevées. Pour cinq des plus gros prêteurs, l'engagement total en 1989 au titre des OEL se situait à plus de £10 milliards, et en tout cas bien au-dessous de 100% du niveau des fonds propres. Dans un cas au moins, cependant, le fait que certaines des entreprises restructurées dans le cadre de REE aient été déclarées en règlement judiciaire a attiré l'attention sur l'engagement de la banque créancière. Les autorités de contrôle n'ont guère exprimé leur préoccupation, mais il semblerait qu'elles surveillent étroitement la participation aux OEL.

Réglementation et surveillance prudentielles

Au cours de la période sous revue, un certain nombre d'initiatives ont été prises en vue d'améliorer le cadre prudentiel de la réglementation et de la surveillance de l'activité des marchés des capitaux. Ainsi, aux Etats-Unis, la restructuration de la réglementation relative aux caisses d'épargne a marqué la réaction des autorités à une crise spécifique. D'une manière plus générale, les barrières géographiques et la délimitation entre les différentes activités continuant de s'estomper à l'échelle mondiale, les efforts mis en œuvre ont répondu à la nécessité d'adapter les dispositions prudentielles à l'évolution rapide des structures des marchés financiers. Deux exemples importants sont à mentionner à cet égard: les travaux sur la définition du cadre du marché unique européen en matière de services financiers et ceux sur la coordination des normes de fonds propres pour les opérations sur titres.

Réforme de l'activité des caisses d'épargne aux Etats-Unis

En août 1989, le Congrès américain a adopté la loi sur la réforme et le redressement des établissements financiers («Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act»), afin de résoudre les problèmes rencontrés depuis longtemps déjà par les caisses d'épargne (voir Rapport annuel de l'an dernier). La législation institue un nouvel organisme fédéral («Resolution Trust Corporation») chargé de la liquidation des établissements insolubles et réorganise le cadre réglementaire de l'activité. Cette restructuration comporte un certain nombre de mesures: transfert des pouvoirs de réglementation assumés jusque-là par l'organisme fédéral de garantie des dépôts auprès des caisses d'épargne (FSLIC = Federal Savings and Loan Insurance Corporation) et par le Conseil bancaire fédéral du crédit au logement (FHLBB = Federal Home Loan Bank Board), dissous l'un et l'autre, respectivement à l'organisme fédéral de garantie des dépôts bancaires (FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation) et à l'organisme de surveillance des caisses d'épargne auprès du Département du Trésor («Office of Thrift Supervision at the Department of the Treasury») nouvellement

L'activité des caisses d'épargne fait l'objet d'une réforme...

créé; imposition de normes de fonds propres plus rigoureuses, se rapprochant davantage de celles des banques commerciales; et diminution de l'autonomie en matière de prêt et de placement, y compris obligation de se défaire avant le milieu de 1994 des créances de médiocre qualité. Etant donné que la loi restreint les avantages liés à la classification comme établissement d'épargne, elle contribuera à réduire fortement l'activité de ce secteur au cours des prochaines années.

Le coût de la fermeture des établissements insolubles, paiements d'intérêts compris, a été initialement estimé par l'Administration à \$166 milliards sur dix ans. Les prévisions faites par le Congrès chiffrent actuellement ce coût à \$243 milliards et peut-être beaucoup plus. Récemment, les pertes d'exploitation dans ce secteur se sont accrues, les cours des obligations à haut risque ont chuté, les marchés immobiliers ont donné de nouveaux signes de faiblesse, et la vente des actifs s'avère plus difficile que prévu. Selon les estimations du FDIC, entre 225 et 295 établissements devront encore être fermés, soit un volume d'actifs compris entre \$160 milliards et \$200 milliards, en plus des quelque 250 déjà placés sous le contrôle des autorités.

... alors que les estimations de coûts augmentent

Marché unique européen des services financiers

La conception du marché financier unique européen repose sur le principe de la «reconnaissance mutuelle» des lois, réglementations et pratiques nationales, sous réserve de l'harmonisation des normes de contrôle «essentielles». Ce principe définit le cadre des activités financières transfrontières et fixe ainsi le champ de la concurrence autorisée, non seulement pour la prestation de services financiers, mais également entre les dispositions réglementaires nationales. Il constitue la base d'un certain nombre de directives spécifiques, actuellement à des stades d'élaboration différents, qui déterminent la configuration précise du marché unique.

La deuxième Directive bancaire, qui délimite le cadre du contrôle bancaire, a finalement été adoptée en décembre 1989. Les pays devront s'y conformer d'ici le 1er janvier 1993 au plus tard. Elle recense une vaste gamme d'activités autorisées aux banques («établissements de crédit»), qui comprennent les opérations sur titres et correspondent en gros au concept de banque universelle. Les banques agréées dans l'un ou l'autre des Etats membres peuvent entreprendre les activités autorisées soit directement, soit en ouvrant librement des succursales dans l'ensemble de la Communauté («passeport unique»), en se conformant seulement aux réglementations du pays d'origine («contrôle du pays d'origine»). Les normes minimales d'agrément prévoient une exigence de capital initial (écus 5 millions) et l'obligation d'informer les autorités du pays délivrant l'agrément de l'identité des actionnaires disposant d'un degré de contrôle notable (c'est-à-dire de participations «qualifiées»), de manière à permettre de refuser ou de retirer l'agrément si ces dernières sont jugées inadéquates.

La deuxième Directive bancaire est adoptée ...

La directive ne fixe pas de limites à la participation des sociétés non financières dans le capital des banques. En revanche, les participations

«qualifiées» des banques dans des sociétés non financières sont limitées, individuellement et globalement, à 15% et 60% respectivement de leurs fonds propres. Ces limites ne s'appliquent pas cependant à l'activité d'assurance. Afin de faciliter la transition pour un certain nombre de banques, en particulier en Allemagne, une période de grâce de dix ans est prévue.

Le projet de directive initial avait suscité beaucoup d'inquiétude au sein des pays non membres de la CE. La clause de réciprocité qui y figurait était considérée comme conférant à la Commission le pouvoir de suspendre l'agrément de filiales à l'étranger ou l'acquisition de participations dans les banques de la CE s'il s'avérait que ces dernières ne bénéficiaient pas d'un «traitement réciproque» dans les pays non membres concernés, c'est-à-dire, en fait, qu'elles n'étaient pas autorisées à entreprendre toutes les activités permises dans la Communauté. Les craintes de restriction d'accès aux marchés de la CE étaient particulièrement vives dans les pays où les opérations bancaires commerciales et l'activité d'investissement sont largement dissociées, comme aux Etats-Unis et au Japon. Le texte définitif a cependant contribué à les dissiper. A présent, le principal critère est le «traitement national», c'est-à-dire l'absence de discrimination dans le pays tiers entre établissements nationaux et établissements étrangers. S'il est estimé qu'une discrimination existe, seul le Conseil des ministres peut se prononcer sur les sanctions à appliquer. Celles-ci prennent la forme d'une suspension des décisions d'autorisation pouvant aller jusqu'à trois mois, avec une possibilité de prorogation. S'il s'avère que le «traitement national» est assuré mais que le pays tiers est néanmoins considéré comme n'offrant pas un «accès effectif aux marchés» comparable à celui qu'accorde la Communauté aux établissements hors CE, la Commission peut requérir un mandat du Conseil en vue d'entamer des négociations destinées à remédier à cette situation, mais aucune sanction ne peut être prise. Ces dispositions ne sont pas applicables de manière rétroactive.

... et les normes de fonds propres des banques sont harmonisées

L'harmonisation minimale des normes de fonds propres des banques est définie dans deux directives distinctes: la Directive sur les fonds propres et la Directive sur le ratio de solvabilité, adoptées respectivement en avril et décembre 1989. Hormis certaines différences mineures, les normes de fonds propres sont conformes à celles qui ont été arrêtées en 1988 pour les banques internationales par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

Les deux directives régissant les activités des établissements de courtage non bancaires en sont encore au stade préliminaire de la procédure. Le projet de directive sur les services en matière d'investissement est fondé sur le passeport unique CE et sur les principes du contrôle par le pays d'origine, même si les règles de conduite de l'activité sont essentiellement placées sous la responsabilité des autorités de contrôle du pays d'accueil. Une proposition de la Commission en vue d'une directive sur le niveau adéquat des fonds propres des sociétés d'investissement présente une définition commune et un ensemble de normes minimales à cet égard. Cette proposition couvre le risque de position des banques ainsi que des établissements non bancaires.

Surveillance des maisons de courtage et du risque de position des banques

Des travaux sur l'harmonisation internationale des normes de fonds propres applicables aux maisons de courtage sont également effectués par le Comité technique de l'organisation internationale des commissions des valeurs mobilières (IOSCO = International Organisation of Securities Commissions); ce comité, créé en 1987, réunit des représentants des autorités de surveillance des opérations sur titres sur les principaux marchés. Lors de l'Assemblée annuelle de cette organisation, en septembre 1989, un accord s'était esquissé sur un cadre conceptuel commun en vue d'un système analogue à ceux déjà utilisés aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et, depuis avril 1990, au Japon. Ce dispositif a rencontré des oppositions, en particulier en Allemagne, car il ne peut être appliqué aux banques universelles, qui regroupent, dans le cadre d'un même établissement, les opérations sur titres et l'activité bancaire et sont donc soumises à des normes bancaires de fonds propres assez différentes.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a examiné les possibilités d'extension de l'accord de Bâle sur les normes minimales de fonds propres, de manière à couvrir les risques de marché des banques, y compris le risque de position encouru dans le cadre de leurs opérations sur titres. Cette mesure compléterait les normes existantes, qui concernent exclusivement le risque-crédit.

Ces efforts mis en œuvre à l'échelle internationale pour aménager la réglementation ont fait ressortir les difficultés de la coordination de la surveillance des opérations sur titres effectuées par les banques et par les établissements non bancaires. Un vaste consensus semble se dégager sur l'idée que ces deux types d'établissements financiers doivent être placés sur un pied d'égalité, mais, pour l'instant, aucun accord n'a été trouvé quant à la manière d'y parvenir sans remettre en cause les normes de contrôle de ces deux formes d'activité.

Les difficultés sont dues notamment à la totale opposition entre les deux approches adoptées dans le passé par les responsables de la surveillance des opérations sur titres et ceux du contrôle bancaire. Dans le cas d'une maison de courtage, la majeure partie des actifs sont négociables et, par conséquent, soumis à des fluctuations de prix observables qui provoquent des variations identiques de son actif net. Comme ces établissements doivent être en mesure de faire face rapidement aux pertes qu'ils enregistrent, les responsables de la surveillance accordent une attention particulière à la liquidité, en traitant les actifs non liquides avec une plus grande rigueur et en permettant souvent à certaines formes de financement subordonné à court terme d'être comptabilisées en tant que fonds propres. Pour les banques, en revanche, une proportion importante d'actifs, tels que les prêts, ne sont généralement pas négociables. Les responsables du contrôle bancaire ont donc eu tendance à se concentrer beaucoup moins sur la liquidité et les variations à court terme de la valeur des actifs et davantage sur la viabilité à long terme des établissements. Les positions non liquides n'ont pas été pénalisées par des normes de fonds propres plus

L'harmonisation des normes de fonds propres applicables à l'activité sur titres soulève des questions délicates:

coordination de la surveillance des opérations effectuées par les banques et les établissements non bancaires

élevées: simplement, la définition réglementaire de ces fonds propres comprend des instruments de financement d'une nature plus permanente. Même dans les pays où les banques sont autorisées à prendre une part active aux opérations sur titres, on n'a généralement pas jugé nécessaire d'appliquer un traitement spécifique à ce type d'activité. L'une des raisons en est que, au moins jusqu'à une date récente, les transactions sur titres effectuées par les grandes banques, bien qu'importantes parfois en valeur absolue, ont eu tendance à être modestes par rapport à l'ensemble de leur activité.

niveau de
consolidation

Une deuxième question ayant fait l'objet d'une attention soutenue concerne le fait de savoir si la surveillance devrait ou non s'effectuer sur une base consolidée. Lorsque les opérations sur titres ne se font pas au sein de l'établissement, le risque qui peut résulter de la non-consolidation est qu'une attention insuffisante soit apportée aux interdépendances au sein du groupe financier et qu'il y ait même des lacunes dans l'étendue de la surveillance. La défaillance récente de la plus grande maison opérant sur le marché des obligations à haut risque illustre en partie certains de ces risques. Une troisième question se pose enfin, quel que soit le cadre précis de la surveillance, au sujet de la répartition des responsabilités entre les autorités de contrôle, tant au niveau national qu'à l'échelle internationale.

et répartition
des responsabi-
lités en matière
de surveillance

V. Marchés internationaux des capitaux

Faits saillants

A l'instar du crédit, qui s'est vigoureusement développé dans la plupart des pays, et dans un contexte de déséquilibres courants amples et persistants, le volume de capitaux acheminés par les marchés bancaires et obligataires internationaux s'est fortement accru l'an dernier.

En ce qui concerne les activités bancaires, les prêts se sont concentrés encore davantage sur les pays industrialisés de la zone déclarante de la BRI. Le soutien financier des banques à la vague de fusions et acquisitions a constitué un important facteur d'expansion. Dans plusieurs pays d'Europe, la libéralisation du contrôle des changes a permis un transfert supplémentaire d'activité en faveur des marchés internationaux. Au Japon, le développement a été fortement influencé par les crédits bancaires internes octroyés par l'intermédiaire des établissements à l'étranger. Enfin, le marché bancaire international a continué d'être largement sollicité pour le financement et la couverture des acquisitions de titres étrangers. En dehors de la zone déclarante, seule l'Europe de l'Est a emprunté pour des montants importants, tandis que les créances identifiées sur les pays lourdement endettés du Tiers Monde ont nettement régressé.

Si les établissements japonais ont continué de jouer un rôle central, les opérations internationales des banques américaines ont connu un nouvel essor en 1989, après des années de quasi-stagnation, tandis qu'une croissance particulièrement vive était enregistrée en Europe continentale.

Sur le marché des titres à long terme, la caractéristique essentielle a été l'expansion considérable des émissions liées aux actions, portée par le dynamisme de la Bourse de Tokyo jusqu'à la fin de l'année. La fermeté du dollar EU ainsi que la baisse des taux d'intérêt sur cette monnaie ont également soutenu l'activité au premier semestre. Deux facteurs négatifs ont cependant marqué la seconde partie de l'année: les incertitudes croissantes en matière de taux d'intérêt, surtout pour les monnaies autres que le dollar EU, et la remise en cause de la cote de crédit de certaines entreprises emprunteuses.

La contraction a été vive dans le compartiment des titres à court terme. En partie sous l'effet de la concurrence accrue des marchés internes et des préoccupations quant à la qualité des emprunteurs, les émissions nettes d'europapier commercial n'ont représenté qu'une fraction de leur niveau antérieur.

La croissance des instruments financiers dérivés, vigoureuse depuis quelques années, s'est accélérée, surtout dans le cas des instruments à terme, options et contrats d'échange (swaps). Le présent chapitre retrace les évolutions récentes et examine certaines de leurs conséquences.

En dernier lieu, le chapitre étudie la situation de l'endettement international. Les pays lourdement endettés ne sont généralement pas parvenus, en 1989, à tirer parti des conditions économiques favorables dans les pays industriels. Leurs exportations ont eu tendance à se ralentir alors que la hausse des taux d'intérêt alourdissait encore leur charge d'intérêts. Les programmes de conversion négociés sur la base du plan Brady ont, dans certains pays, allégé les contraintes de la dette, mais les fonds officiels disponibles dans ce cadre ne suffiront peut-être pas à construire les bases permettant de restaurer pleinement la capacité d'assurer le service de la dette dans tous les pays disposés à entreprendre des réformes économiques fondamentales.

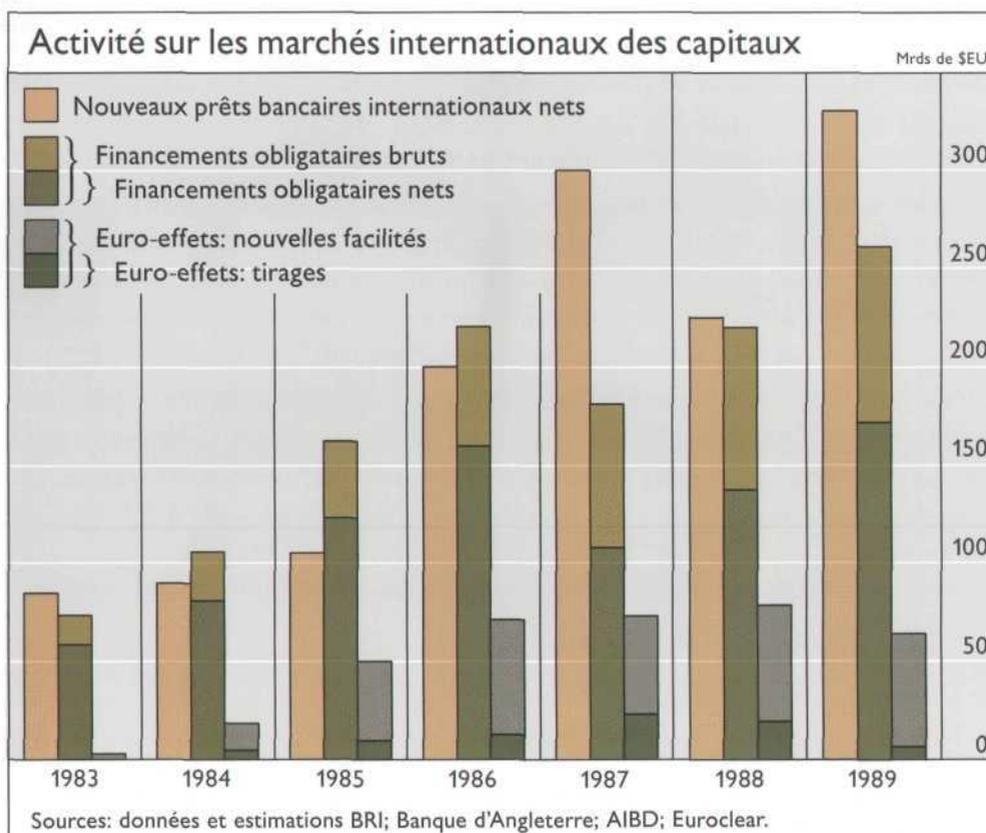
Vue d'ensemble

Expansion
marquée des
prêts finals
acheminés par
le marché
international ...

Le volume total des financements a fortement progressé l'an dernier. Après déduction des duplications d'écritures et des chevauchements entre marchés, on peut estimer que ces crédits se sont accrus de \$440 milliards, soit de 14%, pour atteindre \$3.530 milliards. Ce rythme, légèrement supérieur à la croissance moyenne des crédits internes dans les principaux pays industrialisés atteint 9% en termes corrigés de la hausse des prix aux Etats-Unis.

... bancaire ...

La plus forte contribution provient, comme à l'accoutumée, des banques internationales (\$330 milliards). Vu que ces banques ont continué d'être très actives en qualité d'emprunteurs et d'investisseurs sur les marchés des titres, ce chiffre comprend quelque \$70 milliards qui font double emploi avec l'activité obligataire. Il ne reflète pas directement, en revanche,



Prêts nets sur les marchés internationaux (estimations)							
	Montants à fin 1984	Variations ¹					Montants à fin 1989
		1985	1986	1987	1988	1989	
en milliards de dollars EU							
Créances extérieures des banques déclarantes ²	2.165,6	232,1	510,8	596,8	424,9	590,6	5.030,7
Créances internes en devises moins duplications d'écritures d'opérations interbancaires	464,3	63,4	147,7	162,8	75,5	113,1	1.132,9
A = Prêts bancaires internationaux nets ³	1.344,9	190,5	458,5	459,6	275,4	373,7	3.523,6
B = Tirages nets d'euro-effets	1.285,0	105,0	200,0	300,0	225,0	330,0	2.640,0
C = Financement obligataire net	5,0	10,0	13,0	23,4	19,5	6,9	79,2
D = (A + B + C) = Total des financements moins duplications d'écritures ⁴	1.619,9	161,9	220,5	181,1	220,1	261,1	
E = Financements internationaux nets	38,9	38,9	60,9	73,3	82,9	89,5	
D = (A + B + C) = Total des financements moins duplications d'écritures ⁴	390,0	123,0	159,7	107,8	137,1	171,6	1.252,3
D = (A + B + C) = Total des financements moins duplications d'écritures ⁴	1.680,0	238,0	372,7	431,2	381,6	508,5	3.971,5
E = Financements internationaux nets	90,0	58,0	82,7	51,2	66,6	68,5	441,5
E = Financements internationaux nets	1.590,0	180,0	290,0	380,0	315,0	440,0	3.530,0

¹ Les flux bancaires en monnaies autres que le dollar sont convertis aux taux de change de fin de trimestre et les obligations hors dollar aux taux en vigueur aux dates d'annonce. Les chiffres sur les montants sont convertis aux taux de change courants. ² Banques situées dans les pays du Groupe des Dix plus le Luxembourg, en Autriche, au Danemark, en Espagne, en Finlande, en Irlande, en Norvège, aux Antilles néerlandaises, aux Bahamas, à Bahreïn, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, ainsi que succursales des banques américaines au Panama. ³ En plus des créances externes directes sur les utilisateurs finals, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, les créances sur les banques sises hors zone déclarante, étant admis que ces banques «périphériques» n'empruntent généralement pas auprès des banques de la zone pour redéposer auprès de ces dernières; deuxièmement, les créances sur les banques de la zone déclarante, dans la mesure où ces banques convertissent les fonds en monnaie nationale et/ou les utilisent pour octroyer directement des prêts en devises à la clientèle nationale; troisièmement, une grande partie des créances libellées dans la monnaie de la banque cliente, par exemple, les créances en dollars de banques londoniennes sur les banques situées aux Etats-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins internes et non pour les reprêter à l'étranger. ⁴ Obligations internationales émises et souscrites par les banques déclarantes et déjà prises en compte, directement ou indirectement, dans leurs créances internationales.

les facilités de crédit consortiales annoncées, qui totalisent \$152 milliards, soit un accroissement record (plus de 50%), et sont liées à la vague de fusions et acquisitions, principalement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Le volume d'obligations émises en 1989 s'est élevé à \$261 milliards, nouveau sommet. Malgré le ralentissement des retraits anticipés dû à la hausse des taux d'intérêt, le total des amortissements a encore progressé et atteint \$90 milliards, les émissions venant en remboursement ayant été plus nombreuses. Les emprunts obligataires effectifs s'inscrivent à \$172 milliards, soit 7,5% de plus que le précédent record datant de 1986. Les émissions liées aux actions sont à l'origine de près de 45% de cette expansion, ce qui est une nouveauté. Sur le marché des titres à court terme, en revanche, les tirages nets d'euro-effets régressent vivement, à \$7 milliards après \$23 milliards en 1987 et près de \$20 milliards en 1988.

... et obligataire

Vif essor des
émissions liées
aux actions

Le secteur bancaire international

Evolution des agrégats globaux

Après s'être faiblement ralentie en 1988, la croissance des agrégats bancaires internationaux s'est accélérée l'an dernier, sans toutefois atteindre le rythme élevé de 1987. Les créances externes en toutes monnaies et locales

en devises des banques déclarantes se sont accrues de \$704 milliards, soit de 13%, et atteignent \$6.164 milliards – total qui sous-estime quelque peu la réalité en l'absence de données sur l'activité des banques italiennes.

Concentration encore plus grande des nouveaux prêts sur la zone déclarante

Encore davantage que par le passé, les prêts ont été octroyés à l'intérieur de la zone déclarante. L'expansion des crédits intra-zone, en termes nets des duplications d'écritures, peut être estimée à quelque \$320 milliards, dont \$184 milliards directement concédés au secteur non bancaire. Pour la première fois, les créances sur les pays hors zone ont fléchi légèrement. Le poste «Non attribué», qui comporte certains portefeuilles de titres et les créances sur les institutions internationales, s'est accru de \$12 milliards.

Rôle majeur des pays hors zone comme fournisseurs nets de fonds

Le passif des bilans, en revanche, présente des caractéristiques différentes, les engagements envers les pays hors zone ayant progressé de \$51 milliards. Etant donné que les créances bancaires sur ces pays se sont contractées, ces derniers sont devenus en 1989 d'importants fournisseurs nets de ressources aux banques déclarantes. Toutefois, le recul de \$52 milliards de la position créditrice nette des banques donne une idée quelque

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale					
	Variations, hors incidence des fluctuations de change				Montants à fin 1989
	1986	1987	1988	1989	
en milliards de dollars EU					
Créances sur les pays hors zone	14,4	10,9	7,5	-1,0	719,3
Créances internationales intra-zone	631,3	736,5	491,2	692,7	5.318,7
<i>dont: Créances externes</i>	483,6	573,7	415,7	579,6	4.185,8
<i>Créances internes en devises</i>	147,7	162,8	75,5	113,1	1.132,9
<i>dont: Créances sur le secteur non bancaire</i>	108,7	177,7	128,9	183,8	1.255,3
<i>Utilisation par les banques de fonds internationaux pour des prêts internes</i>	64,2	99,2	86,8	135,3	539,8
<i>Duplications d'écritures d'opérations interbancaires</i>	458,5	459,6	275,4	373,7	3.523,6
Non attribué	12,7	12,2	1,8	11,9	125,6
Total brut des avoirs bancaires internationaux	658,5	759,6	500,4	703,7	6.163,6
Crédit bancaire international net (emplois/origines, estimations)	200,0	300,0	225,0	330,0	2.640,0
Engagements envers les pays hors zone	-1,6	48,5	40,3	50,5	565,6
Engagements internationaux intra-zone	618,6	722,3	478,0	600,7	5.230,3
<i>dont: Engagements externes</i>	505,7	603,0	443,8	517,7	4.350,6
<i>Engagements internes en devises</i>	112,9	119,3	34,2	83,0	879,7
<i>dont: Engagements envers le secteur non bancaire</i>	89,1	70,4	66,1	96,4	787,7
<i>Apport par les banques de fonds internes pour des prêts internationaux*</i>	81,5	147,5	85,1	138,5	1.022,0
<i>Duplications d'écritures d'opérations interbancaires</i>	447,9	504,4	326,8	365,8	3.420,6
Non attribué	31,0	33,6	33,5	44,6	264,7
Total brut des engagements bancaires internationaux	647,9	804,4	551,8	695,8	6.060,6

* Y compris les fonds fiduciaires acheminés par l'intermédiaire des banques situées en Suisse et les dépôts des autorités monétaires.

peu exagérée de l'apport effectif des pays hors zone, puisqu'il inclut les annulations, cessions et conversions de créances concernant les pays en développement lourdement endettés. Les engagements envers les résidents de la zone se sont accrus de \$600 milliards, ou d'un montant estimé de \$235 milliards en termes nets des duplications d'écritures. On peut en outre probablement imputer à la zone elle-même la majeure partie de l'augmentation du poste «Non attribué» (\$45 milliards), qui comprend essentiellement les titres internationaux émis par les banques pour leur propre compte et leurs engagements envers les institutions internationales.

Comme de coutume, l'expansion de la position brute des banques vis-à-vis de la zone déclarante est principalement attribuable à l'interbancaire, qui représente près des trois quarts des prêts intra-zone, soit \$509 milliards, dont \$472 milliards sous forme d'opérations transfrontières. Les banques japonaises (maisons mères et établissements à l'étranger) ont joué un rôle majeur, mais leur activité interbancaire semble s'être nettement ralentie, les transactions entre le Japon et les autres pays déclarants s'étant accrues de \$256 milliards seulement, après \$321 milliards en 1988. En Europe, en revanche, l'interbancaire s'est fortement intensifié, passant de \$39 milliards en 1988 à \$111 milliards.

En termes nets des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de mêmes fonds, on peut estimer que les banques déclarantes ont utilisé \$135 milliards aux fins de prêts locaux en monnaie nationale, les établissements du Japon et du Royaume-Uni étant les plus importants emprunteurs. Simultanément, du côté des origines, les banques ont collecté un montant estimé de \$138 milliards sur les marchés internes pour financer leurs prêts à l'étranger. Ce chiffre comprend quelque \$40 milliards acheminés vers l'euromarché par l'intermédiaire de comptes fiduciaires en Suisse ainsi que certains dépôts reçus des autorités monétaires de la zone déclarante.

Fort accroissement de l'interbancaire au sein de la zone déclarante

Evolution dans les divers centres

L'accélération de l'activité en 1989 est avant tout attribuable aux centres d'Europe, où les avoirs bancaires internationaux se sont accrus de \$314 milliards, soit plus du double de l'année précédente. Les plus fortes augmentations en devises ont été enregistrées par la France et le Royaume-Uni, avec \$50 milliards dans chaque cas, soit une progression de 21,5% et 6,2% respectivement. En France, cette vivacité particulière s'explique par la libéralisation du contrôle des changes et par une plus grande présence des banques étrangères. En Suède, les avoirs en devises se sont accrus de \$21 milliards, soit au rythme exceptionnel de 50%, sous l'effet également d'une libéralisation du contrôle des changes, et ont essentiellement pris la forme de prêts directs aux résidents non bancaires. Les banques d'Allemagne ont enregistré une croissance exceptionnelle de leurs créances externes en monnaie locale et en devises, surtout au dernier trimestre avec une forte demande étrangère d'eurodeutsche marks destinés à l'achat d'actions et obligations allemandes.

Dynamisme des centres européens

Evolution dans les divers centres

Centre/position		Variations, hors incidence des fluctuations de change						Montants à fin 1989		
		1988			1989			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	6,8	27,1	7,0	5,1	50,0	10,6	73,8	850,2	274,5
	E	24,7	37,0	-2,8	17,7	62,7	-8,3	122,1	905,8	233,0
France	A	1,4	21,8	0,5	4,3	50,1	3,5	51,0	283,4	74,1
	E	8,0	25,2	5,7	15,8	47,9	14,8	44,4	312,6	73,1
Allemagne	A	13,3	4,1	1,0	34,3	20,0	0,2	188,1	80,4	4,4
	E	8,0	0,6	0,6	12,1	13,1	1,3	96,7	63,0	6,7
Luxembourg	A	0,0	19,5	-0,2	0,2	36,3	4,4	3,3	225,7	39,3
	E	0,3	14,5	4,8	0,7	34,2	6,5	3,7	206,7	49,2
Belgique	A	0,7	0,6	0,8	0,5	19,3	1,8	10,1	151,9	46,8
	E	1,9	2,0	1,4	1,8	15,8	5,8	17,5	168,1	35,7
Pays-Bas	A	1,5	13,6	3,3	7,0	19,0	5,3	32,0	118,6	22,9
	E	-0,7	12,8	3,6	2,8	10,4	7,3	23,1	105,5	27,4
Suisse	A	-1,3	1,2	0,8	-5,7	-0,3	3,6	58,4	65,1	19,4
	E	-0,6	4,4	-0,3	3,8	6,1	2,1	24,3	65,2	19,9
Suède	A	-0,4	0,9	6,5	1,6	4,4	16,6	3,4	17,6	47,0
	E	1,0	9,5	0,0	0,2	18,4	0,7	4,1	59,2	7,5
Autres pays européens	A	0,9	4,6	15,7	3,0	8,7	10,2	27,0	163,5	104,1
	E	3,9	20,0	3,9	2,2	21,1	2,8	29,1	261,0	35,9
Total des pays européens déclarants	A	22,9	93,4	35,4	50,3	207,5	56,2	447,1	1.956,4	632,5
	E	46,5	126,0	16,9	57,1	229,7	33,0	365,0	2.147,1	488,4
Japon: JOM	A	61,4	77,1	25,4	69,0	46,0	26,0	183,0	246,0	67,0
	E	52,9	82,9	9,0	19,7	38,0	35,0	117,0	254,0	60,0
Autres	A	0,5	27,7	14,3	4,0	33,5	29,3	189,7	223,3	408,1
	E	-6,4	60,6	8,1	36,5	46,6	13,9	174,4	334,3	321,0
Etats-Unis: IBF	A	20,8	19,4	0,0	28,9	-0,5	0,0	289,6	53,3	0,0
	E	20,9	18,8	0,0	48,4	-1,8	0,0	334,0	55,5	0,0
Autres	A	10,4	0,1	0,0	14,2	2,4	0,0	244,6	11,8	0,0
	E	21,6	3,0	0,0	12,3	-0,6	0,0	246,6	11,1	0,0
Canada	A	-2,0	-4,5	0,4	0,4	1,8	1,6	4,2	46,0	25,3
	E	-0,9	-2,3	0,3	2,1	0,1	1,1	9,3	64,4	10,4
Centres d'Asie	A	1,1 ¹	87,6 ²	..	-1,1 ¹	117,5 ²	..	4,7 ¹	693,0 ²	..
	E	3,4 ¹	77,2 ²	..	4,0 ¹	109,2 ²	..	10,6 ¹	638,5 ²	..
Centres des Caraïbes	A	..	9,0	..	..	16,6	..	..	438,1	..
	E	..	13,5	..	..	11,6	..	..	419,0	..
Total	A	115,2	309,8	75,5	165,7	424,9	113,1	1.362,8	3.668,0	1.132,9
	E	138,0	379,6	34,2	180,0	432,8	83,0	1.256,9	3.923,9	879,7

Remarque: A = avoirs; E = engagements.

¹ Hong Kong uniquement. ² Dont Bahreïn.

Les banques britanniques ont importé des volumes nets élevés (\$25 milliards), en grande partie pour financer les fusions et acquisitions au Royaume-Uni. En Suisse également, avec un fort resserrement du crédit durant l'année écoulée, les banques ont inversé la pratique antérieure à 1988 et emprunté à l'étranger des montants nets substantiels (\$16 milliards) qui se sont ajoutés à l'excédent des paiements courants pour compenser les importantes sorties de capitaux du secteur non bancaire. Les banques d'Allemagne et des Pays-Bas ont approvisionné les marchés internationaux pour des volumes importants, et leur position créditrice extérieure nette a progressé de \$29 milliards et de près de \$13 milliards respectivement.

Comme par le passé, les banques du Japon ont enregistré la plus forte expansion (\$208 milliards) des avoirs internationaux, à un rythme (19%) cependant très inférieur à celui de 1988. En outre, une vive croissance des avoirs extérieurs (\$116 milliards, soit 20%) a été enregistrée pour les banques situées en Asie, où les établissements japonais jouent un rôle de premier plan.

Au Japon, la situation est très différenciée. Dans le compartiment du yen, les banques ont renforcé de \$49 milliards, soit de près de 300%, leur position créditrice extérieure nette sur le marché extra-territorial (Japan Offshore Market, JOM), tout en important simultanément \$33 milliards en termes nets par l'intermédiaire de leurs comptes territoriaux. Le contraste se retrouve pour les opérations en devises: les banques ont prêté \$8 milliards nets aux non-résidents par le biais du JOM, mais ont emprunté \$13 milliards par la voie des comptes traditionnels. Cette situation résulte dans une certaine mesure de l'assouplissement de la réglementation interne qui a permis aux banques du Japon de devenir prêteurs nets au JOM. Deux facteurs y ont contribué: premièrement, afin de contourner l'encadrement du crédit, les banques japonaises ont octroyé un important volume de prêts internes par le truchement de leurs établissements à l'étranger, qui se sont refinancés sur le JOM; deuxièmement, étant donné l'interdiction des emprunts directs sur le JOM et malgré une nouvelle libéralisation du marché monétaire national en novembre 1988, un montant substantiel de transactions interbancaires internes a continué de transiter, via le JOM, par les établissements étrangers des banques japonaises.

L'expansion des positions internationales des banques situées aux Etats-Unis s'est ralentie. Leurs avoirs et engagements en devises, en particulier, qui avaient progressé de quelque 40% en 1988, sont demeurés quasiment inchangés. Comme dans le passé, elles ont importé des capitaux pour des volumes nets substantiels (\$13 milliards).

Activité directe des banques déclarantes avec le secteur non bancaire intra-zone

Cette activité s'est fortement accélérée l'an dernier. Du côté des emplois, les créances en toutes monnaies et locales en devises se sont accrues de \$184 milliards, soit de 17%, les principaux emprunteurs étant les résidents du Japon, du Royaume-Uni et des Etats-Unis (voir tableau de la page 146).

Les banques du Royaume-Uni et de Suisse empruntent à l'étranger pour un volume net substantiel

L'activité des banques du Japon se développe à un rythme toujours rapide

Interaction entre le JOM et les comptes territoriaux

Nette augmentation des prêts directs au secteur non bancaire au Japon, au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ...

L'expansion des crédits transfrontières à la clientèle japonaise a été particulièrement vive (\$29 milliards, soit 53%), alors que les prêts locaux en devises (\$11 milliards) se sont grandement ralentis, en partie sous l'effet d'une réduction des opérations de couverture des acquisitions de titres étrangers par la clientèle japonaise. Les prêts aux résidents du Royaume-Uni et des Etats-Unis (\$38 milliards et \$22 milliards respectivement) ont été liés dans une large mesure aux fusions et acquisitions.

... et dans certains pays d'Europe continentale

Le secteur non bancaire a également bénéficié de crédits importants en Suède (\$18 milliards), aux Pays-Bas (\$12 milliards) et en Italie (\$11 milliards). Dans le cas de la Suède et de l'Italie, les emprunts substantiels, surtout en devises, ont été favorisés par la levée du contrôle des changes, le niveau élevé des taux d'intérêt internes et l'absence de préoccupations sérieuses liées aux taux de change pendant la majeure partie de l'année. Les chiffres relatifs à l'Italie ne comprennent que les prêts transfrontières; les données sur les crédits locaux en devises ne sont pas encore disponibles pour 1989. Quant aux Pays-Bas, comparables en cela au Royaume-Uni, de nombreuses sociétés financières de groupes internationaux y ont leur siège.

Forte expansion des dépôts non bancaires malgré d'amples retraits des Etats-Unis

Du côté des origines, les dépôts reçus du secteur non bancaire de la zone déclarante se sont élevés à \$96 milliards, soit une expansion de 14%, qui aurait été encore plus grande sans des retraits massifs des résidents américains (\$28 milliards), jusqu'à présent importants fournisseurs de capitaux. Ce renversement traduit la réduction de l'écart d'intérêt entre le marché interne et l'euromarché, en particulier entre les taux des bons du Trésor américain et le LIBOR. Si l'on ajoute les emprunts importants de la clientèle américaine, les fonds obtenus par cette dernière auprès des banques étrangères approchent en termes nets les \$50 milliards (contre seulement \$6 milliards en 1988), ce qui, avec les \$13 milliards importés par les banques, peut aider à expliquer la fermeté du dollar durant la majeure partie de l'année.

Divers facteurs expliquent le rapide accroissement des dépôts non bancaires d'Allemagne, de Suisse ...

Le net accroissement des dépôts extérieurs non bancaires de plusieurs pays d'Europe est attribuable à divers facteurs: la rigidité des marchés monétaires internes, les anticipations de taux de change, l'assouplissement du contrôle des changes et l'incidence de la fiscalité.

... et d'autres pays d'Europe

En Allemagne et en Suisse, le resserrement monétaire a affecté rapidement les taux du deutsche mark et du franc suisse sur l'euromarché, mais avec un certain décalage sur le marché interne. A ce facteur s'est ajouté en Allemagne, au premier semestre de 1989, le désir de se reporter sur l'euro-marché pour échapper à la retenue à la source; il en est résulté une accumulation de \$23 milliards de dépôts allemands auprès des banques à l'étranger. De la même façon, le secteur non bancaire suisse a renforcé de \$8 milliards ses dépôts internationaux, tandis que \$15 milliards supplémentaires étaient transférés à l'étranger par l'intermédiaire des comptes fiduciaires. Aux Pays-Bas, une nouvelle réglementation des déclarations fiscales mise en place à la fin de 1988 peut expliquer l'apport massif de dépôts sur le marché international (\$16 milliards, dont \$10 milliards auprès des banques à l'étranger). La libéralisation du contrôle des changes a permis aux résidents non bancaires de France d'accroître de \$14 milliards (ou de 59%)

Activité directe des banques déclarantes avec le secteur non bancaire intra-zone											
Position vis-à-vis du secteur non bancaire		Variations, hors incidence des fluctuations de change								Montants à fin 1989	
		Position externe				Position locale en devises				Position externe	Position locale en devises
		1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989		
en milliards de dollars EU											
Royaume-Uni	A	7,0	0,9	5,5	8,0	11,1	14,4	12,2	29,7	39,1	117,6
	E	3,8	3,8	1,5	6,3	10,1	11,1	4,9	12,8	35,3	71,2
Italie	A	-0,4	1,1	5,3	11,2	3,0	6,5	6,5	..	44,1	33,9
	E	-0,1	1,1	-0,1	1,7	0,1	-0,4	0,9	..	8,2	2,4
Allemagne	A	-3,5	5,7	6,0	1,0	0,0	0,5	0,8	-0,2	67,7	2,8
	E	16,9	4,6	5,8	23,2	0,9	0,9	0,2	1,1	74,2	5,1
Suède	A	0,0	0,7	-1,1	2,4	0,7	5,1	7,8	15,8	12,4	43,3
	E	0,4	0,5	0,5	0,6	0,2	0,7	1,7	-0,3	3,2	4,1
Belgique-Luxembourg	A	0,5	1,4	1,0	2,9	2,3	2,3	0,3	2,9	21,4	32,7
	E	3,1	-0,8	1,6	5,2	1,9	3,9	6,2	8,8	24,5	31,4
Pays-Bas	A	2,9	4,9	7,2	8,0	1,6	0,2	3,0	4,1	34,5	15,2
	E	2,7	4,1	10,4	9,9	1,5	1,0	2,9	6,5	43,1	19,7
France	A	-1,9	-1,3	-0,6	1,8	-0,6	7,9	-1,6	0,1	20,6	18,9
	E	1,8	1,6	0,9	4,4	0,8	1,3	4,1	9,3	17,5	19,4
Suisse	A	1,8	0,4	1,1	3,7	2,0	0,4	0,5	2,3	18,3	10,8
	E	-0,4	3,2	1,4	6,0	1,5	1,3	0,3	2,1	40,5	11,1
Autres pays européens	A	-0,9	2,7	2,3	3,4	1,6	7,9	6,9	8,2	70,9	42,8
	E	1,8	0,9	1,4	3,4	0,0	0,1	0,8	2,7	18,7	9,3
Total des pays européens déclarants	A	5,1	16,5	26,7	42,4	21,7	45,2	36,4	62,9	329,0	318,0
	E	30,0	19,0	23,4	60,7	17,0	19,9	22,0	43,0	265,2	173,7
Japon	A	4,6	26,8	14,9	29,2	47,6	56,7	31,6	11,4	84,5	214,3
	E	2,2	0,6	1,4	10,1	..	..	..	..	18,3	..
Etats-Unis	A	20,3	27,2	15,6	21,6	0,0	0,0	0,0	0,0	179,4	0,0
	E	26,4	22,8	9,8	-27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	203,8	0,0
Canada	A	2,1	2,7	-1,2	3,7	-0,9	-1,7	0,3	1,6	22,6	23,1
	E	1,5	-0,5	0,0	-0,3	0,3	0,6	0,3	1,3	11,4	8,3
Centres d'Asie ¹	A	1,1	-1,5	1,1	1,8	..	..	..	..	13,8	..
	E	2,2	1,5	4,0	6,4	..	..	..	..	31,0	..
Centres des Caraïbes et autres ²	A	7,1	5,7	3,5	9,3	..	..	..	..	70,6	..
	E	9,5	6,6	5,3	3,0	..	..	..	..	76,0	..
Total	A	40,3	77,4	60,6	107,9	68,4	100,3	68,3	75,9	699,9	555,4
	E	71,8	50,0	43,9	52,2	17,3	20,4	22,2	44,2	605,7	182,0

Remarque: A=avoirs; E=engagements.
¹ Dont Bahreïn. ² Comprend les centres extra-territoriaux non déclarants suivants: Antilles britanniques, Barbade, Bermudes, Liban, Libéria et Vanuatu.

leurs avoirs internationaux. Au Royaume-Uni, le secteur non bancaire, essentiellement institutions financières, a apporté \$19 milliards au marché international, principalement sous forme de dépôts en devises auprès des banques de Londres. Il convient de noter particulièrement une expansion de \$10 milliards (123%) des avoirs du secteur non bancaire japonais auprès des banques à l'étranger, qui résulte cependant en grande partie d'accords

de prise en pension conclus avec des institutions financières américaines, dénoués par la suite. On ne dispose d'aucun chiffre sur les dépôts en devises des résidents japonais auprès des banques de leur pays.

Evolution de l'activité avec les pays extérieurs à la zone

La légère contraction (\$1 milliard) des créances bancaires sur les pays extérieurs à la zone résulte en fait de mouvements d'assez grande ampleur qui se sont compensés. S'agissant des emplois, un volume substantiel de crédits a été accordé à l'Europe de l'Est (\$9,5 milliards) et, dans une moindre mesure, aux pays de l'OPEP et aux pays développés hors zone (\$4,1 milliards et \$3,2 milliards respectivement), tandis qu'on enregistre une régression des encours (\$17,7 milliards) pour les pays en développement hors OPEP (voir tableau de la page 148). Du côté des origines, les dépôts des pays hors zone (\$50,5 milliards) proviennent pour près de la moitié des pays en développement hors OPEP; les pays développés ont apporté \$15,5 milliards et les membres de l'OPEP \$11,2 milliards.

Nouvelle contraction des créances déclarées sur l'Amérique latine

Parmi les pays en développement, les créances sur l'Amérique latine se sont contractées de \$15,2 milliards, soit de 7%, en raison essentiellement des programmes de conversion de dette et des cessions et annulations de créances. Les baisses les plus fortes ont été enregistrées à l'égard du Brésil (\$5 milliards) et de l'Argentine (\$4,9 milliards), malgré les importants arriérés d'intérêts accumulés par ces deux pays et leur décision de suspendre les programmes officiels de conversion de dette. Simultanément, leurs résidents non bancaires ont renforcé leurs dépôts auprès des banques déclarantes (\$1,5 milliard et \$1,8 milliard respectivement), ce qui indiquerait une accélération de la fuite des capitaux.

Dans les autres pays d'Amérique latine, les créances déclarées ont nettement régressé à l'égard du Mexique (\$2,1 milliards) et du Chili (\$1,8 milliard), pays qui ont résolument poursuivi en 1989 leur stratégie de réduction de l'endettement. Dans le même temps, le Chili a accru ses dépôts de \$1,2 milliard, ramenant ainsi à seulement \$3,5 milliards sa position débitrice nette vis-à-vis des banques déclarantes. A l'inverse, le Mexique a prélevé \$2,6 milliards sur ses dépôts.

Certains grands pays d'Asie réduisent ou annulent leur position débitrice nette

En Asie, les créances sur la Chine, principal emprunteur de ce groupe en 1988 (\$7,2 milliards), sont en recul (\$0,6 milliard), après la suspension temporaire des crédits bancaires liée à l'agitation politique. La Chine a en outre ajouté \$1,3 milliard à ses dépôts et se trouve maintenant créateur net vis-à-vis des banques déclarantes (\$0,4 milliard). Les créances sur les Philippines se sont contractées une nouvelle fois (\$2,3 milliards, soit près de 20%), tandis que ses dépôts ont augmenté de \$1,3 milliard. La Malaisie, qui avait remboursé \$4,6 milliards au cours des quatre années précédentes, a continué de réduire son endettement bancaire (\$0,5 milliard) tout en renforçant ses dépôts (\$1,4 milliard); son endettement net auprès des banques déclarantes a ainsi été ramené à \$2,2 milliards, soit un recul de 46%. A l'opposé, la Corée du Sud a repris ses emprunts, recevant \$1,2 milliard, après avoir remboursé près de \$10 milliards au cours des trois dernières années.

Activité des banques déclarantes avec les pays extérieurs à la zone									
	Variations, hors incidence des fluctuations de change								Montants à fin 1989
	1982	1983	1984 ¹	1985	1986	1987	1988	1989	
en milliards de dollars EU									
Emprunts auprès des banques déclarantes									
Pays développés non déclarants	16,0	7,2	5,2	7,3	7,2	4,7	2,9	3,2	133,1
Europe de l'Est	- 4,6	- 1,1	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,0	9,5	97,6
OPEP ²	8,2	9,8	-2,1	0,2	0,5	2,0	5,5	4,1	133,0
PED hors OPEP	19,8	12,6	9,8	11,0	3,1	1,9	- 8,9	-17,7	355,6
<i>dont: Amérique latine³</i>	12,1	8,3	5,3	1,7	1,5	-3,9	-11,1	-15,2	200,0
Chine	- 0,6	0,4	1,4	4,9	0,7	4,8	7,2	- 0,6	22,6
Taiwan	- 0,2	- 0,5	-0,8	-0,6	4,0	8,3	- 1,7	- 0,5	15,6
Autres pays d'Asie	5,1	3,5	4,2	3,8	- 2,1	-5,5	- 1,8	1,6	81,1
Afrique	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	- 0,7	- 1,7	22,1
Moyen-Orient	1,7	0,3	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	- 0,7	- 1,4	14,3
Total des emprunts	39,4	28,5	12,8	24,1	14,4	10,9	7,5	- 1,0	719,3
<i>Pour mémoire:</i>									
Pays lourdement endettés ⁴	16,5	8,5	2,3	0,7	2,0	-5,9	-14,1	-21,4	245,2
Dépôts auprès des banques déclarantes									
Pays développés non déclarants	- 0,1	1,3	2,7	3,5	7,4	6,1	13,5	15,5	84,1
Europe de l'Est	2,0	2,7	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,0	0,7	35,4
OPEP ²	-18,2	-13,0	4,1	6,6	-22,1	19,1	11,1	11,2	187,9
PED hors OPEP	4,6	10,4	19,4	5,7	12,9	24,1	11,7	23,0	258,2
<i>dont: Amérique latine³</i>	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,7	6,7	2,8	2,4	83,4
Chine	2,9	1,3	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,1	1,3	23,0
Taiwan	1,2	2,1	5,4	6,7	14,4	6,5	- 7,9	6,6	43,8
Autres pays d'Asie	1,4	1,9	3,1	1,1	- 0,4	2,1	10,2	8,5	62,4
Afrique	- 0,8	0,2	1,0	1,4	0,0	1,6	1,5	1,5	18,0
Moyen-Orient	1,8	- 0,9	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	0,0	2,8	27,7
Total des dépôts	-11,7	1,4	30,5	18,6	- 1,6	48,5	40,3	50,5	565,6
<i>Pour mémoire:</i>									
Pays lourdement endettés ⁴	- 9,5	7,0	13,5	2,6	- 4,6	7,1	1,9	4,9	102,6

¹ A compter de 1984, les chiffres couvrent également les banques situées en Espagne, en Finlande, en Norvège, aux Antilles néerlandaises et à Bahreïn ainsi que toutes les banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour. ² Comprend, en outre, Brunei, Oman et Trinité-et-Tobago, mais non Bahreïn à partir de 1984. ³ Inclut les pays de la zone des Caraïbes qui ne sont pas classés comme centres bancaires extra-territoriaux. ⁴ Les quinze pays du plan Baker, sauf la Yougoslavie.

Les pays de l'OPEP ont également apporté des montants substantiels aux banques déclarantes, les plus importants étant l'Arabie Saoudite (\$3,2 milliards), le Koweït (\$2 milliards), l'Iran (\$1,6 milliard), le Nigeria (\$1,2 milliard) et l'Iraq (\$0,9 milliard). L'Arabie Saoudite a parallèlement été le principal emprunteur, tandis que les créances sur le Venezuela et le Nigeria ont régressé respectivement de \$1,7 milliard et \$1,6 milliard.

Les pays développés hors zone ont continué de réduire leur endettement bancaire net; les plus fortes augmentations des dépôts concernent la

Apports substantiels de capitaux des pays de l'OPEP...

... et des pays développés hors zone

Yougoslavie (\$2,4 milliards), la Turquie (\$2,2 milliards), le Portugal (\$2,1 milliards), la Grèce (\$1,9 milliard) et l'Australie (\$1,7 milliard). La Yougoslavie, la Turquie et le Portugal sont parvenus à renforcer notablement leurs réserves de change. L'Australie, la Grèce et le Portugal ont été les plus gros emprunteurs (\$2,9 milliards, \$1,2 milliard et \$0,9 milliard respectivement), alors que les créances sur la Yougoslavie et l'Afrique du Sud se sont de nouveau contractées (\$1,5 milliard et \$0,8 milliard respectivement).

Important volume d'emprunts pour les pays d'Europe de l'Est

En 1989, les pays d'Europe de l'Est ont été les principaux bénéficiaires des crédits hors zone, les plus importants étant l'Union soviétique (\$7,1 milliards), la République démocratique allemande (\$1,2 milliard), la Bulgarie (\$0,8 milliard) et la Tchécoslovaquie (\$0,7 milliard). La Roumanie, qui avait déjà effectué des remboursements très substantiels ces dernières années, a, quant à elle, réduit sa dette de \$0,5 milliard, la ramenant à seulement \$0,3 milliard; comme le pays a simultanément renforcé ses dépôts de \$0,9 milliard, les portant à \$1,7 milliard, il est devenu créancier net à l'égard des banques déclarantes.

Composition par monnaie de l'activité sur les marchés des eurodevises et de l'écu

L'accélération de l'activité bancaire internationale, l'an dernier, est en grande mesure attribuable aux opérations en devises, qu'il s'agisse des prêts ou des dépôts. Pour les banques des pays industriels déclarants (aucune répartition par monnaie n'étant disponible pour les centres extra-territoriaux), cette accélération est principalement due au dollar, au deutsche mark et au yen. L'accroissement des créances externes et locales en euro-yens, en particulier, a triplé par rapport à 1988 et dépasse légèrement (\$45 milliards) celui des avoirs en eurodeutsche marks (voir tableau de la page 150). Une forte expansion a cependant été enregistrée pour les engagements en deutsche marks (\$77 milliards). Les avoirs en eurofrancs suisses, en revanche, ont poursuivi leur régression (\$9 milliards, après \$14 milliards en 1988), ce qui reflète une modification du sentiment à l'égard du rôle international de cette monnaie. Les positions en eurolivres et en écus ont progressé à un rythme légèrement plus lent. A l'opposé, un certain nombre d'euromonnaies qui n'avaient joué qu'un rôle très limité ont pris une part bien plus importante après le démantèlement des contrôles des changes. Cela est surtout vrai pour la lire italienne et le franc français, les avoirs des banques dans ces deux monnaies croissant de 55% et 28% respectivement.

Expansion rapide sur l'euromarché des compartiments du yen, du deutsche mark ...

... et d'autres monnaies moins importantes

Le ralentissement de l'expansion des avoirs en écus, ramenée de \$24 milliards en 1988 à \$18 milliards, peut s'expliquer par l'absence de données sur l'activité des banques en Italie, qui semblent avoir été très dynamiques. Les créances directes sur le secteur non bancaire se sont étouffées de \$4 milliards, soit de 13%, beaucoup moins qu'en 1987 et 1988. A l'inverse, les engagements en écus à l'égard de ce même secteur, dont la croissance avait été modérée ces dernières années, ont progressé de \$5 milliards, ou de 43%, ce qui a considérablement élargi la base du marché.

Forte croissance des dépôts non bancaires en écus

Répartition par monnaie des positions en devises des banques déclarantes ¹											
Monnaie		Variations, hors incidence des fluctuations de change								Montants à fin 1989	
		Position externe				Position interne				Position externe	Position interne
		1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989		
en milliards de dollars EU											
Dollar EU	A	188,8	184,1	94,6	137,8	118,1	120,9	46,1	78,5	1.469,9	753,2
	E	209,7	192,4	161,4	137,4	88,1	93,8	1,6	54,1	1.675,2	579,9
Deutsche mark ²	A	0,9	31,1	31,3	29,5	4,6	20,4	8,9	14,5	341,9	128,2
	E	28,2	41,4	41,8	70,1	2,8	9,7	2,9	7,1	434,6	81,3
Yen	A	20,8	30,7	14,0	38,8	2,9	1,3	-0,5	6,0	177,4	40,4
	E	21,4	23,8	7,5	29,2	1,9	3,6	-2,7	3,2	151,8	35,6
Franc suisse ²	A	7,9	-1,5	-4,8	2,7	9,6	4,0	-8,7	-11,3	113,8	57,3
	E	17,6	10,5	-16,1	4,5	4,7	0,0	2,9	-5,9	140,1	38,2
Ecu ²	A	6,2	8,2	15,6	16,4	0,1	2,9	7,9	1,4	104,9	35,3
	E	2,2	6,1	16,8	16,8	-0,2	0,0	8,9	3,7	95,6	32,4
Livre sterling ²	A	8,5	5,2	22,8	15,7	1,8	3,1	6,5	5,0	77,1	21,9
	E	10,1	13,9	21,7	13,4	3,3	2,4	5,5	4,0	90,1	19,7
Divers	A	25,2	27,3	39,7	49,9	10,6	10,2	15,3	19,0	251,9	96,6
	E	27,4	35,1	55,8	40,6	12,3	9,8	15,1	16,8	279,0	92,6
Total	A	258,3	285,1	213,2	290,8	147,7	162,8	75,5	113,1	2.536,9	1.132,9
	E	316,6	323,2	288,9	312,0	112,9	119,3	34,2	83,0	2.866,4	879,7

Remarque: A = avoirs; E = engagements.
¹ Dans les pays industriels déclarants uniquement. ² A l'exclusion des positions des banques aux États-Unis.

Structure par nationalité des prêts bancaires internationaux

Classée par pays d'origine des banques, l'activité internationale a été caractérisée en 1989 par une répartition plus uniforme que durant les années précédentes, marquées par la place prépondérante des établissements japonais. Ceux-ci représentent encore près des deux cinquièmes de l'accroissement des avoirs et engagements, mais leur rythme d'expansion correspond approximativement à celui de l'activité globale (11,5%), et leur part des avoirs demeure inchangée, à 38%, après s'être fortement renforcée ces dernières années. Les banques américaines enregistrent en revanche une certaine reprise, alors que leur part de marché s'était contractée à mesure qu'augmentait celle des établissements japonais; toutefois, la croissance de leurs avoirs internationaux reste quelque peu inférieure à la moyenne. Les banques d'Europe continentale ont nettement accru leurs opérations internationales, l'an dernier, et leur part de marché s'est légèrement améliorée, passant de 35% à 36%; la principale augmentation a été enregistrée pour les banques d'Allemagne (23%), au troisième rang mondial maintenant derrière les établissements japonais et américains.

Stabilisation des parts de marché entre banques du Japon et des États-Unis

Renforcement de la part des banques d'Europe continentale

La croissance plus modérée des banques japonaises après des années d'expansion très rapide s'explique probablement par l'incidence des nouvelles normes internationales en matière de fonds propres qui a commencé à se faire sentir, surtout vers la fin de l'année lorsque s'est instauré un climat moins favorable à la collecte de fonds propres. De surcroît, la forte

dépréciation du yen, l'an dernier, a augmenté d'autant la valeur en cette monnaie des avoirs libellés en devises.

Si l'on examine plus attentivement les statistiques, on note que le ralentissement de l'expansion des banques japonaises affecte surtout les positions inter-établissements, alors que le développement de l'interbancaire s'est accéléré, en particulier les emprunts qui, à \$161 milliards, sont pratiquement deux fois et demi plus importants qu'en 1988. Les structures de bilan des banques européennes et japonaises évoluent donc de manière très différente. Tandis que les banques japonaises continuent d'enregistrer les augmentations de loin les plus grandes des crédits directs à la clientèle (\$36 milliards), leurs engagements vis-à-vis du secteur non bancaire n'ont que modérément progressé: elles se refinancent auprès d'autres banques. A l'opposé, les plus fortes croissances des dépôts non bancaires ont été enregistrées pour les banques britanniques et allemandes (\$32 milliards et

Structures de
financement
différentes

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

	Variations en dollars courants en 1989						Montants	
	Etablis- sements du même groupe	Autres banques	Autorités monétaires	Secteur non bancaire	Titres ²	Total	fin 1985	fin 1989
en milliards de dollars EU								
Banques japonaises								
Avoirs	86,9	79,6	-0,5	35,8	-	201,8	707,0	1.967,2
Engagements	41,6	161,0	-2,3	7,5	3,3	211,1	672,5	1.924,7
Banques américaines								
Avoirs	44,9	2,3	0,2	13,2	-	60,6	593,3	727,4
Engagements	44,5	7,6	1,0	18,7	-5,4	66,4	555,2	742,4
Banques françaises								
Avoirs	3,5	25,1	0,0	16,1	-	44,7	245,2	432,1
Engagements	-0,9	30,1	2,4	21,0	4,8	57,4	248,9	458,0
Banques allemandes								
Avoirs	18,8	51,0	4,4	7,6	-	81,8	191,0	435,8
Engagements	14,9	6,8	0,1	30,0	2,6	54,4	157,4	329,3
Banques britanniques								
Avoirs	7,5	-3,0	-1,9	5,5	-	8,1	191,0	247,3
Engagements	6,0	-5,5	4,6	31,6	3,5	40,2	200,8	308,7
Divers								
Avoirs	29,7	24,4	-3,9	73,6	-	123,8	786,2	1.329,4
Engagements	9,1	56,8	-0,1	32,2	3,4	101,4	779,8	1.336,8
Total								
Avoirs	191,3	179,4	-1,7	151,8	-	520,8	2.713,7	5.139,2
Engagements	115,2	256,8	5,7	141,0	12,2	530,9	2.614,6	5.099,9

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

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

\$30 milliards respectivement); au Royaume-Uni, ces ressources ont essentiellement alimenté des crédits internes, alors qu'en Allemagne elles ont principalement été placées sur l'interbancaire, la position créditrice nette à l'égard des autres banques s'accroissant de près de 45%.

Marché des prêts consortiaux

Le marché des crédits consortiaux a atteint de nouveaux records en 1989. Les montages annoncés ont progressé de 53% par rapport à 1988 et se situent à \$152 milliards. Pour plus de la moitié (\$56 milliards environ), il s'est agi de financements de fusions et acquisitions, pour lesquelles ont été organisés les deux programmes les plus importants jamais mis sur pied (\$13,6 milliards et \$11 milliards). Les banques ont activement participé à ces restructurations (voir Chapitre IV) parce qu'elles en attendent des commissions élevées, la prestation éventuelle de services annexes et la cession des prêts sur le marché secondaire; à cet égard, on a observé un fort courant de cessions de participations à des banques plus petites ou au secteur non bancaire. Les nouveaux montages ont également été liés, pour des volumes substantiels, au financement de l'immobilier et des compagnies aériennes. Les facilités à options multiples et crédits permanents, en revanche, ont vivement régressé par rapport à 1988, les emprunteurs de première catégorie ayant déjà achevé leurs programmes et les banques étant de plus en plus réticentes à s'engager dans des opérations à faible rentabilité.

Pour 80% environ, les crédits consortiaux ont bénéficié à des entreprises, essentiellement américaines et britanniques, qui ont obtenu respectivement \$48,2 milliards et \$21,7 milliards, dont \$33,7 milliards et \$10,1 milliards dans le cadre d'opérations de restructuration. Les fusions et acquisitions ont aussi intensifié les emprunts des entreprises canadiennes et irlandaises. Les montages en faveur des résidents des pays hors zone ont également connu une expansion substantielle.

En fin d'année, l'implication des banques dans les restructurations d'entreprises a fait l'objet d'un réexamen; comme en outre des difficultés sont apparues aux Etats-Unis sur les marchés des obligations à haut risque et de l'immobilier, les crédits consortiaux se sont fortement ralentis: le volume des nouveaux montages a chuté, retombant de \$51 milliards au quatrième trimestre de 1989 à \$39 milliards pour les trois premiers mois de 1990.

Les crédits consortiaux atteignent des niveaux records sous l'impulsion des fusions et acquisitions ...

... mais refluent nettement au début de 1990

Les marchés internationaux des titres

Le marché des euro-effets

En 1989, le marché des euro-effets a enregistré son premier revers depuis son instauration au début des années quatre-vingt. Après un maximum de \$79 milliards en 1988, le volume des nouvelles facilités annoncées est revenu à \$66 milliards, niveau le plus bas depuis quatre ans. De même, le montant des titres en circulation ne s'est accru que de \$6,9 milliards, contre \$23,4 milliards en 1987. Cette décélération des nouveaux placements a été

Premier revers des années quatre-vingt ...

particulièrement marquée dans le secteur de l'europapier commercial (EPC), qui s'était montré le plus dynamique au cours des années précédentes, pendant que l'encours des titres à court terme assortis d'un engagement de prise ferme des banques a continué de se contracter. En revanche, le montant des euro-effets à moyen terme, qui ont fait leur apparition en 1986, a considérablement progressé (71%) et atteignait près de \$10 milliards en fin d'année.

Sur l'ensemble du marché, les titres libellés en dollars représentaient près de 85% de l'encours total à fin 1989. Il convient de noter cependant que de nombreuses émissions ont fait l'objet d'échanges contre d'autres monnaies. En ce qui concerne le pays d'origine des emprunteurs, les principaux émetteurs (en termes nets) ont été ceux d'Australie (\$4,4 milliards) et des Etats-Unis (\$1,2 milliard), tandis que l'encours des émissions effectuées par les résidents de Norvège et de Nouvelle-Zélande s'est fortement réduit.

... mais reprise des emprunts nets au premier trimestre de 1990

Au premier trimestre de 1990, le volume des nouvelles facilités annoncées a encore régressé, pour s'inscrire à \$16 milliards. En revanche, à la suite de la contraction saisonnière de décembre 1989, l'encours des tirages s'est vivement accru (\$9 milliards), atteignant presque \$89 milliards.

Accroissement de la concurrence des marchés internes du papier commercial

Le marché EPC a été soumis, l'an dernier, à un certain nombre d'influences négatives. Les emprunteurs de première catégorie, qui avaient déjà, pour la plupart, des opérations en cours, n'ont pas été tentés par la mise sur pied de nouvelles facilités, alors que les niveaux élevés des taux d'intérêt à court terme ont dissuadé les investisseurs d'effectuer des tirages sur les programmes existants. Les marchés internes du papier commercial, qui ont continué à bénéficier de mesures de libéralisation tant en Europe qu'au

Principales caractéristiques du marché des euro-effets								
	Année			1989				Montants à fin 1989
	1987	1988	1989	TI	TII	TIII	TIV	
en milliards de dollars EU								
Facilités annoncées								
Europapier commercial	46,1	52,5	47,9	7,8	14,3	10,8	15,0	
Autres effets								
à court terme	15,2	10,4	6,6	1,0	2,2	2,4	0,9	
<i>dont: avec engagement de prise ferme</i>	3,4	3,6	1,6	0,3	0,8	0,5	0,1	
Effets à moyen terme*	12,0	16,1	12,0	4,0	3,4	0,7	3,9	
Total	73,4	79,0	66,4	12,9	19,9	13,9	19,8	
Emissions nettes								
Europapier commercial	19,4	19,9	5,3	3,7	0,4	4,6	-3,4	58,5
Autres effets								
à court terme	1,8	-3,4	-2,4	1,0	-1,4	-1,2	-0,8	11,1
Effets à moyen terme	2,2	3,0	4,0	0,8	0,9	1,3	1,0	9,6
Total	23,4	19,5	6,9	5,5	-0,1	4,7	-3,2	79,2

* Y compris les opérations sur europapier commercial avec option d'émission d'effets à moyen terme.
Sources: Banque d'Angleterre et Euroclear.

Japon, ont également contribué à détourner une partie de l'activité de l'euromarché. L'an dernier, l'encours de ces effets sur les marchés internes s'est accru de plus de \$100 milliards, pour s'établir au-dessus de \$700 milliards. Pour les Etats-Unis uniquement, les emprunts des émetteurs étrangers ont progressé de \$12 milliards et atteint \$63 milliards. Le marché EPC a aussi été influencé par l'intensité de la concurrence entre les opérateurs, qui a continué de réduire les marges bénéficiaires des intermédiaires et contraint plusieurs gros opérateurs à se retirer.

Le marché EPC a été, en outre, sérieusement perturbé par un certain nombre de défaillances soudaines et par le fait que les garanties des crédits n'ont pas toujours paru présenter la même fiabilité. Il en est résulté une recherche de la qualité par les investisseurs et, après une réévaluation des conditions du crédit et des risques de liquidité, une différenciation accrue par les taux d'intérêt. Les investisseurs ont également semblé plus sensibles à la qualité du crédit. Alors que, sur le marché du papier commercial aux Etats-Unis, presque tous les titres font l'objet d'une évaluation et que les détériorations de la qualité du crédit sont parfois signalées bien avant que les défaillances ne surviennent, la plupart des facilités sur le marché EPC n'étaient pas soumises jusqu'à une date récente à une telle procédure. De ce fait, un certain nombre d'emprunteurs moins bien classés se sont tournés vers les euromarchés, où ils ont pu se procurer des fonds à des taux ne reflétant pas parfaitement leur véritable cote de crédit. Selon des estimations, il apparaîtrait toutefois que, vers la fin de 1989, la part de l'encours d'EPC noté était passée à près de 50% et que les opérateurs spécialisés invitaient les émetteurs non encore classés à demander leur notation.

Le marché des euro-effets à moyen terme (EEMT) n'a que faiblement souffert des développements concernant les titres à court terme. La structure des commissions des intermédiaires du secteur EEMT est demeurée plus rentable que celle du marché EPC et aucune défaillance n'y a été enregistrée. Une caractéristique du secteur EEMT a été la prédominance des emprunteurs américains, qui ont tiré parti de possibilités d'arbitrages favorables entre marchés internes et marchés internationaux.

Plusieurs raisons font penser que le marché EEMT poursuivra sa progression et qu'il pourrait attirer une partie de l'activité obligataire internationale. Tout d'abord, l'émission d'effets à moyen terme par l'intermédiaire de courtiers offre davantage de souplesse que les émissions publiques d'obligations par le biais d'un consortium. L'échéance des nouvelles émissions EEMT peut descendre à neuf mois et être, en théorie, aussi longue que les emprunteurs et investisseurs le désirent. En outre, la date, le montant et la monnaie des tirages sur une facilité donnée peuvent être adaptés aux besoins de financement des émetteurs. Ensuite, les investisseurs demandent généralement que les émissions d'obligations atteignent un montant minimal spécifié afin d'en garantir la liquidité. En revanche, sur le marché EEMT, les opérateurs eux-mêmes assurent la liquidité en se tenant prêts à acquérir et à céder des titres. Enfin, l'expérience récente aux Etats-Unis permet de penser que les entreprises se sont détournées du marché obligataire au profit des effets à moyen terme, ce qui pourrait avoir des répercussions sur

Importance
croissante de la
cote de crédit

Perspectives
favorables pour
le marché des
euro-effets
à moyen terme

les marchés internationaux. Abstraction faite des obligations à haut risque et de celles qui sont assorties d'une garantie hypothécaire, les émissions internes d'obligations publiques aux Etats-Unis n'ont cessé de diminuer depuis le milieu des années quatre-vingt, alors que celles d'effets à moyen terme ont plus que doublé et se situent pratiquement au même niveau que les obligations émises par les sociétés.

Le marché obligataire international

Expansion globale
des émissions ...

L'an dernier, le marché obligataire international a poursuivi son expansion, le volume des annonces étant passé à \$259 milliards, soit \$33 milliards de plus qu'en 1988. Cette progression s'explique pour plus de la totalité par les obligations liées aux actions, dont les émissions ont atteint des niveaux sans précédent au premier semestre. Les emprunteurs, intermédiaires et investisseurs japonais ont dominé ce secteur, ce qui reflète le dynamisme de la Bourse de Tokyo jusqu'à la fin de 1989. L'activité a été moins soutenue dans les autres secteurs. Dans le compartiment des obligations classiques à taux fixe, les nouvelles émissions en monnaies autres que le dollar sont revenues de \$114 milliards en 1988 à \$96 milliards. Ce ralentissement a été dû notamment à la hausse des taux d'intérêt, en particulier au second semestre, aux incertitudes à l'égard des taux de change et aux modifications de la fiscalité. En revanche, le raffermissement du dollar EU et la baisse des taux d'intérêt à plus long terme au premier semestre ont stimulé les émissions en dollars d'obligations classiques à taux fixe, qui ont progressé de 15% et se sont chiffrées à \$55 milliards. Les émissions de notes à taux variable ont été légèrement supérieures par rapport à l'année précédente, mais nettement inférieures aux niveaux du milieu des années quatre-vingt.

Principales caractéristiques de l'activité sur le marché obligataire international

	Année			1989				Montants à fin 1989
	1987	1988	1989	TI	TII	TIII	TIV	
	en milliards de dollars EU							
Emissions brutes annoncées ¹	177,0	226,0	258,7	79,2	69,7	53,8	55,9	
<i>dont: Emissions classiques à taux fixe</i>	121,3	161,3	150,1	51,3	34,6	29,7	34,5	
<i>Notes à taux variable</i>	12,1	22,6	23,4	3,4	7,5	6,9	5,5	
<i>Emissions liées aux actions</i> ²	43,7	42,1	85,2	24,6	27,5	17,2	15,9	
Emissions brutes effectives ³	181,1	220,1	261,1	73,3	69,4	56,9	61,5	
<i>moins amortissements normaux</i>	36,7	42,8	58,0	12,3	14,1	15,8	15,9	
<i>moins amortissements anticipés</i>	36,6	40,1	31,5	8,1	8,0	6,7	8,7	
= Emissions nettes	107,8	137,1	171,6	52,9	47,3	34,4	36,9	1.252,3
<i>dont: Emissions classiques à taux fixe</i>	68,9	99,4	89,0	35,0	19,1	16,2	18,8	864,0
<i>Notes à taux variable</i>	0,5	3,6	7,8	1,7	-0,5	5,4	1,3	164,5
<i>Emissions liées aux actions</i> ²	38,3	34,1	74,7	16,3	28,7	12,9	16,8	223,8

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

Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.



Les amortissements à échéance se sont sensiblement accrus, passant de \$43 milliards en 1988 à \$58 milliards. En revanche, les remboursements anticipés ont régressé de \$40 milliards à \$31,5 milliards, du fait de la hausse des taux d'intérêt. Compte tenu des amortissements, le volume de l'encours obligataire international a augmenté de \$172 milliards, soit de 16%, pour s'établir juste au-dessus de \$1.250 milliards. Cette expansion s'est accompagnée d'un accroissement modeste du volume des transactions sur le marché secondaire, qui est demeuré légèrement en deçà du niveau record de 1987.

Les procédures de syndication et d'émission ont fait l'objet d'un certain nombre de controverses en 1989, conséquences de l'érosion des marges bénéficiaires des intermédiaires par suite de l'intensification de la concurrence, de l'importance croissante des investisseurs institutionnels et des effets stimulants de la déréglementation sur la compétitivité des marchés internes. Le débat a porté essentiellement sur la répartition des marges entre les chefs de file, qui organisent l'émission et sont responsables de la fixation des cours et de la stabilisation des prix sur les marchés primaires, et les autres membres assurant la distribution. La controverse a concerné, en particulier, le rabais souvent accordé aux gros investisseurs.

En avril, de nouvelles directives ont été publiées par l'Association internationale des opérateurs du marché primaire («International Primary

... mais
augmentation
en volume des
amortissements

Modifications
des procédures
d'émission ...

Dealers Association»), recommandant une période de placement plus courte et supprimant les déductions faites par les chefs de file pour les coûts de stabilisation des prix. En outre, quelque temps plus tard, un certain nombre d'émissions ont été effectuées, selon une méthode communément utilisée aux Etats-Unis et consistant, pour tous les membres d'un consortium réduit, à vendre les obligations à un prix fixe sur le marché primaire. Alors que le montant total des commissions versées dans le cadre de cette technique de «redistribution à prix fixe» est plus faible que dans celle des procédures d'eurosyndication traditionnelles, chaque participant du groupe restreint reçoit en fait une part de revenu plus importante.

... et leurs
implications

Cette nouvelle méthode comporte diverses implications. Tout d'abord, elle contribue à rapprocher encore plus les marchés internes et internationaux. Deuxièmement, elle se traduit par une concentration plus grande des intermédiaires. Enfin, par suite du raccourcissement des délais de placement, les membres du consortium se tourneront désormais probablement davantage vers les investisseurs institutionnels, auprès desquels il est possible de placer rapidement un important volume de titres. Les particuliers seront donc de plus en plus relégués vers le marché secondaire.

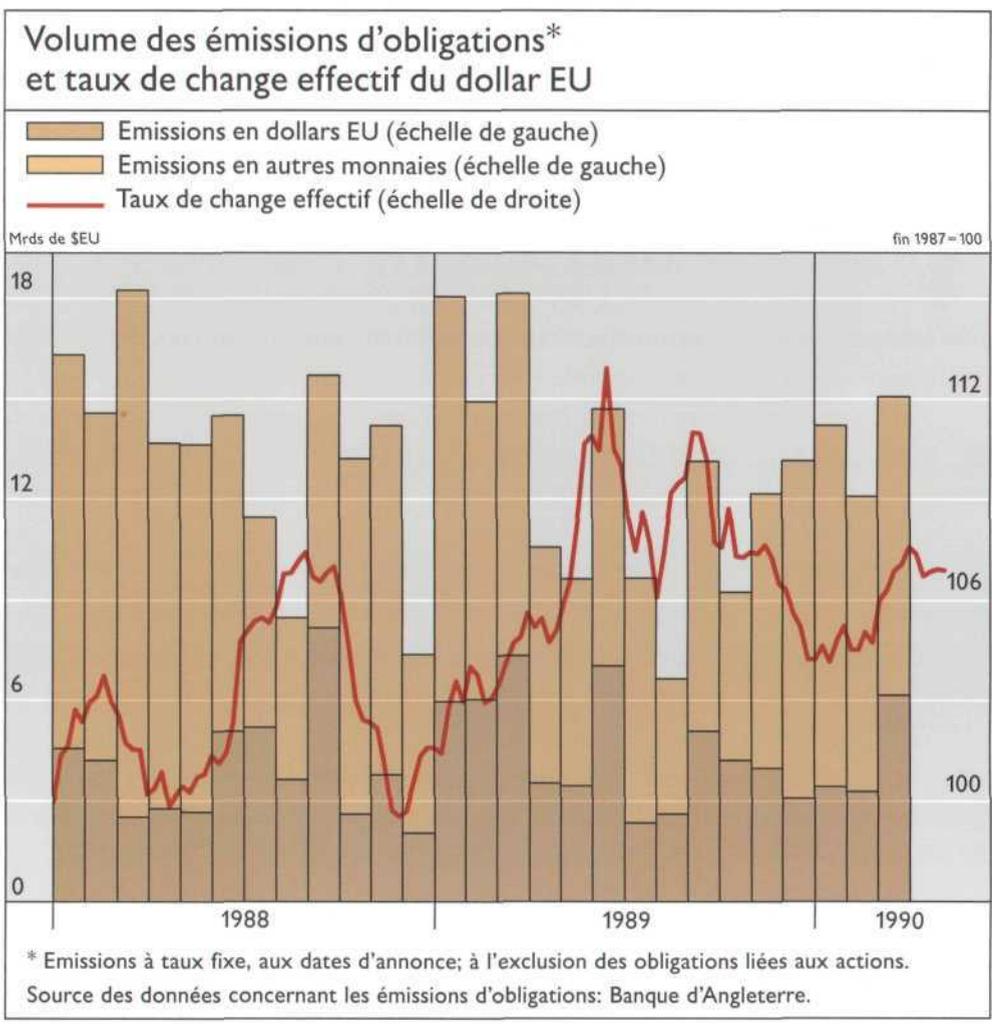
Obligations classiques à taux fixe. Avec \$150 milliards, le total des nouvelles émissions a diminué l'an dernier par rapport au record absolu de \$161 milliards enregistré en 1988. C'est au premier trimestre que l'activité a été la plus soutenue, pour retomber ensuite au-dessous de la moyenne de

Structure par catégorie et par monnaie des émissions d'obligations internationales

	Emissions brutes annoncées				Emissions nettes				Montants à fin 1989
	1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989	
	en milliards de dollars EU								
Emissions classiques à taux fixe	147,4	121,3	161,3	150,1	108,6	68,9	99,4	89,0	864,0
<i>dont: Dollar EU</i>	67,3	29,8	47,3	54,5	45,9	10,7	26,6	25,9	307,6
Yen	21,4	21,9	19,0	22,3	18,9	18,4	11,9	14,5	125,0
Franc suisse	16,8	16,8	18,5	5,7	11,0	2,0	1,1	-3,9	97,7
Deutsche mark	11,9	12,9	21,2	9,4	7,3	1,5	14,0	6,2	96,8
Ecu*	5,7	7,2	10,8	11,7	4,7	7,2	9,5	7,4	51,4
Livre sterling	5,4	9,2	11,7	12,1	4,9	8,2	10,4	11,0	46,2
Divers	18,9	23,5	32,8	34,4	15,9	20,9	25,9	27,9	139,3
Notes à taux variable	47,7	12,1	22,6	23,4	28,7	0,6	3,6	7,8	164,5
<i>dont: Dollar EU</i>	38,2	3,9	6,6	8,1	19,0	-7,1	-10,2	-1,6	106,5
Livre sterling	5,4	2,2	10,2	7,3	5,5	2,2	8,7	5,4	27,8
Divers	4,1	6,0	5,8	8,0	4,2	5,5	5,1	4,0	30,2
Emissions liées aux actions	27,4	43,7	42,1	85,2	22,4	38,3	34,1	74,7	223,8
<i>dont: Dollar EU</i>	16,8	29,5	29,0	65,1	14,1	26,1	26,2	60,4	153,6
Franc suisse	6,0	7,1	8,3	13,6	4,5	5,4	4,3	8,8	42,0
Divers	4,6	7,1	4,8	6,5	3,8	6,8	3,6	5,5	28,2

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

Sources: Banque d'Angleterre; AIBD; BRI.



1988. Dans le compartiment du dollar, l'évolution des taux d'intérêt et des taux de change ainsi que les taux des contrats d'échange ont eu une incidence bénéfique au premier semestre. Par la suite, le sentiment du marché s'est modifié, sous l'effet des préoccupations concernant le «risque circonstanciel» lié aux restructurations financières d'entreprises aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ainsi que des vicissitudes sur le marché des obligations à haut risque en Amérique du Nord. La diminution de la demande d'emprunt des entreprises américaines et britanniques qui en est résultée a toutefois été en partie compensée par d'importantes émissions d'autres emprunteurs de première catégorie, y compris l'émission «planétaire» de la Banque mondiale et l'euro-émission géante de la République d'Italie (\$1,5 milliard dans chaque cas).

Légère régression des émissions à taux fixe, mais dynamisme du secteur du dollar

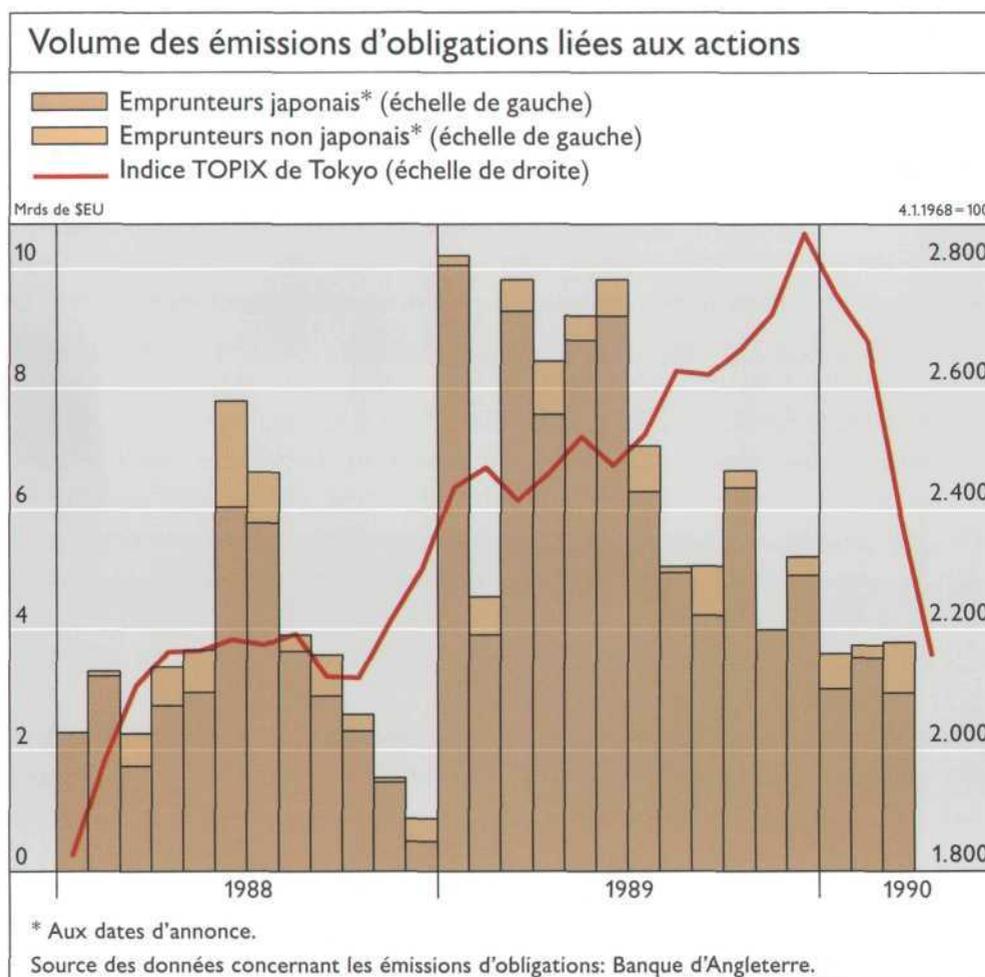
Après le dollar, le yen a été la monnaie la plus importante dans les émissions à taux fixe. Cependant, sur le montant total de \$22,3 milliards, 25% ont été collectés au cours du seul mois de décembre, lorsque le marché est devenu temporairement moins défavorable au yen et que la courbe des rendements s'est aplatie. Les émissions en livres arrivent en troisième position (\$12,1 milliards), en raison de l'attrait que continuent à susciter les rendements élevés pour les investisseurs. En revanche, dans le secteur du deutsche mark et du franc suisse, l'activité a été déprimée

Contraction des émissions en deutsche marks et en francs suisses

durant la majeure partie de l'année. Les émissions en deutsche marks, qui avaient bénéficié momentanément de l'annonce puis de la mise en application d'une retenue à la source sur les revenus d'intérêts en Allemagne, se sont inscrites en baisse après la décision, en avril 1989, de la suppression de cette mesure. Le compartiment du franc suisse a subi le contrecoup des incertitudes exceptionnellement marquées au sujet des taux d'intérêt et des taux de change, et l'encours des obligations dans cette monnaie s'est même contracté.

Les émissions en écus (\$11,7 milliards) ont bénéficié de l'utilisation accrue de cette unité de compte par les émetteurs de première catégorie sur les marchés internes et internationaux. En outre, les arbitrages fiscaux ont renforcé l'attrait des contrats d'échange, ce qui a entraîné une forte accélération des emprunts des entreprises. Les émissions en dollars canadiens et australiens, bien que légèrement moindres qu'en 1988, sont demeurées importantes (\$11 milliards et \$7,1 milliards respectivement). Les obligations en francs français, liras italiennes et pesetas espagnoles ont suscité un intérêt croissant, à la suite de la libéralisation des contrôles de change et des procédures d'émission.

Emissions liées aux actions. Le marché des émissions liées aux actions a été, l'an dernier, le secteur le plus dynamique du marché obligataire international. En termes de nouvelles facilités, le volume des emprunts a doublé



par rapport à 1988, pour se situer à \$85,2 milliards. Les émissions en dollars, assorties généralement de bons de souscription d'actions, ont continué à représenter l'essentiel des nouveaux titres (76%), mais l'activité dans les autres monnaies a également fortement progressé. Les émissions en francs suisses, sous forme principalement d'obligations convertibles, se sont accrues de près des deux tiers, à \$13,6 milliards, tandis que celles des titres en deutsche marks sont passées de \$1 milliard à \$4 milliards.

Forte progression des émissions liées aux actions sous l'effet de ...

Comme les années précédentes, le marché a été dominé par les emprunteurs japonais. La vigueur persistante de la Bourse de Tokyo et l'augmentation des montants des émissions individuelles, et donc de leur liquidité, ont permis aux emprunteurs de réduire leurs coupons. Dans le même temps, les investisseurs ont été attirés par la possibilité offerte au Japon de négocier les bons de souscription détachés ainsi que par les modifications des règles comptables rendant les plus-values plus intéressantes que les coupons. L'activité a connu son apogée au deuxième trimestre, pour retomber sensiblement par la suite, notamment parce que de nombreux programmes d'emprunt étaient achevés ou atteignaient le plafond fixé par la réglementation japonaise.

... l'évolution au Japon

Vers la fin de l'année, le marché a été affecté par l'annonce du ministre japonais des Finances, selon laquelle il pourrait exiger l'enregistrement de toutes les nouvelles émissions assorties de bons de souscription d'actions et leur cotation à la Bourse de Tokyo, afin de garantir une plus grande transparence du marché. Les opérateurs ont craint que l'application de ces mesures ne réduise l'avantage concurrentiel de l'euromarché et n'entraîne un rapatriement d'activité vers le Japon. Au début de 1990, ces incertitudes ont été renforcées par la forte hausse des taux d'intérêt au Japon, l'affaiblissement du marché boursier de Tokyo, la poursuite de la dépréciation du yen et l'intensification de la concurrence résultant de la libéralisation récente du marché interne des obligations en yens. Fin février, l'enregistrement devenait obligatoire. Un mois plus tard, après la chute des cours à la Bourse de Tokyo, les grandes maisons de courtage japonaises suspendaient momentanément les nouvelles émissions d'actions et d'obligations associées des résidents japonais; à la mi-mai, ce moratoire était toujours en vigueur.

Influences déstabilisatrices en provenance du Japon

Notes à taux variable. Les nouvelles émissions de NTV en 1989 se sont élevées à \$23,4 milliards, soit un chiffre légèrement supérieur à celui de 1988, qui représente cependant moins de la moitié du montant enregistré avant la crise du marché des NTV sans échéance à la fin de 1986. Le niveau élevé des taux d'intérêt à court terme et la concurrence des émissions à taux fixe assorties de contrats d'échange ont freiné les emprunteurs. Les notes libellées en dollars ont représenté 35% du total des nouveauxancements, mais le volume de l'encours a encore régressé. Le compartiment des NTV en livres, qui avait connu une vive activité les années précédentes, grâce aux sociétés et établissements spécialisés de crédit immobilier du Royaume-Uni, a marqué le pas, à la suite de la forte hausse des taux d'intérêt de la livre et de la diminution de la demande d'hypothèques. En revanche, les nouvelles émissions dans les autres monnaies ont atteint des niveaux records (\$8 milliards), les progressions les plus marquées concernant

Légère accélération des émissions de NTV et augmentation du nombre des monnaies d'émission

le deutsche mark (\$2,6 milliards), le dollar canadien (\$1,4 milliard) et la lire italienne (\$1,2 milliard).

Les NTV ont revêtu de plus en plus la forme de notes à taux révisable. Les banques et autres établissements financiers ont été de loin les emprunteurs les plus actifs, utilisant le marché pour renforcer leurs fonds propres ou pour sortir des actifs de leurs bilans par titrisation. Les amortissements de NTV par les emprunteurs souverains ont largement dépassé leurs nouvelles émissions.

Prédominance
des emprunteurs
japonais

Répartition par pays et par secteur des emprunteurs. Les émissions des résidents japonais ont représenté, avec \$84 milliards, près de 50% des nouveaux fonds collectés en 1989 sur les marchés obligataires internationaux. De ce fait, la part de ces derniers dans le total des emprunts des entreprises du secteur non bancaire japonais est passée d'environ 10% en 1987 et 1988 à plus de 20% au premier semestre de 1989. La clientèle britannique est demeurée en deuxième position, avec \$20,2 milliards. Dans le cas de certains gros pays emprunteurs, une partie importante des nouvelles émissions a servi à compenser les amortissements et rachats de dettes. La dette

Pays d'origine des émetteurs d'obligations internationales									
Emetteur		Nouvelles émissions				Montants en fin de période			
		1986	1987	1988	1989	1982	1987	1988	1989
en milliards de dollars EU									
Japon	A	31,8	42,7	50,8	96,7				
	B	27,0	36,8	40,3	83,9	17,7	153,5	184,2	266,0
Etats-Unis	A	41,6	22,5	16,6	16,4				
	B	32,6	11,4	5,4	-0,3	36,0	163,6	165,6	162,7
Canada	A	17,9	9,0	13,1	13,3				
	B	13,6	2,2	5,9	4,1	41,4	92,6	97,4	100,9
Royaume-Uni	A	20,2	11,2	26,3	23,0				
	B	17,5	9,5	19,6	20,2	11,1	64,3	82,4	96,5
France	A	13,4	8,5	16,5	13,5				
	B	5,7	3,1	10,1	9,4	18,4	58,3	65,8	74,5
Autres pays développés ¹	A	74,8	60,5	77,0	68,2				
	B	53,5	36,3	47,9	40,7	67,3	295,2	329,1	364,7
Pays en développement ²	A	3,0	2,2	3,9	2,6				
	B	0,4	-0,9	-1,0	-1,0	18,0	34,1	32,2	29,9
Europe de l'Est	A	0,6	0,6	1,2	2,0				
	B	0,6	0,5	1,2	1,9	0,6	2,0	3,2	5,2
Institutions internationales	A	19,1	19,9	20,6	23,1				
	B	8,7	8,8	7,7	12,7	48,8	142,9	141,0	152,0
Total	A	222,4	177,0	226,0	258,7				
	B	159,7	107,8	137,1	171,6	259,1	1.006,6	1.101,0	1.252,3

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

des emprunteurs américains, en particulier, s'est contractée de \$2,9 milliards. En Europe de l'Est, l'Union soviétique s'est procuré \$1 milliard. Le volume net des fonds recueillis par les institutions internationales s'est accru de \$7,7 milliards en 1988 à \$12,7 milliards.

L'amélioration de la situation budgétaire d'un certain nombre de pays de l'OCDE s'est traduite par une diminution des emprunts des organismes gouvernementaux (\$3,5 milliards, contre \$7,5 milliards en 1988). Les émissions des banques ont été largement partagées et sont demeurées influencées par la nécessité de satisfaire aux directives internationales sur le niveau des fonds propres, les établissements japonais ayant d'ailleurs été de loin les plus gros emprunteurs (\$12,5 milliards). En revanche, les banques américaines ont remboursé \$1,4 milliard. S'agissant des emprunts de la clientèle privée non bancaire, les préoccupations au sujet du risque de crédit ont pesé sur les émissions des entreprises américaines et britanniques.

Au premier trimestre de 1990, l'activité a été très soutenue, en dépit de perturbations résultant des incertitudes politiques en Europe et au Japon et d'une hausse des taux d'intérêt à long terme de plusieurs grandes monnaies (deutsche mark, franc suisse et yen), portés à des niveaux sans précédent durant les années quatre-vingt. Le volume total des nouvelles émissions annoncées s'est inscrit à \$62,1 milliards, soit nettement plus qu'aux troisième et quatrième trimestres de 1989. Dans le secteur des titres classiques à taux fixe, une part d'emprunts exceptionnellement élevée a été effectuée par des organismes d'Etat et des institutions internationales. S'agissant des monnaies, les émissions se sont particulièrement intensifiées dans les secteurs du franc suisse, de la livre, du deutsche mark et de l'écu. La forte baisse de la Bourse de Tokyo au premier trimestre a entraîné une nouvelle contraction des émissions d'obligations liées aux actions, qui sont revenues de \$15,9 milliards au quatrième trimestre à \$11,2 milliards, avant le moratoire sur le lancement d'émissions japonaises. Les incertitudes sur l'évolution des taux d'intérêt ont contribué à accroître le volume des notes à taux variable, qui ont enregistré leur meilleur résultat trimestriel depuis 1986 (\$9,7 milliards). A noter, enfin, le montant record des émissions de NTV libellées en deutsche marks (\$4,5 milliards).

Importance
moindre des
emprunts officiels

Les marchés des instruments financiers dérivés

L'expansion remarquable des produits dérivés négociés sur les marchés organisés ou de gré à gré constitue peut-être le fait le plus marquant enregistré sur les marchés des capitaux au cours des années quatre-vingt. En dépit de caractéristiques différentes, tous ces produits ont en commun de ne pas engendrer immédiatement un flux de fonds entre agents économiques correspondant à la valeur notionnelle du contrat. Ils ont tous été conçus pour permettre de gérer les risques liés aux variations des prix des actifs, et l'accentuation de l'instabilité des taux d'intérêt, des taux de change et des indices boursiers, ces dernières années, explique en grande partie leur succès. Ces marchés, ceux surtout des instruments assimilables à des options, n'auraient pas pu connaître un tel développement sans

Causes de l'ex-
pansion rapide
des instruments
dérivés

l'évolution des techniques d'information et de négociation durant la décennie quatre-vingt. La concurrence entre les marchés des produits dérivés s'est intensifiée depuis quelques années et a conduit indirectement à accroître l'activité.

Utilisation croissante des contrats à terme de taux d'intérêt

Contrats à terme de taux d'intérêt. Les contrats à terme de taux d'intérêt, qui prévoient la livraison, à une date future et à un prix convenu, d'un certain instrument financier normalisé et rémunéré et sont négociés sur des marchés organisés, constituent peut-être le produit dérivé le plus largement utilisé. Le nombre annuel des contrats a enregistré une progression spectaculaire, passant de 12 millions à plus de 200 millions entre 1980 et 1989. Jusqu'en 1982, lorsque le London International Financial Futures Exchange (LIFFE) s'est ouvert et que l'activité a commencé à s'intensifier sur le Sydney Futures Exchange, les opérations s'effectuaient en quasi-totalité aux Etats-Unis, où les contrats à terme sur instruments financiers sont d'abord apparus au milieu des années soixante-dix. Malgré un triplement par rapport à 1982, le volume des opérations sur les marchés américains s'est inscrit en baisse et représentait un peu plus de 60% des transactions mondiales en 1989.

Succès des contrats sur eurodevises

Parmi les instruments liés aux taux d'intérêt à court terme, les contrats sur le dépôt à trois mois en eurodollars, négociés pour la première fois à Chicago en décembre 1981 et ensuite à Singapour, Londres et Tokyo, ont été de loin les plus actifs. En 1989, le volume moyen des opérations quotidiennes sur le contrat eurodollar atteignait, en termes de principal notionnel, \$160 milliards aux Etats-Unis et près de \$25 milliards ailleurs. Les contrats de taux d'intérêt à court terme dans d'autres monnaies sont très récents et ont connu un développement très rapide, qui demeure cependant nettement inférieur à celui des contrats en dollars EU. L'activité sur le contrat euro-yen, lancé sur le Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) à la fin de juin 1989, a enregistré un volume journalier moyen équivalant à plus de \$25 milliards pour les deux premiers mois de 1990. Les contrats livre sterling à trois mois, PIBOR (taux offert sur le marché interbancaire de Paris) et eurodeutsche mark ont également remporté un vif succès depuis leur lancement en 1982, 1988 et 1989 respectivement.

Utilisation par les banques des contrats à terme de taux d'intérêt

Les banques figurent parmi les plus gros utilisateurs des contrats liés aux taux d'intérêt à court terme; elles détiendraient, selon les estimations, près de 45% des positions longues et un peu plus de 40% des positions courtes sur le contrat eurodollar négocié à Chicago. Leurs positions ouvertes nettes sur ce contrat (\$610 milliards à la fin de 1989) représentaient ainsi près de 20% des créances internationales en dollars des banques déclarantes de la BRI. Pour la gestion des risques de taux d'intérêt des banques, ces contrats offrent généralement davantage de souplesse que les marchés au comptant (dépôts interbancaires, par exemple) car ils dissocient les risques généraux de taux d'intérêt des risques de crédit et de refinancement. En outre, ils présentent l'avantage d'être assortis d'une pondération zéro dans les normes internationales sur le niveau des fonds propres, parce que les maisons de courtage, qui assurent l'intermédiation entre les deux

contreparties, demandent que les prix des contrats soient fixés par référence au marché et exigent des dépôts de garantie pour tenir compte des variations des obligations nettes.

La principale raison du succès du contrat eurodollar est son lien étroit avec le prix d'une vaste gamme d'autres instruments financiers, tant sur les marchés au comptant (certificats de dépôt bancaires, euro-effets, etc.) que sur les autres marchés dérivés (contrats d'échange, accords de taux à terme, etc.). En revanche, les opérations de contrats à terme sur bons du Trésor semblent avoir diminué, en raison notamment de l'instabilité plus marquée, ces dernières années, de la relation entre les taux d'intérêt des bons du Trésor à court terme et ceux des autres instruments financiers. Avantage supplémentaire du contrat eurodollar négocié à Chicago et à Singapour: il peut être réglé en espèces, ce qui évite les problèmes susceptibles de se poser lorsque les titres sous-jacents à livrer ne sont pas totalement disponibles. Le parallélisme entre les méthodes de négociation et de compensation du contrat eurodollar à Chicago et à Singapour a également contribué à son développement.

La part des marchés américains dans les contrats sur taux d'intérêt à plus long terme a très nettement diminué ces dernières années. Sur la base du principal notionnel, le volume des opérations sur le contrat emprunt à dix ans de l'Etat japonais (JGB), négocié à la Bourse de Tokyo et apparu seulement en 1985, est environ deux fois supérieur depuis 1987 à celui du

Raisons de la prédominance du contrat eurodollar

Instruments dérivés négociés sur les marchés organisés à travers le monde					
	Volume annuel des contrats				Positions ouvertes nettes à fin 1989
	1986	1987	1988	1989	
	en millions				en milliards de dollars EU
Contrats à terme de taux d'intérêt à court terme	16,4	29,4	33,7	70,2	1.002,5
<i>dont: Eurodollar à trois mois¹</i>	12,4	23,7	25,2	46,8	671,9
Contrats à terme de taux d'intérêt à long terme	74,6	116,3	122,6	130,6	196,5
<i>dont: Obligation du Trésor américain²</i>	54,1	68,4	72,4	71,3	31,5
<i>Emprunt à dix ans de l'Etat japonais³</i>	9,4	18,4	18,8	19,1	129,1
Contrats à terme en devises	19,7	20,8	22,1	27,5	15,7
Options de taux d'intérêt et options de contrats à terme de taux d'intérêt	22,2	29,3	31,3	41,5	388,3
Options en devises et options de contrats à terme en devises	13,0	18,2	18,2	20,7	44,3

¹ Négocié sur les marchés suivants: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) et Sydney Futures Exchange (SFE). ² Négocié sur le Chicago Board of Trade (CBOT) et LIFFE. ³ Négocié sur le Tokyo Stock Exchange (TSE) et LIFFE.

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

Accroissement de la part des marchés non américains dans les contrats à terme sur obligations

Trésor des Etats-Unis coté au Chicago Board of Trade. Autre fait notable: le succès du contrat emprunt de l'Etat allemand (Bund) lancé à Londres en 1988; c'est d'ailleurs le seul contrat sur taux d'intérêt à plus long terme négocié sur un plan extra-territorial qui ait été l'objet d'une activité substantielle.

En dehors de la gestion de portefeuille, de la spéculation et de l'arbitrage, la principale utilisation des contrats à terme sur taux d'intérêt de titres à plus long terme est la couverture des risques de position et de négociation des maisons de courtage et des banques. Aux Etats-Unis, selon certaines estimations, le ratio entre le volume quotidien des opérations des courtiers en valeurs mobilières sur le contrat à terme sur obligations d'Etat et leurs transactions au comptant sur obligations d'Etat à plus de dix ans aurait dépassé 50% en 1989. Au Japon, les opérations de contrats à terme sur obligations réalisées par les maisons de courtage et autres établissements financiers ont représenté nettement plus de 200% de leur activité sur titres d'Etat à plus long terme.

Succès et échec des divers contrats

Bien que les marchés de contrats à terme sur taux d'intérêt aient été généralement dynamiques ces dernières années, seuls quelques contrats ont été constamment très recherchés, alors que beaucoup d'autres, qui avaient suscité un grand engouement au départ, ont été retirés du marché. Plusieurs raisons expliquent le nombre restreint de contrats fortement utilisés. Premièrement, les opérations sur certains contrats ont diminué, en raison d'une demande réduite à des fins de couverture et de spéculation. C'est ce qui s'est produit pour les contrats sur fonds d'Etat (LIFFE) avec le programme de rachat de titres à long terme par la Banque d'Angleterre. D'autres contrats à terme n'ont pas répondu aux attentes initiales parce qu'ils présentaient la plupart des caractéristiques d'instruments déjà existants. La profondeur du marché à terme de devises a limité l'expansion des contrats de cette nature. Deuxièmement, les instruments financiers à terme se sont avérés très sensibles à la spécificité des contrats, en ce qui concerne surtout les options de livraison des instruments sous-jacents. Le règlement au comptant des contrats eurodollar et sur indices boursiers est un facteur de leur succès. L'échec du contrat à terme sur les titres Government National Mortgage Association des Etats-Unis (GNMA) assortis d'une garantie hypothécaire – qui a été le premier instrument financier à terme et le plus largement négocié à un certain moment – peut être attribué à l'ampleur de l'écart entre les cours des titres à livrer et ceux que le contrat GNMA était effectivement destiné à couvrir. Troisièmement, il peut s'avérer moins coûteux d'utiliser un instrument financier très recherché et de gérer un «risque de base» (risque de variation de l'écart entre le prix des instruments financiers à terme et celui de l'instrument couvert) que de se couvrir totalement au moyen d'un contrat pour lequel ces risques sont théoriquement inférieurs mais dont le volume d'opérations n'est pas significatif. Pour ces raisons, l'activité se concentre généralement sur les contrats à terme les plus actifs. Enfin, des règles comptables, réglementations et considérations d'ordre fiscal peuvent limiter l'utilisation des contrats. Si, par exemple, les pratiques comptables imposent de fixer chaque jour les prix par rapport à

ceux du marché et ne permettent pas le report des pertes jusqu'à la réalisation des gains sur la position couverte, la gestion avoirs/engagements à l'aide d'instruments financiers à terme sera rendue plus difficile.

Les instruments financiers à terme ont toujours été négociés à la criée dans les Bourses de valeurs. L'évolution technologique des dernières années a rapidement transformé cette pratique, et nombre de nouveaux centres fonctionnent de manière informatisée. Cette évolution est appelée à se poursuivre et à modifier le caractère du marché, en permettant notamment aux transactions de s'effectuer hors d'un lieu spécifique et, pour certains contrats, en continu. Cette menace qui pèse sur le système de cotation à la criée ira en s'accroissant, du fait du développement rapide des instruments de gré à gré.

Contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises. Les produits dérivés de gré à gré les plus recherchés sont les contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises, qui ont fait leur apparition au début des années quatre-vingt. Du fait de leurs caractéristiques «sur mesure», ces contrats peuvent présenter des différences sensibles selon les cas, mais tous donnent lieu à un flux de paiements entre deux contreparties selon une règle préétablie. Ainsi, un contrat simple sur taux d'intérêt prévoit l'échange d'un flux de paiements lié au LIBOR contre un autre à taux fixe. Fin 1988, l'encours du montant du principal notionnel des contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises avait progressé à plus de \$1.000 milliards et \$300 milliards respectivement; au premier semestre de 1989, de nouveaux contrats ont été conclus pour \$390 milliards et \$80 milliards. Fin 1988, le marché du dollar EU représentait plus de 70% de la valeur du principal notionnel des contrats sur taux d'intérêt, les secteurs du yen, du deutsche mark et de la livre totalisant en outre 20%. Avec le temps, l'échéance initiale des contrats de taux d'intérêt a eu tendance à se réduire, la part inférieure à un an étant passée d'un peu moins de 13% à plus de 25% de l'ensemble des transactions réalisées entre les premiers semestres de 1987 et 1989. Dans le cas des contrats de devises, à fin 1988 les opérations conclues portaient, pour 85%, sur le dollar EU d'un côté de la transaction, le yen et le franc suisse étant les deux autres monnaies les plus fréquemment utilisées.

Ce succès tient à trois grandes raisons. Tout d'abord, à l'instar des contrats et transactions à terme, les contrats d'échange permettent aux contreparties d'obtenir une structure d'exposition aux taux d'intérêt et aux taux de change comportant moins de risques-crédit que celle des instruments de base. Cette différence est attestée par les normes sur le niveau des fonds propres définies par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, qui affectent aux contrats d'échange une valeur d'équivalent-risque de crédit inférieure à celle des transactions sur les marchés au comptant. La dissociation du risque de taux d'intérêt et de taux de change par rapport au risque-crédit a favorisé indirectement la titrisation des prêts et explique en partie la prédominance des contrats d'échange sur les marchés obligataires internationaux. Deuxièmement, le marché des contrats d'échange s'est avéré plus souple que les marchés au comptant pour donner aux investisseurs et emprunteurs la structure de risques de taux d'intérêt et de change qu'ils

Incidence de l'évolution technologique

Caractéristiques du marché des contrats d'échange

Raisons de l'utilisation croissante des contrats d'échange

Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt à fin 1988						
	Devise					
	Dollar EU	Yen	Deutsche mark	Livre sterling	Divers	Total
en milliards de dollars EU						
Valeur du principal notionnel ¹	728,2	78,5	56,5	52,3	94,7	1.010,2
<i>dont par contrepartie:</i>						
<i>Utilisateur final</i>	484,3	35,5	39,3	34,7	75,1	668,9
<i>Interbancaire (membre ISDA)²</i>	243,9	43,0	17,2	17,6	19,6	341,3

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

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

recherchent. Sur le marché obligataire, par exemple, les emprunteurs désireux de modifier la composition par monnaie de leurs engagements ont souvent préféré les contrats d'échange à de coûteuses opérations de remboursement et d'émission. Enfin, ce marché a multiplié les possibilités d'arbitrage offertes par la compartimentation et les imperfections des marchés ainsi que par les limites imposées aux investisseurs et emprunteurs dans le choix de leurs portefeuilles. Ainsi, en Suisse en 1989 et au début de 1990, les modifications des taux d'intérêt à plus long terme se sont fait sentir plus tôt sur le marché des contrats d'échange que sur le marché obligataire national. Les investisseurs recherchant des placements à long terme en francs suisses ont préféré se procurer des titres en d'autres monnaies et réaliser un contrat d'échange de devises plutôt que d'investir directement dans des titres en cette monnaie.

Dichotomie du marché des contrats d'échange

Ces diverses utilisations des contrats d'échange expliquent la dichotomie du marché. D'un côté, on se trouve en présence d'un marché de gros sur lequel les opérateurs et courtiers effectuent généralement la cotation sur écran des taux des contrats. Il arrive souvent que ces taux soient très voisins de ceux de produits similaires. Aux Etats-Unis, par exemple, le taux d'intérêt fixe d'un contrat d'échange ordinaire assorti d'une échéance très courte a tendance à suivre étroitement celui qui pourrait être obtenu dans le cadre d'une série («démembrement») de contrats à terme. On peut estimer qu'environ un tiers et un quart respectivement de l'ensemble des contrats d'échange sur taux d'intérêt et devises comportent ce genre d'opérations relativement standardisées entre teneurs de marché. D'un autre côté, l'activité avec les utilisateurs finals apparaît moins transparente, voire empreinte d'un certain mystère, en raison de la complexité des contrats souvent confectionnés sur mesure et fondés sur l'arbitrage.

Importance croissante des instruments assimilables à des options

Options de taux d'intérêt et de devises et autres marchés dérivés. Si les contrats à terme de taux d'intérêt et contrats d'échange ont enregistré l'expansion la plus spectaculaire en termes de volume, la meilleure illustration de la complexité et de la sophistication croissantes des marchés des

Composition des contrats d'échange de devises à fin 1988					
Devise	Montant total notionnel ^{1,2}	Dont:		Dont:	
		contre dollar EU ²	contre autres devises ²	utilisateur final	fixe/variable ²
en milliards de dollars EU					
Yen	131,0	103,5	27,5	93,9	74,9
Franc suisse	74,0	39,5	34,5	43,2	23,6
Deutsche mark	34,0	25,1	8,9	28,0	17,5
Dollar australien	32,6	29,0	3,6	24,3	20,0
Dollar canadien	29,3	23,7	5,6	24,2	17,9
Ecu	24,5	17,2	7,3	20,8	15,6
Sous-total	325,4	238,0	87,4	234,4	169,5
Divers	38,7	31,5	7,2	33,2	21,7
Moins duplications des contrats entre devises autres que le dollar	-47,3	-	-47,3	-33,1	-8,2
Total	316,8	269,5	47,3	234,5	183,0

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

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

capitaux, ces dernières années, est fournie par l'importance de plus en plus grande des produits à options. Au départ, les opérations sur options s'effectuaient généralement sur des marchés organisés, mais, récemment, les établissements financiers se sont de plus en plus tournés vers les contrats de gré à gré avec la clientèle. En ce qui concerne les options de devises, sur un volume journalier de \$22 milliards au total en avril 1989, 80% environ ont été réalisés de cette manière. L'expansion des options de taux d'intérêt de gré à gré, qui comportent, entre autres, des taux plafonds et taux planchers, a été la plus spectaculaire puisque les estimations portent sur \$110 milliards de transactions au premier semestre de 1989. Au cours de la même période, près de \$30 milliards d'options assorties de contrats d'échange ont été conclues de gré à gré, pendant que, sur l'ensemble de l'année, 41,5 millions d'opérations sous forme d'options de taux d'intérêt ou d'options sur contrats à terme de taux d'intérêt ont été globalement négociées sur les marchés organisés. Comme mentionné au Chapitre IV, le récent succès de ces options de taux d'intérêt est lié en partie à la multiplication des opérations à effet de levier dans le cadre des restructurations financières d'entreprises, les taux plafonds étant abondamment utilisés pour éviter que le taux d'intérêt variable payé par les emprunteurs ne dépasse un niveau déterminé.

Implications des instruments dérivés. Le développement et l'expansion des marchés des instruments dérivés ont eu diverses incidences très importantes sur le caractère et la composition de l'intermédiation financière, le comportement des intermédiaires et la détermination du prix des instruments sous-jacents. Il ne fait guère de doute que, sur un plan individuel, la

Incidence des instruments dérivés sur la structure de l'intermédiation financière

plupart de ces instruments présentent, somme toute, un risque de crédit inférieur par rapport aux transactions comparables sur les marchés au comptant. En outre, cette activité hors bilan a servi dans une large mesure à remplacer des opérations d'emprunt et de prêt plus traditionnelles et facilité la couverture et la gestion du risque.

Risques potentiels liés à l'utilisation croissante des produits dérivés

Plusieurs aspects de l'expansion de ces opérations hors bilan suscitent toutefois quelques préoccupations. Le premier concerne la nouveauté et la complexité de la plupart des instruments. L'incertitude entourant leur nature juridique et leurs implications fiscales potentielles peuvent faire encourir des risques non désirables. Sur le marché des contrats d'échange, par exemple, les banques ont enregistré des pertes sensibles, à la suite du jugement rendu par la Haute Cour au Royaume-Uni, selon lequel la conclusion de contrats par certaines collectivités locales au-delà de leur besoin d'emprunt sous-jacent constituait un abus de pouvoir. Les établissements financiers ayant négocié de tels contrats n'avaient manifestement pas évalué correctement les risques liés au statut juridique spécial des collectivités locales. Deuxièmement, si beaucoup a été fait ces dernières années pour améliorer la qualité de la gestion du risque des banques au niveau de leurs activités hors bilan, d'importantes différences subsistent néanmoins entre les institutions, et les pertes engendrées par les nouveaux instruments financiers n'ont pas constitué des cas isolés. Enfin, l'expansion des instruments dérivés a eu une incidence plus indirecte et subtile sur les risques potentiels inhérents aux marchés des capitaux. En réduisant les coûts de transaction, l'ingénierie financière a permis d'effectuer des opérations qui auraient été jugées autrement trop risquées. Ainsi, la possibilité d'éviter une part de la charge d'une hausse des taux d'intérêt au moyen d'un taux plafond peut avoir incité les emprunteurs à accroître leurs ratios d'endettement et contribué indirectement à augmenter le risque systémique.

Implications macro-économiques des instruments dérivés

Il est difficile d'évaluer isolément les implications macro-économiques liées à l'utilisation généralisée des produits dérivés et des nouvelles méthodes de gestion des avoirs et engagements, étant donné que la déréglementation a souvent accompagné ou stimulé leur développement. L'expansion de ces produits et des opérations d'arbitrage y faisant appel a permis d'éliminer plus rapidement les barrières institutionnelles ou réglementaires séparant les marchés, en particulier dans le cas des contrats d'échange. En réduisant les coûts de transaction, les produits dérivés ont également accru la sensibilité des prix des actifs aux modifications des anticipations. C'est ainsi qu'en 1989 et au début de 1990 la hausse des taux d'intérêt à plus long terme en Allemagne sur le contrat à terme Bund négocié sur le LIFFE s'est transmise aux marchés au comptant internes.

La situation de l'endettement international

Résultats décevants de nombreux pays lourdement endettés...

Dans l'ensemble, l'année 1989 aura été décevante pour les économies des pays confrontés à des problèmes d'endettement extérieur, même si certains d'entre eux semblent avoir réaffirmé leur volonté de poursuivre des politiques rigoureuses d'ajustement structurel. Les écarts de croissance entre

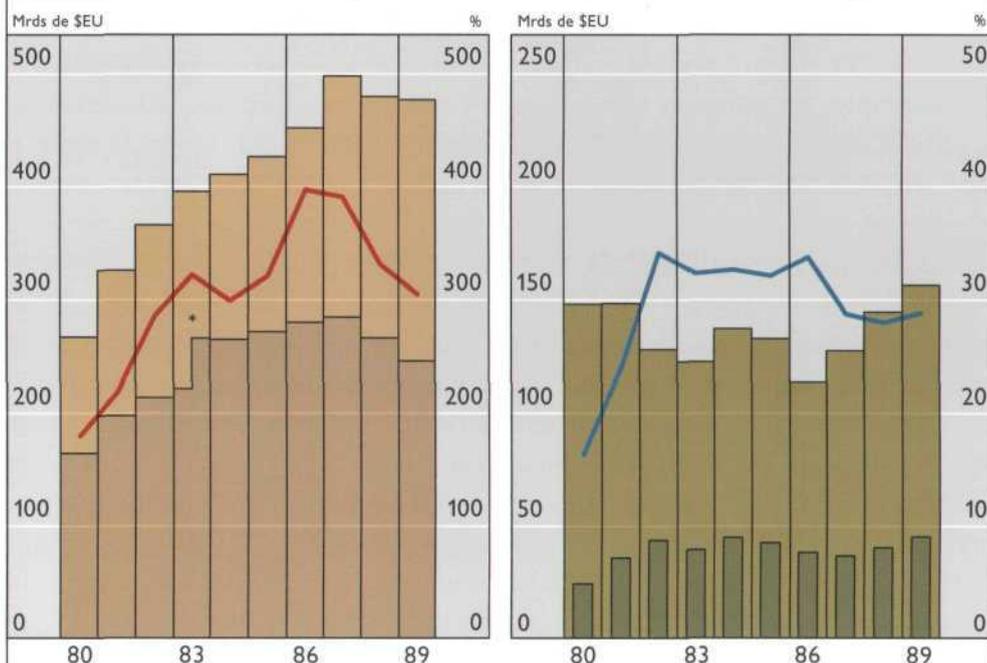
Evolution de l'endettement extérieur et du service de la dette des principaux pays débiteurs¹

Echelle de gauche (en milliards de dollars EU):

Dette bancaire brute identifiée²
 Exportations de biens et services
 Autre endettement³
 Charge brute d'intérêts³

Echelle de droite (en %):

Ratio dette totale/exportations⁴
 Ratio intérêts bruts³/exportations⁴



* Rupture de série due à l'élargissement de la couverture des statistiques bancaires internationales de la BRI.

¹ Pays couverts par le plan Baker, à l'exception de la Yougoslavie. ² Vis-à-vis des banques situées dans les pays déclarants de la BRI, à taux de change courants. ³ Estimations établies à taux de change courants à partir de données fournies par le FMI. ⁴ Biens et services.

les quatorze pays lourdement endettés à revenu intermédiaire ont été exceptionnellement importants mais, avec environ 1%, le rythme moyen est resté nettement inférieur à celui de l'expansion démographique. Certes, le Mexique a été en mesure, grâce à un programme d'austérité qui a porté ses fruits, de ramener son taux d'inflation de 115% à 20% mais, pour l'ensemble de ces quatorze pays, le taux moyen de hausse des prix s'est élevé à plus de 360% par an, dépassant ainsi l'ancien record de 220% enregistré en 1988. Les déficits budgétaires de l'Etat ont peu à peu atteint des niveaux inégalés depuis le déclenchement de la crise de l'endettement et ont largement absorbé le peu d'épargne financière réalisé par le secteur privé. Après avoir progressé légèrement au cours des quatre années précédentes, le ratio investissement/PIB est retombé au-dessous de 20%. Malgré la poursuite du développement rapide du commerce mondial, l'accroissement des exportations de ces pays s'est ralenti (4,9% en volume) et, bien que les termes de l'échange se soient quelque peu améliorés, leur déficit courant global a augmenté de près de \$2 milliards, pour atteindre \$13 milliards.

... et en Afrique subsaharienne

Les résultats enregistrés par les pays de l'Afrique subsaharienne n'ont pas été sensiblement meilleurs. S'ils ont échappé à l'accélération marquée de la hausse des prix et à la nette détérioration des finances de l'Etat, l'augmentation de leur PNB est restée inférieure au rythme de l'expansion démographique, ce qui a engendré, cette année encore, une diminution du revenu par habitant. La situation globale de leurs paiements courants s'est légèrement améliorée, mais le ratio déficit/exportations de biens et services est environ trois fois plus élevé, avec 24%, que celui des pays lourdement endettés à revenu intermédiaire.

Léger recul de l'endettement des pays à revenu intermédiaire ...

Malgré cette évolution, de nouveaux progrès ont été notés dans le traitement de la dette. Pour la deuxième année consécutive, le groupe des pays lourdement endettés à revenu intermédiaire est parvenu à obtenir une légère réduction de son endettement, en particulier vis-à-vis des banques commerciales. Le montant total de la dette a quelque peu baissé, pour s'établir à \$477 milliards, et l'endettement bancaire a fléchi de \$21 milliards, à \$245 milliards. Cette réduction, associée à la progression des exportations en 1989, a permis de ramener le ratio dette extérieure totale/exportations à 305%, soit bien en deçà du record proche de 400% de 1986 mais encore au-dessus du chiffre observé lors du déclenchement de la crise de l'endettement.

... consécutif à des conversions de dette

La contraction du passif envers les banques commerciales s'explique essentiellement par divers programmes de conversion de dette et autres opérations qui ont abaissé la dette extérieure des pays sans entraîner de remboursement de type traditionnel. Comme ces transactions ont toutefois été moins nombreuses qu'en 1988, la diminution correspondante de la valeur nominale de la dette totale s'est trouvée ralentie (\$14 milliards, contre \$22 milliards en 1988, selon les estimations). Les banques créancières ainsi que les pays débiteurs ont hésité à entreprendre des opérations de grande envergure avant de connaître avec exactitude la nature des mesures officielles de réduction de dette prévues par le plan Brady. Les pays en développement ont, en outre, réduit certains de leurs programmes de conversion de dette, en raison de leurs conséquences sur l'inflation et l'accroissement de la dette intérieure.

Accumulation sans précédent d'arriérés

Le montant des intérêts versés a également continué de baisser, revenant de \$37 milliards en 1988 à \$32 milliards, du fait surtout d'une accumulation sans précédent d'arriérés. L'augmentation des taux d'intérêt à court terme auxquels est liée la dette à taux variable explique, dans une large mesure, l'accroissement des intérêts dus par les pays lourdement endettés à revenu intermédiaire (\$45 milliards, contre \$40 milliards en 1988), leur ratio par rapport aux exportations s'étant accru d'un point, à 29%. Plusieurs raisons sont à l'origine de cette accumulation d'arriérés. Tout d'abord, il y a encore quelques années, les accords de rééchelonnement et les montages financiers concertés permettaient aux débiteurs en difficulté de disposer de fonds suffisants pour payer l'essentiel de leurs intérêts dus. Avec le renforcement des bilans des banques et l'accentuation des divergences dans leurs stratégies commerciales, il est devenu de plus en plus difficile de conclure de nouveaux accords de rééchelonnement. L'an dernier, cinq accords de ce

type seulement ont été recensés, contre dix en 1988 et dix-neuf en 1987. D'autre part, les arriérés ne sont plus entachés du même discrédit qu'autrefois. Les institutions multilatérales ont récemment commencé à conclure des arrangements avec un petit nombre de pays en situation d'arriérés envers des banques commerciales, mais qui mettent en place de vastes programmes d'ajustement, et à leur procurer des fonds. Alors qu'auparavant le préalable à toute ouverture de négociations était la disparition de tels arriérés, aujourd'hui ces derniers ne font plus obstacle à la conclusion d'accords entre les banques et les pays débiteurs.

Contrairement aux pays lourdement endettés à revenu intermédiaire, les pays surendettés de l'Afrique subsaharienne ont vu leur endettement total augmenter de \$5 milliards l'an dernier, pour atteindre \$114 milliards. L'allègement de la dette à l'égard des créanciers officiels bilatéraux, selon les modalités prévues lors du sommet de Toronto, n'a entraîné qu'une réduction de \$50 milliards, soit tout juste 2%, du service de la dette. Cependant, le montant de l'endettement subsaharien vis-à-vis des créanciers officiels, financé par des plans de restructuration négociés à des conditions de plus en plus privilégiées dans le cadre du Club de Paris, est passé de \$1 milliard en 1988 à plus de \$11 milliards en 1989. Le FMI et la Banque mondiale ont mis en place des programmes visant à procurer à ces pays surendettés des ressources extérieures destinées à favoriser l'ajustement et la croissance. L'allègement de la dette est un élément de ces programmes. En septembre 1989, la Banque mondiale a instauré une facilité permettant à certains de ces pays de financer leurs rachats de dettes. Bien que les montants engagés à cette fin n'aient été que de \$0,1 milliard, les décotes très importantes en vigueur sur le marché entraîneront un allègement effectif de la dette considérablement plus grand.

L'approbation du plan Brady appelant à un soutien officiel en faveur de la réduction de l'encours et du service de la dette, en 1989, a amorcé un tournant stratégique. Dans un premier temps, jusqu'en 1985, il s'agissait avant tout d'empêcher le système financier international de subir un préjudice irrémédiable sur une grande échelle. L'engagement des banques commerciales envers les pays débiteurs en difficulté dépassait considérablement leurs fonds propres, et il était dans l'intérêt de toutes les parties d'empêcher une défaillance pure et simple par suite d'un manque critique de liquidité. Dans un deuxième temps, l'accent a été mis sur la résolution à plus long terme des problèmes d'endettement par le biais de la croissance et de réformes structurelles. Cette approche nécessitait l'engagement, sous forme de mise en œuvre de politiques appropriées et d'apport de financements, de toutes les parties concernées, à savoir débiteurs, banques commerciales, gouvernements des principaux pays industriels et institutions multilatérales. Bien que fondamentalement saine, cette initiative a entraîné une nouvelle progression de la dette extérieure sans parvenir à augmenter dans les mêmes proportions les capacités d'exportation des pays débiteurs. Dans un troisième temps, on a reconnu qu'un soutien officiel à la réduction de la charge de l'endettement pourrait contribuer à alléger le lourd fardeau grevant certains pays en développement surendettés et à les remettre sur la voie d'une croissance durable et équilibrée.

Allègement
privilegié limité
de la dette des
pays d'Afrique
subsaharienne

Le soutien officiel
à l'allègement de
la dette marque
un tournant dans
la stratégie de
l'endettement

L'accord
avec le Mexique:

Les modalités de la participation des institutions multilatérales ont été définies au printemps de 1989. Le FMI et la Banque mondiale apportaient, au cas par cas, leur soutien financier à des accords de réduction de dette négociés entre les banques créancières et les pays mettant en place des programmes d'ajustement à moyen terme.

les trois options

Il a fallu attendre la conclusion d'accords spécifiques avec les banques créancières avant de pouvoir discerner la configuration précise de cette nouvelle approche. L'accord concernant le Mexique, intervenu en mars 1990 pour une période de trois ans et demi, était important car il était le premier à être négocié et finançait \$48,5 milliards de dettes à moyen et long terme d'un grand pays s'efforçant énergiquement de mettre en place de profondes réformes structurelles. La proposition approuvée par les autorités mexicaines et le comité consultatif des banques commerciales donnait aux banques créancières le choix entre trois solutions: échanger leurs créances contre des obligations garanties assorties d'une décote de 35%, les échanger sur la base d'une pour une contre des obligations garanties au taux fixe de 6¼%, ou apporter de l'argent frais à raison de 25% du montant des créances existantes. Un total de \$7 milliards de fonds officiels, dont un montant de \$1,2 milliard prélevé sur les réserves de change du Mexique, était destiné à servir de garantie aux obligations prévues dans les deux premières solutions et au paiement d'une partie des intérêts s'y rapportant. Ces obligations étaient assorties de clauses de cession et de non-rééchelonnement et ne pouvaient pas donner lieu à de nouvelles demandes de financement. L'accord comportait encore d'autres éléments: la promesse du Mexique d'instituer un programme de conversion de dette en participations portant sur \$1 milliard par an pendant trois ans et demi, des dispositions pour des rachats limités de dettes et une clause de retour à meilleure fortune («recapture clause») qui prévoit, à partir de 1996, de dédommager les créanciers pour les allégements accordés, si le prix du pétrole dépasse un certain prix de référence.

les choix
des créanciers

Les créanciers du Mexique se sont clairement prononcés en faveur de l'échange de leurs créances existantes contre des obligations garanties offrant une réelle préséance en matière de remboursement, alors qu'en l'absence de soutien officiel aux créances existantes ou nouvelles ils se sont montrés réticents à fournir de l'argent frais. Compte tenu du poids relatif des divers créanciers, 47% environ ont opté pour l'échange d'obligations à taux fixe et quelque 41% pour les obligations avec décote, même s'il est certain que ces nouvelles obligations seront négociées avec décote sur les marchés secondaires, en l'absence de garantie couvrant l'intégralité des paiements d'intérêts. Seulement 12% des banques ont choisi l'apport d'argent frais, ce qui signifie que le Mexique ne bénéficiera que de \$1,5 milliard de nouveaux prêts pendant la durée de l'accord. En admettant que les taux d'intérêt à court terme ne changent pas, cet accord réduira de plus de \$1 milliard par an la charge d'intérêts du Mexique, après versement des intérêts sur les ressources empruntées au titre du fonds de garantie.

l'importance
de l'allégement

La mise en application de cet accord entraînera une réduction de la dette du Mexique plus importante que prévu. Certes, l'endettement à

l'égard des créanciers officiels augmentera de \$5,8 milliards au cours de la période couverte et les nouveaux engagements de prêts des banques commerciales vont accroître la dette mexicaine de \$1,5 milliard; cependant, la nette préférence des banques pour les opérations avec décote se traduira par une baisse de \$7 milliards de l'encours de la dette, tandis que les conversions en participations et les rachats le réduiront encore davantage. On peut également penser qu'une diminution supplémentaire d'environ \$7,5 milliards interviendra, car la valeur actualisée des obligations au pair, assorties d'un taux d'intérêt plus bas que celui du marché, est inférieure à celle des créances qu'elles remplacent. En outre, les conversions, amortissements et autres opérations d'élimination de dette intervenues l'an dernier en dehors de cet accord ont abaissé la dette publique du Mexique de \$4 milliards.

L'accord avec le Mexique n'a pu être obtenu qu'après de longues et laborieuses négociations, dans lesquelles les autorités américaines ont joué un rôle déterminant. Suite à cet ensemble de mesures, une grande partie de la dette mexicaine ne pourra plus, à l'avenir, faire l'objet de rééchelonnements, et le nombre de banques qui sont encore engagées à l'égard du Mexique est relativement faible, la plupart d'entre elles ayant échangé leurs engagements à moyen et long terme contre des créances qui n'impliquent pas de nouvelles demandes de crédits. Le Mexique pourrait donc à l'avenir avoir davantage de difficultés pour collecter des quantités importantes de capitaux destinés à financer sa balance des paiements, si des besoins imprévus venaient à se faire sentir.

Des accords prévoyant un soutien officiel à la réduction de la charge de la dette ont été ou sont en train d'être négociés avec certains pays, mais non avec les deux débiteurs les plus importants, à savoir le Brésil et l'Argentine. Dans le cadre de l'approche cas par cas, chaque accord est adapté à la situation spécifique du pays concerné. Un arrangement avec le Costa Rica n'a donné lieu à aucun apport d'argent frais, mais a permis un allègement généreux de \$1,8 milliard de sa dette. Compte tenu de leur engagement respectif, 65% environ des banques ont choisi de rétrocéder leurs créances à ce pays, avec une décote de 84%. Dans le cas des Philippines, l'accord a surpris par sa rapidité. Six jours et demi de négociations ont suffi aux banques et aux autorités pour convenir d'un programme comprenant des rachats purs et simples de dettes avec une décote de 50% pour un montant de \$1,3 milliard (presqu'un cinquième de la dette bancaire susceptible d'être prise en compte). Il garantissait en pratique une présence de remboursement pour environ \$0,7 milliard de nouvelles créances. L'accord prévoyait des rachats supplémentaires à une date ultérieure mais a entraîné un allègement moins important que prévu, car beaucoup de banques créancières ont choisi de ne pas participer à ce programme. L'existence même d'un accord préliminaire avec le Venezuela portant sur \$20 milliards de la dette remplissant les conditions requises est en soi digne d'intérêt. Les banques commerciales ont émis des doutes sur la nécessité d'un montage financier à des conditions privilégiées, car elles estiment que des politiques macro-économiques appropriées auraient permis à ce pays de s'acquitter normalement du service de sa dette. Le Maroc et ses

Accords
d'allègement
de dette avec
d'autres pays

banques créancières ont également élaboré un accord préliminaire qui prévoit un allègement de sa dette avec un soutien officiel.

Importance
des allègements
de dette

La valeur nominale totale de la dette extérieure financée par les quatre premiers accords négociés dans le cadre du plan Brady s'élève à \$72 milliards. Sur un montant de \$30–35 milliards de capitaux officiels affectés initialement au soutien de ces opérations, \$8 milliards environ ont à présent été effectivement engagés. Les diverses opérations vont réduire de quelque \$14 milliards l'endettement envers les banques commerciales, tandis que l'allègement du fardeau des intérêts correspondra, d'après les estimations, à une diminution supplémentaire de \$11 milliards. Globalement, environ \$25 milliards, soit approximativement un tiers de la valeur nominale de la dette d'origine, sont ainsi effacés, mais ce chiffre est à rapporter à l'augmentation de \$8 milliards de l'endettement envers les créanciers officiels.

Qualités et ...

Outre l'effet produit sur l'afflux de ressources financières, la réduction de la dette présente d'autres avantages. En conférant plus de légitimité aux mesures impopulaires destinées à accroître l'efficacité économique et la capacité d'assurer le service de la dette, elle peut renforcer les chances de succès des programmes d'ajustement structurel. Au Mexique, l'accord a eu un impact positif sur l'attitude des investisseurs et le climat économique général. Les taux d'intérêt internes ont baissé tandis que les craintes inflationnistes se sont atténuées, réduisant ainsi le montant de la charge d'intérêts internes du secteur public. Cette amélioration des perspectives économiques a entraîné le retour d'une partie des capitaux évadés, attiré les investissements directs et fait monter les cours des actions. Malgré un relèvement sensible des taux d'intérêt, destiné à empêcher une surchauffe de l'économie, le Mexique a été en mesure de maintenir les orientations fondamentales de sa politique pendant une bonne partie de l'année.

... faiblesses de la
nouvelle stratégie

Pour utile qu'il soit, le plan Brady ne résout qu'une partie des problèmes des pays lourdement endettés. Pour diverses raisons, les perspectives d'apport d'argent frais apparaissent moins encourageantes qu'elles ne l'ont été pendant un moment. Premièrement, l'ampleur de l'allègement permis par ce nouveau plan avait au départ été surestimée, si l'on tient compte du soutien officiel disponible. Cela a fait naître du côté des pays débiteurs des attentes exagérées et altéré, d'une façon générale, le climat des négociations. Deuxièmement, suite aux décisions politiques officielles, les banques ont dû négocier avec certains pays qui, à leur avis, ne nécessitaient ni ne méritaient une réduction d'endettement. Un troisième problème concerne l'utilisation des prix du marché secondaire comme point de référence pour les décotes de dette, qui constitue une incitation pour les débiteurs à faire baisser les prix pour obtenir des décotes plus importantes. Enfin, il est difficile de concilier réduction de dette et nouveaux crédits. Il est peu probable que les banques enregistrant des pertes sur leurs prêts existants soient disposées à octroyer de nouveaux crédits, à moins que les avantages accordés sur l'encours de dette soient suffisants pour rétablir la cote de crédit des pays débiteurs.

En fait, il semble que les gouvernements des principaux pays créanciers ont, sans le vouloir, encouragé les banques à opter pour des réductions de

la charge de la dette plutôt que pour des apports d'argent frais. Dans le cadre du plan Brady, des appels avaient été lancés en vue de revoir les obstacles d'ordre fiscal, comptable et réglementaire s'opposant à un tel allègement. Comme les pays ont hésité à modifier les dispositions réglementaires et comptables destinées à garantir la solidité du système financier, les changements effectués ont porté essentiellement sur le domaine fiscal. Très peu cependant ont rendu les nouveaux prêts plus attractifs.

Implications pour les nouveaux prêts bancaires

Pour beaucoup de débiteurs importants, les perspectives économiques défavorables à court terme montrent qu'il importe encore davantage aujourd'hui de soutenir leurs efforts de mise en œuvre de politiques macro-économiques et d'ajustement structurel appropriées. Etant donné que, dans les conditions actuelles, il est vraisemblable que la réduction du service de la dette, les investissements directs et le retour des capitaux évadés ne suffiront pas, dans la plupart des cas, à couvrir les besoins en devises des débiteurs pour appliquer de telles politiques, de nouveaux prêts seront nécessaires. A moins que ce nouveau plan ne parvienne à rétablir la capacité de ces pays d'assurer le service de leur dette, les banques seront peu disposées à fournir d'importantes quantités d'argent frais sans l'appui de crédits officiels. En outre, il n'est même pas certain, exception faite des règlements commerciaux qui s'autofinancent, que l'octroi de prêts supplémentaires aux conditions du marché serve les intérêts des pays débiteurs eux-mêmes. On pourrait donc en conclure que les programmes d'allègement assortis d'une garantie officielle devraient assurer une plus grande symétrie que par le passé entre le traitement de la réduction de la dette et les nouveaux crédits et qu'un apport plus substantiel de fonds publics sera nécessaire.

Nécessité d'un soutien officiel accru

VI. Evolutions et politiques monétaires

Faits saillants

L'an dernier, la politique monétaire des pays industriels s'est essentiellement efforcée de s'opposer à une accélération de l'inflation, puisque le rythme de l'activité économique s'est généralement révélé plus vigoureux que prévu. Les évolutions cycliques non synchronisées des économies et des divergences de taux de change ont cependant influé sur les politiques de taux d'intérêt suivies par les différents pays.

Les taux d'intérêt à court terme ont été peu à peu abaissés aux Etats-Unis à partir du printemps de 1989, afin d'enrayer le ralentissement de l'activité économique, mais progressivement relevés au Japon et en Allemagne pour prévenir l'accumulation de tensions sur les capacités de production.

Les taux d'intérêt ont été également rehaussés en France comme dans la majorité des autres pays appartenant au mécanisme de change européen (MCE) dans la mesure nécessaire au maintien de la stabilité du SME. Dans la plupart des cas, ces hausses devaient aussi contribuer à modérer les pressions de la demande interne. Au Royaume-Uni, en Suède et au Canada, la réaction aux précédents resserrements monétaires s'est fait attendre, de sorte qu'il a fallu de nouveau majorer les taux d'intérêt à la fin de 1989 ou au début de 1990, lorsque les taux de change étaient orientés à la baisse.

Bien que l'évolution des taux d'intérêt ait concouru à maintenir les principaux agrégats monétaires sur la trajectoire prévue en 1989, une forte expansion de la monnaie avait été enregistrée les années précédentes dans la plupart des grands pays. A l'évidence, certains agrégats-clés étaient devenus moins fiables comme références de la politique à court terme, mais, de surcroît, quelques pays avaient accordé la priorité à la lutte contre les risques de récession nés du krach boursier de 1987 ou de la revalorisation de leur monnaie à l'égard du dollar EU. Maintenant que l'inflation s'est amplifiée ou est demeurée vive, la question est de savoir si un resserrement monétaire peut être maintenu suffisamment longtemps ou avec assez de rigueur pour restaurer un niveau élevé de stabilité des prix. Cette voie peut paraître coûteuse, mais le sera moins, en fin de compte, que si on laisse l'inflation s'accélérer ou s'incruster à ses rythmes actuels.

L'intégration financière internationale a continué de réduire la marge d'autonomie des politiques monétaires dans les différents pays. Cela est spécialement vrai dans les pays d'Europe, qui cherchent à libéraliser davantage les mouvements transfrontières de capitaux, tout en axant bien souvent leur politique monétaire sur la stabilisation du taux de change. De plus en plus, les autorités monétaires ont cherché à recourir principalement à des instruments indirects pour agir sur les réserves bancaires et les taux

d'intérêt à court terme. Néanmoins, un rétablissement ou un renforcement du contrôle des changes et des plafonds de crédit a été nécessaire pour permettre une régulation monétaire effective dans certains pays, comme l'Espagne, caractérisés par de fortes pressions de la demande et des rythmes d'inflation élevés.

On s'accorde maintenant davantage à reconnaître que la politique monétaire devrait chercher avant tout à assurer la stabilité des prix et que cet objectif a davantage de chances d'être atteint si la banque centrale jouit d'une assez grande indépendance vis-à-vis du Trésor et des autres organismes publics. Cette opinion est devenue particulièrement manifeste lors des discussions sur les préalables à de nouveaux progrès vers l'union économique et monétaire au sein de la Communauté européenne, au-delà de sa première étape, qui commencera en juillet 1990. Un large consensus a été obtenu sur le fait qu'un Système européen de banques centrales, tel qu'il est envisagé dans le «Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne» (rapport du «Comité Delors»), devrait être doté d'un degré élevé d'indépendance vis-à-vis des autres organes nationaux et communautaires et recevoir expressément mandat de chercher à maintenir la stabilité des prix.

Il a été reconnu également que l'indépendance de la banque centrale est indispensable à l'efficacité de la politique macro-économique dans les anciennes économies à planification centralisée d'Europe de l'Est. L'union monétaire entre la République démocratique allemande et la République fédérale d'Allemagne constitue un cas particulier, en ce sens qu'elle consiste à étendre à une région l'usage d'une monnaie occidentale stable. Elle met toutefois l'accent sur une exigence plus générale: pour produire des résultats globaux satisfaisants, des accords monétaires appropriés doivent être confortés par des politiques budgétaires et des comportements salariaux adéquats.

Conduite de la politique monétaire durant l'année écoulée

Si les pressions sur les prix sont généralement devenues un sujet de préoccupation l'an dernier, les politiques monétaires des divers pays ont reflété les écarts entre les résultats économiques attendus et effectifs. Dans bon nombre de grandes économies, la politique a été spécifiquement «prospective», essayant d'anticiper les évolutions, en particulier celle de l'inflation. La vigueur de la demande globale a toutefois été largement sous-estimée, et les prévisions de croissance ont été progressivement révisées en hausse. Dans certains cas, les jugements sur l'ampleur et la rapidité des conséquences du resserrement monétaire pour la production, les paiements extérieurs et les prix se sont révélés trop optimistes.

Politiques de taux d'intérêt contrastées dans les plus grandes économies

Au bref assouplissement de la politique monétaire des Etats-Unis, à la fin de 1987, a succédé un resserrement progressif qui a porté les taux d'intérêt

Abaissement graduel des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis ...

courts à des sommets en mars 1989. Par la suite, dans un contexte de pré-occupations grandissantes suscitées par le degré de ralentissement de la croissance, ininterrompue depuis sept ans, la Réserve fédérale a pris une série de mesures conduisant à une baisse de 1½ point environ en fin d'année du taux interbancaire au jour le jour. Le taux d'escompte est demeuré inchangé après février 1989. Les rendements obligataires se sont détendus en parallèle assez étroit avec les taux du marché monétaire jusqu'en novembre, ce qui donnait à penser que les anticipations inflationnistes se modéraient. La politique de la Réserve fédérale semblait vouloir infléchir progressivement la hausse tendancielle des prix en maintenant pour un temps la croissance économique en deçà de son potentiel tout en cherchant à éviter la récession. Dans les premiers mois de 1990, alors que l'activité économique se renforçait, le taux interbancaire au jour le jour a été maintenu à son niveau.

... mais resserrement progressif de la politique monétaire au Japon ...

Au Japon, à l'opposé, la hausse du loyer de l'argent au jour le jour, faible jusqu'alors, s'est accélérée au printemps de 1989. Dans le cadre des nouvelles procédures opérationnelles mises en œuvre en novembre 1988, la Banque du Japon a laissé les forces du marché donner le signal d'une augmentation progressive des taux du marché monétaire jusqu'en décembre et l'a même appuyée par trois relèvements du taux officiel d'escompte en mai, octobre et décembre. Les taux du marché à court terme ne se sont tendus que modérément jusqu'en mars 1990, lorsque le taux d'escompte a été porté à 5¼%.

... et mesures de rigueur préventives en Allemagne

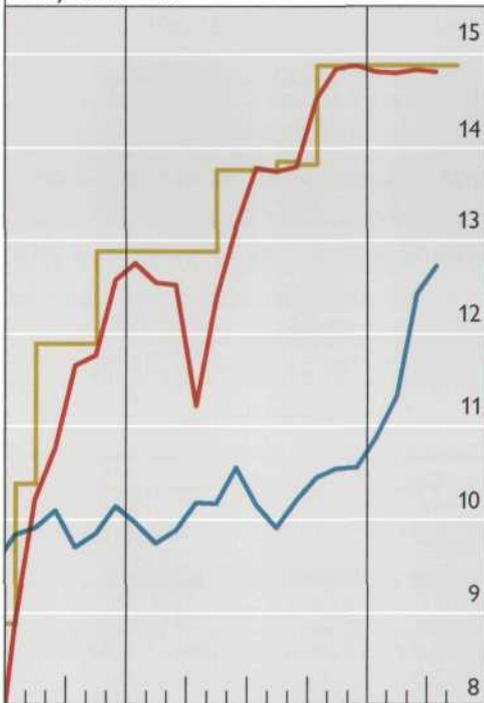
En Allemagne, les taux du marché monétaire se situaient sur une pente ascendante depuis le début de 1988, et la Bundesbank a suscité de nouvelles hausses, par petites touches, jusqu'en octobre 1989. En alimentant les banques en réserves dans le cadre de ses pensions, elle a eu largement recours à la procédure «à l'américaine» (acceptant les offres à partir d'un seuil, mais au taux proposé par l'enchérisseur), tout en procédant à des adjudications à taux déterminé lorsqu'il semblait nécessaire de guider plus fermement les taux du marché. Ceux-ci sont généralement demeurés proches du taux lombard de la Bundesbank, lequel a été relevé de 6% à 7% en deux étapes, en avril et juin, puis à 8% en octobre. En l'absence de modification sensible des parités avec les autres monnaies du SME, les exportations avaient continué à un rythme soutenu, tandis que l'immigration originaire d'Europe de l'Est et les perspectives d'union monétaire avec la République démocratique allemande laissaient entrevoir une accentuation des tensions sur les capacités de production. Toutefois, étant donné que l'appréciation du deutsche mark à l'égard de nombreuses autres monnaies, à partir d'octobre, contribuait à tempérer la montée des prix à la consommation et que l'évolution satisfaisante de l'agrégat monétaire renforçait la crédibilité de la politique suivie, le risque de voir les négociations salariales de 1990 conduire à de fortes augmentations devenait moins grand. Les améliorations accordées ne feront d'ailleurs sentir pleinement leurs effets qu'en 1991.

En France, la vigueur de la demande interne a eu tendance à se traduire davantage par une faiblesse persistante des paiements courants que

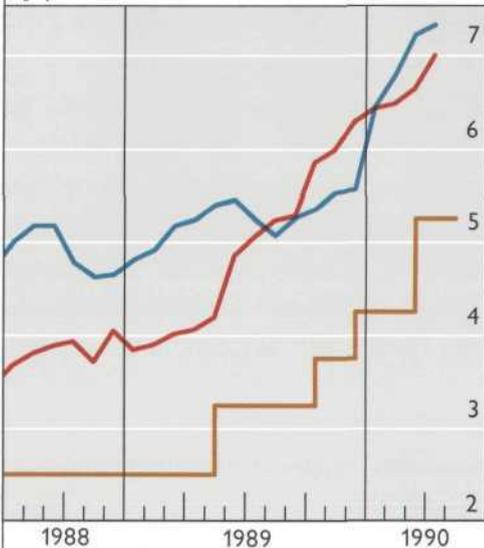
Taux d'intérêt officiels et taux du marché

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

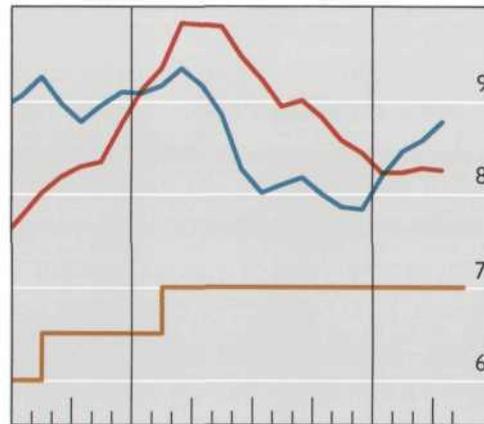
Royaume-Uni



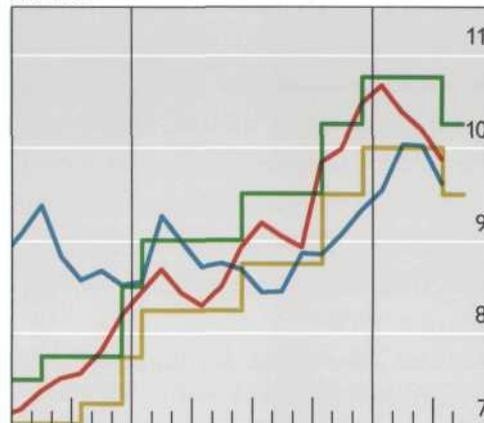
Japon



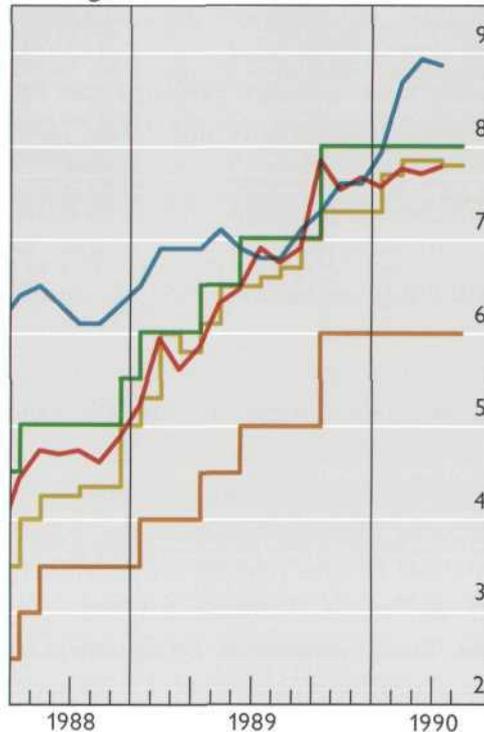
Etats-Unis



France



Allemagne



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

Durcissement en France pour des raisons internes et externes

par des tensions sur les prix intérieurs. Les taux du marché monétaire ont progressé moins vite qu'en Allemagne au premier semestre de 1989, grâce en partie à la fermeté relative du franc français dans la bande du MCE. En glissement annuel, la hausse des prix à la consommation, encore légèrement plus forte qu'en Allemagne, s'est cependant accrue à un rythme plus lent. A partir d'octobre, toutefois, lorsque le dynamisme de la croissance est devenu plus perceptible, l'augmentation des taux courts s'est accentuée. Un relèvement du taux d'intervention de la Banque de France (en octobre), coordonné avec une majoration du taux lombard de la Bundesbank, puis un autre, unilatéral (en décembre), furent jugés appropriés pour des raisons à la fois internes et externes. Devant les préoccupations suscitées par le rythme d'expansion du crédit, les coefficients de réserves obligatoires ont été renforcés de 1/2 point en octobre. Au printemps de 1990, le raffermissement du franc français dans la bande du MCE a permis d'abaisser le taux officiel d'intervention.

L'économie du Royaume-Uni réagit avec lenteur au resserrement antérieur

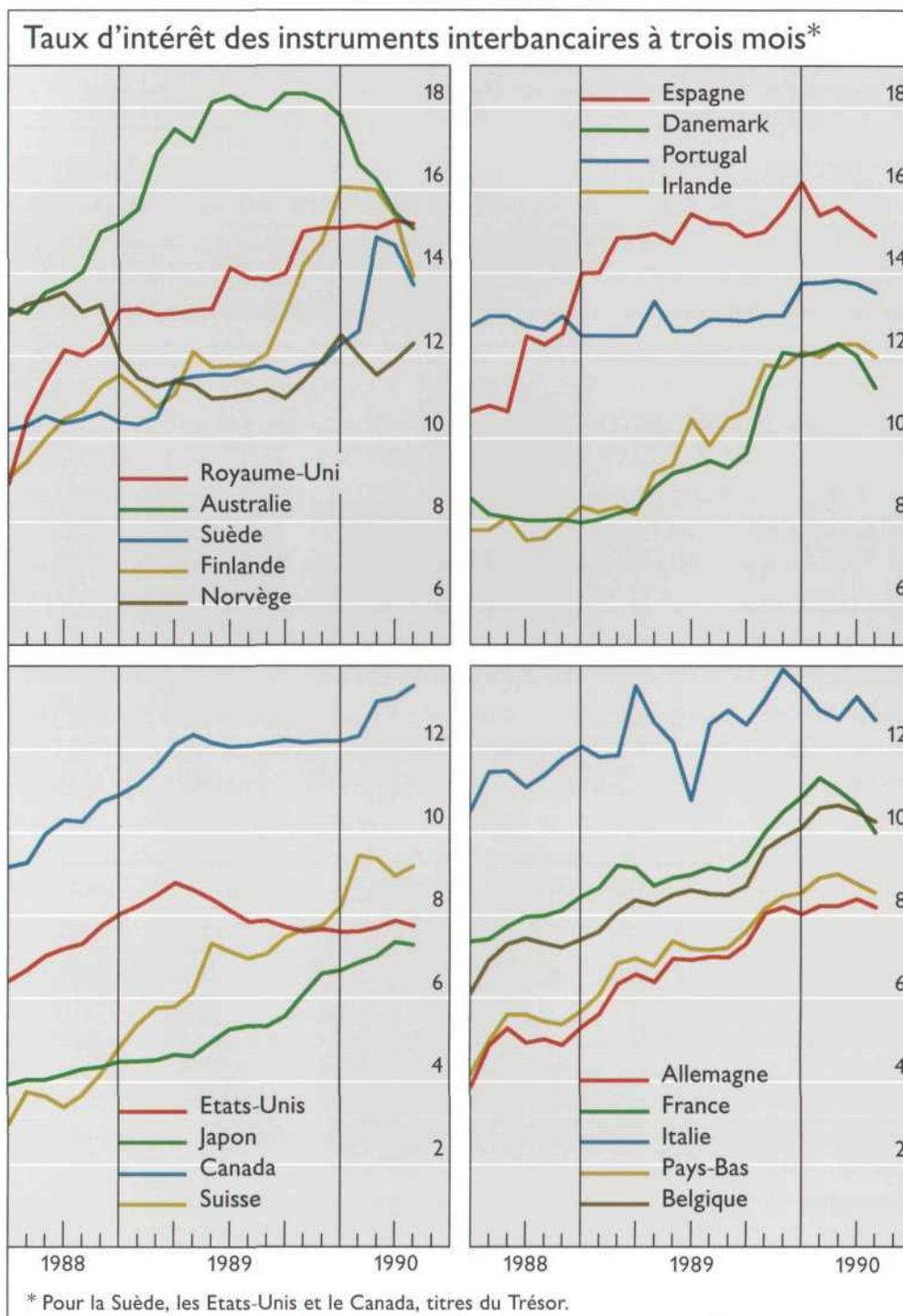
Au Royaume-Uni, le taux applicable aux achats d'effets de commerce à très court terme par la Banque d'Angleterre, qui était passé de moins de 7 1/2% à près de 13% entre mai et novembre 1988, atteignait presque 13 3/4% en mai 1989, le loyer de l'argent au jour le jour suivant une évolution correspondante. Durant une grande partie de l'année, la politique monétaire a attendu les effets de ce resserrement. Bien que la hausse des prix de l'immobilier d'habitation se soit graduellement ralentie, l'expansion de la quantité de monnaie au sens large et du crédit au secteur privé s'est poursuivie à un rythme très rapide. Les premiers signes de réaction sur la balance des paiements courants et les conventions salariales tardaient à se manifester. En fait, il est peu à peu devenu évident que l'économie était bien plus dynamique qu'on ne l'avait pensé. Les autorités ont résisté jusqu'en octobre aux tensions sur les taux d'intérêt à court terme mais ont dû alors relever d'un point supplémentaire le taux directeur, qui est ensuite demeuré inchangé malgré une dépréciation substantielle de la livre.

Politiques monétaires dans les pays participant au mécanisme de change du SME

Les autres pays adhérant à la bande de fluctuation étroite du MCE ont, à l'instar de l'Allemagne et de la France, relevé progressivement leurs taux courts durant l'année. Ces pays ont été caractérisés, en majorité, par un développement de l'activité économique et une hausse du taux d'utilisation de leurs capacités productives. Les pressions de la demande et la hausse des prix ont été assez fortes en Italie, qui a abandonné, au début de 1990, la bande de fluctuation large (+/-6% par rapport au cours-pivot) où évoluait la lire. L'Espagne, qui a connu, elle aussi, une inflation relativement élevée, a adhéré au mécanisme de change en juin 1989, adoptant pour la peseta la bande de fluctuation large.

Relèvement des taux d'intérêt à court terme dans les autres pays du MCE également

En Belgique, aux Pays-Bas et au Danemark, les relèvements des taux officiels opérés entre avril et octobre 1989 ont coïncidé, par leur date et leur ampleur, avec ceux du taux lombard en Allemagne. En Belgique, où



l'amélioration de la croissance a été très marquée, une crédibilité accrue de la politique de taux de change et une nouvelle compression du besoin de financement de l'Etat ont concouru à diminuer, pendant cette période, l'écart de taux d'intérêt avec l'Allemagne. Aux Pays-Bas, la hausse des prix à la consommation a été plus faible qu'en Allemagne, mais des sorties de capitaux au début de 1989, associées à une expansion rapide des crédits bancaires, ont conduit à instituer un dispositif de réserves monétaires (voir page 196). Lorsque, par la suite, des volumes substantiels de fonds ont été importés par l'intermédiaire des établissements de crédit, le recours au système de dépôts obligatoires auprès de la Banque des Pays-Bas a permis de

limiter l'incidence, sur le marché monétaire, des achats de devises effectués par les autorités. Comme en Belgique, les taux directeurs ont dû être à nouveau relevés à la fin de 1989 et les taux du marché monétaire interne se sont tendus davantage qu'en Allemagne. L'activité économique est restée très faible au Danemark et les taux du marché monétaire ont été majorés, au début de 1989, moins fortement qu'en Allemagne cependant. La couronne a chuté jusqu'à sa limite inférieure dans la bande du MCE, ce qui a parfois rendu des interventions nécessaires. Les taux à court terme ont été rehaussés unilatéralement en octobre, mais légèrement abaissés au début de 1990. La croissance économique a été très satisfaisante en Irlande, l'an dernier; toutefois, en partie sous l'effet des sorties de capitaux attirés par les écarts de taux d'intérêt favorables à la livre sterling, les réserves officielles de change se sont réduites de £IR 755 millions en 1989. Entre avril et décembre, la banque centrale a relevé de 8% à 12% en quatre étapes le taux de ses avances à court terme.

Dilemme en
Italie ...

En Italie, le taux officiel d'escompte a été porté de 12½% à 13½% en mars 1989. Malgré le rétablissement des réserves obligatoires assises sur les positions nettes en devises des banques, et bien que les autorités aient laissé la lire s'apprécier à l'intérieur de la bande du MCE, les entrées de capitaux se sont poursuivies. La politique monétaire a principalement cherché, au cours de l'année, à limiter l'incidence de ces entrées et celle du financement du Trésor sur les réserves des banques. Etant donné qu'un volume considérable de la dette à court terme du Trésor doit être refinancé chaque mois et que les placements nets de titres dans le public sont parfois affectés par l'instabilité de l'opinion du marché, le taux au jour le jour a enregistré d'importantes fluctuations. Quand, à l'automne, l'Italie ne s'est pas associée aux augmentations des taux directeurs et des taux du marché dans les autres pays du MCE, la lire est descendue vers sa limite inférieure de la bande large. La monnaie italienne a intégré la bande étroite en janvier 1990, et son nouveau cours-pivot a été fixé à un niveau proche du cours alors en vigueur sur le marché. Elle s'est toutefois immédiatement redressée jusqu'au sommet de la bande et la banque centrale a dû intervenir en achetant des devises. En mai, le taux officiel d'escompte a été abaissé à 12½%.

... et en Espagne

En Espagne, dans une conjoncture marquée par un large déficit des paiements courants et par une accélération de l'inflation, le taux officiel des avances d'un jour à l'autre a été relevé, par étapes, de 10,5% en août 1988 à 13,8% en mars 1989. A la suite d'une forte appréciation de la peseta, des dépôts obligatoires ont été imposés en janvier 1989 sur les emprunts à l'étranger des secteurs bancaire et non bancaire. L'adhésion au MCE a été en partie motivée par le désir d'accroître la crédibilité de la politique anti-inflationniste. A court terme, cependant, elle a restreint la possibilité de majorer les taux d'intérêt, malgré le maintien du contrôle des changes sur les entrées de capitaux. Dans ces circonstances, l'action des autorités a principalement consisté à augmenter les coefficients des réserves obligatoires et à inviter les banques à ralentir le développement des prêts au secteur privé; l'expansion de la monnaie et du crédit a pu être ainsi quelque peu freinée. Le taux officiel des avances d'un jour à l'autre a été porté à

14,5% en juillet et maintenu à ce niveau lorsque les taux d'intérêt ont été rehaussés à l'étranger, la peseta fléchissant alors à l'intérieur de sa bande de fluctuation. En fin d'année, les dépôts obligatoires sur l'accroissement des positions de change des banques ont été supprimés, mais les directives en matière de crédit ont été durcies pour 1990.

Politiques monétaires dans les autres pays industriels

En Autriche, la politique monétaire demeure axée sur la stabilisation du taux de change schilling/deutsche mark. Le pays a connu, en 1989, une bonne croissance économique et une inflation modérée. En Suisse, où la politique de base monétaire avait été plus expansionniste que prévu à la fin de 1987 et en 1988, les pressions de la demande interne se sont amplifiées l'an dernier et les prix à la consommation ont nettement augmenté. Les taux d'intérêt à court terme, qui étaient tombés à de très bas niveaux en 1988, ont été fortement relevés de manière à dépasser ceux de l'Allemagne et à enrayer ainsi la dépréciation du franc suisse.

Forte hausse
des taux courts
en Suisse

En Suède et au Canada, la demande excessive s'est traduite par un déficit des paiements courants et une accélération de l'inflation, mais les niveaux relativement élevés des taux d'intérêt nominaux ont, pour un temps, continué de soutenir la monnaie. En Suède, la hausse des taux courts (le rendement des bons d'escompte du Trésor à six mois passant de 10½% à 13% en 1989) a attiré des capitaux étrangers pour des montants supérieurs au déficit des paiements courants, surtout après la levée, en juillet, de la plupart des mesures de contrôle des changes sur les mouvements de capitaux. La couronne s'est redressée dans sa bande de fluctuation publiée, oscillant autour de son objectif de taux de change pondéré jusqu'à ce qu'en octobre les marchés révisent leur jugement sur la situation fondamentale de l'économie. Après la démission du gouvernement, au début de 1990, la couronne s'est encore orientée à la baisse, et le rendement des titres du Trésor à six mois est monté à 15% en février. Au Canada, les pressions inflationnistes ont été, dans l'ensemble, plus importantes qu'aux Etats-Unis l'an dernier. La Banque du Canada a maintenu les taux courts à des niveaux élevés, alors qu'ils baissaient aux Etats-Unis. Un léger assouplissement de la politique, au début de 1990, ayant nettement affaibli le dollar canadien, les taux à court terme ont été fortement majorés. Même en tenant compte de l'incidence estimée de la dépréciation du taux de change sur la demande globale, les conditions monétaires étaient considérées plus restrictives. En Australie, la chute prononcée de la monnaie au début de 1989 s'explique en partie par l'opinion moins optimiste du marché, du fait de la persistance d'un déficit extérieur ample et d'une hausse des prix rapide. A la fin de l'année, le taux d'un jour à l'autre et le loyer de l'argent au jour le jour atteignaient 18% environ. Au début de 1990, le déficit des paiements courants et le rythme d'inflation étaient encore élevés, mais, comme l'économie commençait à donner quelques signes de faiblesse, les taux d'intérêt à très court terme ont été ramenés à l'intérieur d'une fourchette de 15-15½%.

Influence des
pressions
variables sur le
taux de change
en Suède et
au Canada

Régulation
monétaire et
politique de taux
de change
au Portugal
et en Grèce

La politique monétaire du Portugal a fait face à une accélération de l'inflation par un abaissement et une application plus rigoureuse des plafonds de crédit en mars 1989. En outre, les autorités ont davantage recouru aux taux d'intérêt en relevant à plusieurs reprises durant l'année les taux réglementés sur le marché interbancaire. La politique de taux de change a eu un effet restrictif, en ce sens que la dépréciation de l'escudo, en régime de parité rampante, n'a compensé qu'en partie l'écart d'inflation avec les partenaires commerciaux. Les ajustements de taux d'intérêt opérés l'an dernier en Grèce n'ont pas suffi à réduire l'expansion du crédit bancaire au secteur privé ni à rendre les placements en titres d'Etat plus attrayants que les dépôts. Des plafonds de crédit et des mesures destinées à restreindre la liquidité bancaire ont été mis en œuvre à la fin de 1989 et au début de 1990. En l'absence d'un objectif de change publié, une dépréciation continue du taux de change effectif a presque compensé l'écart d'inflation pondéré en fonction des échanges commerciaux.

Objectifs intermédiaires et indicateurs de la politique monétaire

La politique
monétaire
devient plus
éclectique dans
de nombreux
pays

Dans les pays qui, par le passé, recouraient essentiellement à des objectifs d'agrégats, la politique monétaire est devenue beaucoup plus éclectique, tandis que ceux qui utilisent principalement le taux de change comme objectif intermédiaire ont eu tendance à le rendre de plus en plus contraignant. Etant donné que l'efficacité de la politique de taux de change dans la lutte contre l'inflation dépend du degré de stabilité des prix obtenu ailleurs, le succès des politiques éclectiques se fait sentir dans tous les pays. Les politiques fondées sur un diagnostic permanent ont été guidées par une batterie d'indicateurs dénotant ou prévoyant l'évolution de l'activité économique et de l'inflation, mesurant notamment les pressions de la demande dans l'économie, le rythme d'expansion de la monnaie et du crédit et la situation sur le marché des changes. Certains pays ont été attentifs, en outre, aux variations des taux d'intérêt à long terme, aux cours des matières premières et à la valeur des actifs.

Objectifs d'agrégats monétaires

Les agrégats
monétaires
perdent de leur
importance

Le rôle moindre des objectifs de croissance des agrégats dans la conduite de la politique monétaire des pays industriels reflète non seulement les difficultés d'interprétation de leur évolution mais aussi la nécessité de promouvoir l'ajustement économique à la suite de perturbations extérieures. De nombreux pays – y compris certains dont la politique monétaire est principalement axée sur un objectif de taux de change – continuent de publier des normes annuelles d'expansion monétaire, essentiellement parce que cette façon d'afficher les orientations choisies peut encore contribuer à tempérer les anticipations inflationnistes, du fait qu'elle souligne l'engagement à long terme des autorités en faveur de la stabilité des prix.

Sous l'influence du resserrement de la politique monétaire à partir du printemps de 1988 et de la hausse des taux d'intérêt qui en est résultée,

l'expansion des agrégats-cibles, dans la plupart des grandes économies, a été contenue en 1989 à l'intérieur des fourchettes publiées, avec cependant des signes d'accélération, dans certains cas, en fin d'année. Aux Etats-Unis, la hausse des taux du marché au début de 1989 a concouru à ramener l'accroissement de M_2 au-dessous du jalon inférieur de sa fourchette, mais la baisse des taux qui a suivi l'a fait remonter. En raison principalement de la détérioration de la qualité des crédits des caisses d'épargne – qui s'est traduite par un repli des dépôts – et de la restructuration de leurs bilans, la trajectoire de M_3 est restée proche de sa limite basse. Le rythme d'expansion sur quatre trimestres de M_2 +CD au Japon s'est peu à peu ralenti, conformément aux projections de la banque centrale, jusqu'aux trois derniers mois de l'année, pour s'amplifier ensuite. En Allemagne, où l'agrégat avait notablement dépassé son objectif au cours des trois années antérieures, M_3 est parvenu, l'an dernier, à un niveau très voisin du chiffre fixé.

Respect des objectifs d'agrégats monétaires, l'an dernier, dans les principaux pays

Agrégats de monnaie et du crédit: objectifs et taux d'expansion							
Pays et agrégat ¹	Objectif ² pour			Expansion de la monnaie ou du crédit			
				Période de référence ⁴		Variation sur quatre trimestres ⁵	
	1988 ³	1989 ³	1990 ³	1988	1989	1989 TI	1990 TI
en %							
Etats-Unis M_2	4-8	3-7	3-7	5,2	4,5	4,1	5,6
M_3	4-8	3½-7½	2½-6½	6,3	3,2	5,5	3,0
EITANF	7-11	6½-10½	5-9	9,1	8,0	9,2	7,5
Japon M_2 +CD	10-11	9-10	11-12	10,6	10,0	10,2	11,6
Allemagne M_3	3-6	env. 5	4-6	6,8	4,8	6,8	4,3
France M_2	4-6	4-6	3½-5½	3,9	4,4	3,7	2,7
Royaume-Uni M_0	1-5	1-5	1-5	6,1 ⁶	6,3 ⁶	6,7	5,9
Italie M_2	6-9	6-9	6-9	8,5	10,8	9,5	10,2
CSP	6-10	7-10	12	15,6	18,1	17,6	n.d.
Pays-Bas DM_2	-	-	5	-	n.d.	18,0	n.d.
Espagne ALP	8-11	6½-9½	6½-9½	12,1	11,3	12,5	9,3
Suisse MBC	3	2	2	-3,9	-1,9	-8,8	-3,4
Portugal L-	10-13	7½-10½	env. 12	14,8	8,8	15,3	n.d.
Grèce M_3	14-16	18-20	19-21	22,6	23,7	23,1	n.d.

¹ EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers; M_0 = base monétaire large; CSP = crédit au secteur autre que l'Etat; DM_2 = contribution du système bancaire à l'expansion de M_2 (accroissement des prêts internes à court terme au secteur privé et des crédits internes à long terme moins augmentation de l'endettement interne à long terme); ALP = actifs liquides détenus par le public – y compris certificats représentatifs de cessions de créances privées; MBC = monnaie de banque centrale; L- = total des liquidités détenues par le secteur non financier résident. ² Pour EITANF, fourchette de surveillance seulement; pour M_2 +CD, projection uniquement. ³ D'un quatrième trimestre à l'autre pour les Etats-Unis, le Japon (sauf 1990, d'un deuxième trimestre à l'autre), l'Allemagne et la France. De décembre à décembre pour l'Italie, l'Espagne, la Grèce et le Portugal. Pour le Royaume-Uni, périodes de douze mois se terminant en mars. Pour les Pays-Bas, du premier trimestre de 1989 au deuxième trimestre de 1990 (taux d'expansion sur quatre trimestres). Pour la Suisse, moyenne des variations mensuelles exprimées en rythme annuel, à partir du quatrième trimestre de l'année précédente (sauf 1988: moyenne annuelle). ⁴ Calculée sur la même base que l'objectif. ⁵ Sur la base de moyennes trimestrielles. ⁶ Périodes de douze mois se terminant en mars 1989 et 1990.

Sources: données nationales.

Le développement de M_2 , en France, s'est de même inscrit à l'intérieur de la fourchette publiée, tandis qu'en Italie, où les statistiques de décembre ont subi une distorsion due à des conflits sociaux dans le secteur bancaire, M_2 a généralement crû à un rythme proche de sa limite supérieure. L'expansion de l'agrégat étroit M_0 , au Royaume-Uni, s'est réduite, moins cependant qu'on aurait pu le prévoir en fonction des chiffres des ventes de détail, et elle a fini par dépasser la borne supérieure de la fourchette. En Suisse, une baisse supplémentaire et inattendue du besoin d'encaisses de règlement de la part des banques a contribué à ramener la monnaie de banque centrale, l'an dernier, au-dessous de l'objectif, mais ce résultat est aussi en partie attribuable à la montée des taux d'intérêt liée au durcissement de la politique monétaire. Les objectifs publiés ont été atteints au Portugal, mais dépassés en Grèce. Il y a eu également dépassement en Espagne, bien qu'au second semestre l'accroissement des actifs liquides détenus par le public ait nettement marqué le pas.

Réaction prévisible des agrégats larges aux augmentations des taux d'intérêt

Dans la plupart des pays, les objectifs d'expansion monétaire sont maintenant formulés en termes d'agrégats larges incluant les instruments d'épargne ainsi que les encaisses de transaction. A court terme, l'accroissement de ces agrégats est fortement influencé par le temps plus ou moins long mis par les banques à ajuster les taux créditeurs aux fluctuations du marché. Le décalage – ayant fait l'objet de nombreuses études – avec lequel les banques et caisses d'épargne adaptent la rémunération de leurs dépôts aux Etats-Unis explique que M_2 ait réagi avec autant de sensibilité aux variations des conditions du marché l'an passé. En Allemagne, le caractère traditionnellement limité de la répercussion des augmentations des taux du marché sur la rémunération des comptes d'épargne a favorisé un important transfert en faveur des dépôts à terme inclus dans M_3 ; parallèlement, cependant, la hausse des taux longs stimulait le développement des engagements bancaires à échéance éloignée, ce qui a grandement contribué à freiner la croissance de ce même agrégat. En France, M_2 se compose exclusivement d'encaisses de transaction non rémunérées et de dépôts à taux réglementés; son expansion s'est également ralentie lorsque les taux d'intérêt ont augmenté l'an dernier. Alors que dans la plupart des pays le contrôle à court terme de l'évolution des agrégats monétaires repose sur des modifications de portefeuille induites par des changements dans la structure des taux d'intérêt, une sensibilité excessive à court terme de la demande de monnaie aux taux d'intérêt peut compliquer l'emploi des agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires.

L'expansion modérée des quantités de monnaie retenues comme cibles, l'an dernier, sous-estime peut-être, dans certains pays, l'accumulation d'actifs liquides par les entreprises et les ménages. En Allemagne, l'agrégat M_3 élargi s'est accru au rythme de 8% environ, ce qui indique un important gonflement des dépôts des résidents non bancaires sur l'euromarché, qui ne sont pas inclus dans la définition classique de M_3 . La Bundesbank estime cependant que ces dépôts ne sont peut-être pas tous destinés à financer des dépenses de biens et services d'origine interne. L'expansion relativement rapide des agrégats larges de monnaie et de liquidité, en France,

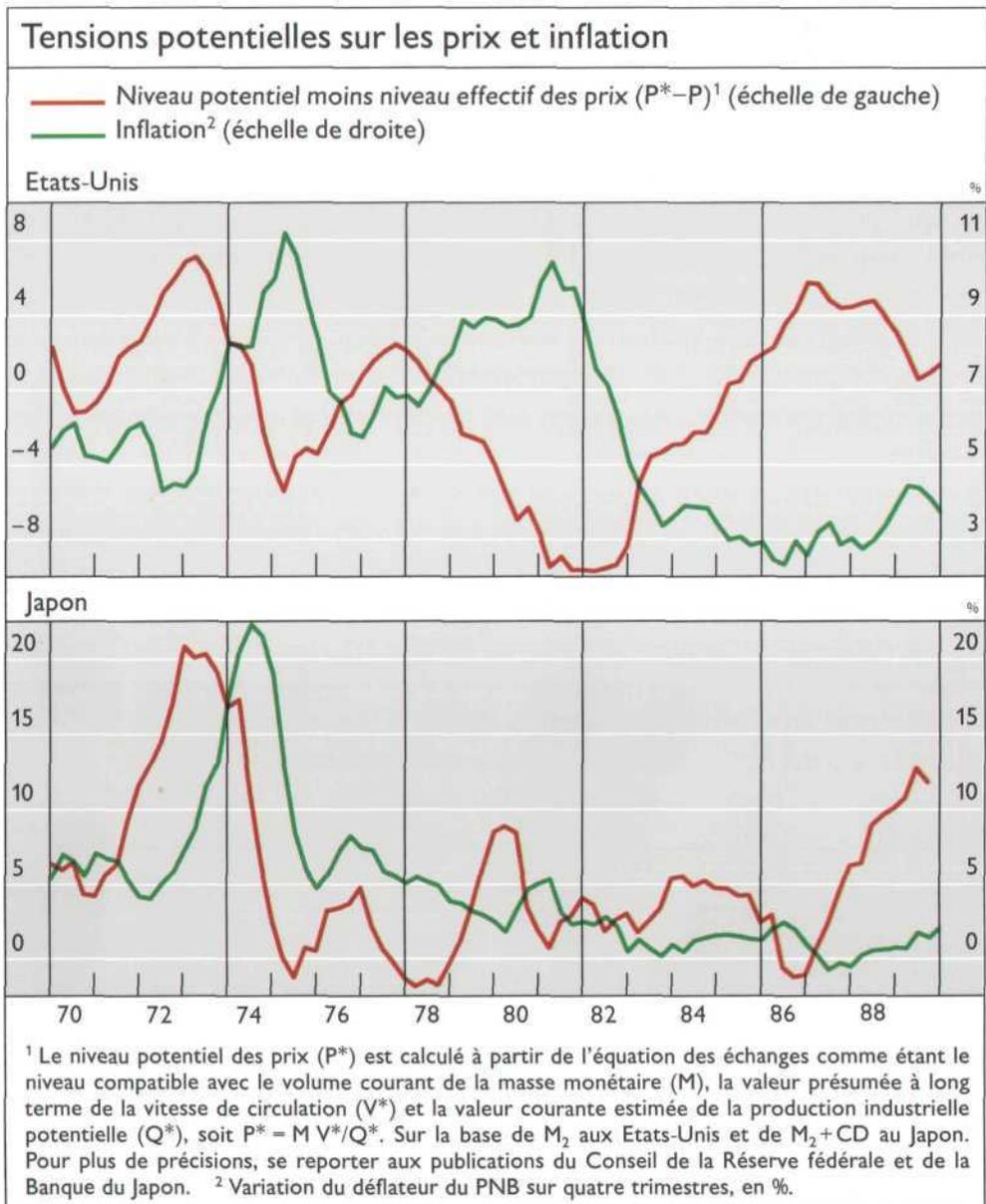
traduit en partie une augmentation considérable des dépôts en devises (exemptés de réserves obligatoires) des résidents auprès des banques locales, à la suite de la libéralisation du contrôle des changes. Au Royaume-Uni, M_4 a continué de croître à un rythme très soutenu.

Bien que la relation à court terme entre les agrégats monétaires et les autres variables économiques soit devenue moins nette, des preuves supplémentaires de la corrélation entre la masse monétaire et les prix ont été mises en évidence dans plusieurs pays. Des recherches empiriques, menées dans de nouvelles directions à la Réserve fédérale, à la Banque du Japon et à la Deutsche Bundesbank, ont démontré l'existence de relations stables à long terme. En rapportant le volume courant de la masse monétaire à la production potentielle et à l'évolution à long terme de la vitesse de circulation, on peut déduire le «niveau potentiel des prix». L'écart avec le chiffre effectif fournit la mesure des tensions sous-jacentes sur les prix, ce qui peut servir à prévoir l'évolution de l'inflation. Le graphique ci-contre illustre la tendance des taux d'inflation, aux Etats-Unis et au Japon, à s'accélérer lorsque le «niveau potentiel des prix» s'élève par rapport au niveau observé. Il est vrai que cette mesure des tensions sous-jacentes sur les prix indique uniquement une tendance à long terme et que les délais de réaction de l'inflation face à ces tensions peuvent varier dans le temps. De surcroît, le mode de transmission de cette relation à long terme reste inexpliqué. Néanmoins, malgré son caractère imparfait, cette démonstration souligne que le ralentissement de l'expansion monétaire constaté en 1989 dans les principaux pays ne sera peut-être pas suffisant pour empêcher l'inflation de s'accélérer sous l'effet de l'excès de liquidités créé, les années antérieures, par la croissance rapide des agrégats.

Les objectifs ou normes assignés aux agrégats pour 1990 soulignent la volonté des autorités de maintenir une orientation monétaire suffisamment restrictive pour freiner l'inflation. Aux Etats-Unis, il a été estimé qu'une fourchette inchangée de 3-7% pour M_2 serait compatible avec une croissance du PNB nominal un peu plus lente qu'en 1989, tandis que l'objectif fixé à M_3 a été abaissé à 2½-6½%, une nouvelle régression des actifs et des besoins en ressources des caisses d'épargne étant attendue. Compte tenu de la relative liquidité des entreprises et de la croissance de l'économie, la Banque du Japon juge trop élevé le rythme d'expansion de M_2+CD projeté pour le deuxième trimestre de 1990. Etant donné que les conditions monétaires en Allemagne seront peut-être influencées en 1990 par des développements sur le marché des changes auxquels la politique monétaire serait amenée à faire face, la Bundesbank a assigné à l'expansion de M_3 une fourchette centrée sur l'objectif de 1989. En France, en Italie et en Espagne, des fourchettes-objectifs légèrement plus basses ou inchangées mettent en relief le désir des autorités de faire reculer l'inflation et de parvenir à une plus grande convergence avec les pays partenaires du MCE. En Suisse, l'objectif de monnaie de banque centrale a de nouveau été fixé à 2%. Comme ce chiffre est nettement inférieur à la croissance projetée du PNB nominal, les taux d'intérêt devraient demeurer élevés, même si le franc suisse s'appréciait sur le marché des changes. Au Canada, où il s'est avéré que les taux

Nouveaux signes de l'existence d'une relation stable à long terme entre masse monétaire et niveau des prix

Des objectifs d'agrégats monétaires continuent d'être fixés pour 1990



de progression de M_2 , supérieurs à 10% ces dernières années, n'ont pas permis le retour à la stabilité des prix, la banque centrale vise à ramener l'expansion de la monnaie à un rythme plus proche du taux de croissance réalisable de l'économie.

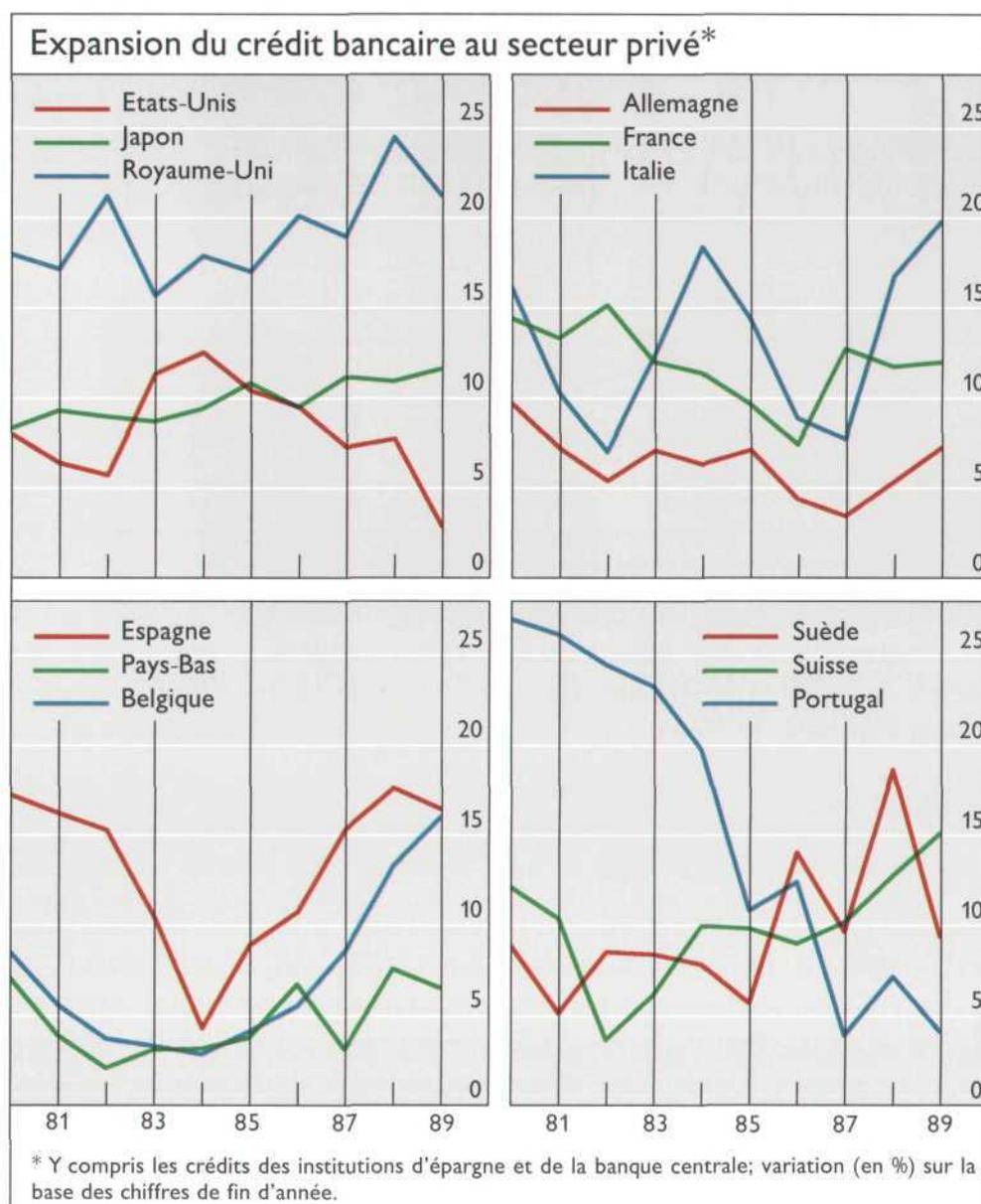
Normes d'expansion du crédit

Plusieurs pays publient des normes ou des fourchettes de surveillance pour les agrégats du crédit parallèlement, dans certains cas, à des objectifs de masse monétaire. Bien que les relations statistiques en cause manquent peut-être de stabilité, l'évolution du crédit est représentative de la demande interne courante. Dans un environnement de taux de change administrés, elle peut signaler des tensions endogènes qui sont la source de déficits des paiements courants ou de sorties de capitaux au titre du secteur non monétaire et ne se reflètent donc pas dans les agrégats de monnaie.

Quelques pays accordent encore une place importante à l'encadrement du crédit comme instrument de la politique monétaire (voir page 196).

La vigueur tendancielle de la demande globale et la réaction limitée de l'activité économique au durcissement de la politique monétaire, l'an dernier, se reflètent nettement dans les concours bancaires. Les crédits au secteur privé des banques et établissements d'épargne ont poursuivi leur rapide expansion au Royaume-Uni, en Italie, en Espagne, en Suède et, dans une moindre mesure, au Japon, en Allemagne et en France. Dans certains pays, la progression a approché ou dépassé les niveaux atteints lors des précédents sommets du cycle, caractérisés par une inflation beaucoup plus vive. En règle générale, les crédits aux entreprises se sont développés très fortement; au Royaume-Uni, en France et en Suède, les prêts aux ménages, qui s'étaient très nettement accrus à la suite d'un assouplissement des restrictions, se sont quelque peu ralentis. La contraction des bilans des caisses d'épargne aux Etats-Unis n'a guère eu d'incidence sur l'offre globale de

Expansion rapide des prêts bancaires au secteur privé



crédits garantis par hypothèque, principalement parce que ces établissements ont pu céder massivement leurs créances hypothécaires sur le marché secondaire. Dans la plupart des pays, les concours bancaires aux collectivités publiques ont été très modestes l'an dernier. Aux Pays-Bas, on a observé une interaction frappante entre le ralentissement des crédits bancaires internes et l'excédent de la balance des paiements au titre du secteur non bancaire; les autorités ont imposé des réserves monétaires (voir page 196) calculées sur la base de la création nette de monnaie par les banques (crédits internes à court terme au secteur privé et à long terme, moins accroissement des engagements à long terme envers les résidents). L'agrégat M_2 s'est néanmoins fortement gonflé.

Surveillance des agrégats larges du crédit aux Etats-Unis, en France et en Italie

Les modifications des circuits d'intermédiation n'ont exercé que des effets limités sur les agrégats larges de surveillance du crédit aux Etats-Unis et en France. Ces agrégats, qui incluent les financements sur les marchés nationaux des valeurs mobilières et, pour la France, les capitaux collectés à l'étranger par les agents non financiers ont évolué en parallèle assez étroit avec la demande interne. En Italie, le dépassement de l'objectif pour le crédit au secteur autre que l'Etat s'est accompagné d'une restructuration des bilans des banques, qui continuent de céder leurs titres d'Etat dans le public, ce qui a contribué par ailleurs à limiter l'expansion de M_2 . Les normes ou plafonds de crédit publiés pour 1990 impliquent, dans tous les pays concernés, un ralentissement par rapport à la progression effective de l'an passé.

Préoccupations suscitées par l'endettement élevé des entreprises ...

Il convient de replacer les rythmes rapides d'expansion du crédit en 1989 dans le contexte d'un endettement déjà lourd des entreprises et des ménages dans de nombreux pays. Aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, en France et en Belgique, les entreprises ont eu davantage recours aux prêts bancaires ou aux marchés financiers, ces dernières années, pour financer leurs investissements productifs, mais aussi leurs opérations de restructuration. L'apparition des obligations à haut risque aux Etats-Unis a favorisé une vague de fusions, acquisitions, rachats par endettement et reprises d'actifs, de sorte que la dette des entreprises américaines s'est creusée durant les années quatre-vingt à un rythme sans précédent depuis la guerre. Le taux d'endettement plus lourd de ce secteur a peut-être amplifié la sensibilité des investissements aux variations des taux d'intérêt. Au début de 1990, il apparaissait que certains établissements financiers rationnaient de plus en plus leurs concours aux entreprises présentant une moins bonne cote de crédit.

... et des ménages

Pour les ménages, les contraintes sur la liquidité ont été nettement allégées ces dernières années par la suppression des plafonds et autres formes de restrictions du crédit ou par la création de nouveaux produits d'emprunt comme les prêts à taux révisables. Les ratios dette soumise au paiement d'intérêts/revenu disponible plus actifs ont fortement augmenté aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Canada et en France, parfois jusqu'à des niveaux jamais atteints. La poussée de l'endettement s'est traduite par une baisse du taux d'épargne dans certains pays et peut avoir concouru à renforcer le rôle des taux d'intérêt dans le mécanisme de transmission de la

politique monétaire, tandis que les contraintes sur l'approvisionnement perdaient de l'importance. Au Royaume-Uni, les ménages sont maintenant très endettés et sont, en termes nets, payeurs d'intérêts à court terme, ce qui peut avoir aidé à ralentir l'expansion des prêts hypothécaires à ce secteur au moment de la hausse des taux, l'an dernier. Les risques accrus liés au gonflement de l'endettement des ménages semblent parfois avoir incité les établissements financiers à prendre l'initiative d'un relèvement des taux débiteurs ou d'un rationnement des nouveaux crédits. Néanmoins, un renforcement des recommandations de caractère prudentiel a également été jugé souhaitable à cet égard dans certains pays.

Taux de change comme objectifs et indicateurs

Les taux de change ont continué de jouer un rôle important dans de nombreux pays. Leur place dans la formulation de la politique et leur rôle dans le mécanisme de transmission varient cependant selon les pays. Certains jugent que la souplesse des parités protège l'activité nationale de diverses perturbations affectant l'économie réelle. D'autres, s'ils disposent de monnaies partenaires suffisamment stables, prennent des engagements formels de taux de change pour renforcer la crédibilité de la politique monétaire.

Même dans les plus grandes économies, les influences extérieures ont gagné en importance ces dernières années, de sorte que les politiques monétaires ont dû tenir compte du prix des ajustements à effectuer à la suite de fortes variations des taux de change réels. En 1989, cependant, les autorités monétaires des trois principales économies ont été surtout préoccupées par les effets des fluctuations de change sur l'inflation interne par le biais des pressions exercées par la demande et sur les coûts.

Dans quelques autres pays, les autorités sont encore fermement résolues à laisser aux forces du marché un rôle majeur dans la détermination de la parité de leur monnaie. Au Royaume-Uni, au Canada et en Australie, on a fait valoir que, dans un contexte de baisse des prix des produits exportés, tels que le pétrole ou les matières premières, entraînant une importante détérioration des termes de l'échange, la dépréciation du taux de change réel peut faciliter l'ajustement économique. Depuis le milieu des années quatre-vingt, les faits donnent cependant à penser qu'en l'absence d'une référence sous forme de taux de change nominal l'inflation peut se développer et s'incruster. En outre, lorsque d'amples variations en termes réels s'inversent après un temps, le processus d'ajustement qui a été amorcé peut ne pas être adéquat à long terme. En Suisse, on pense depuis toujours que le flottement autonome de la monnaie est favorable au rôle international du marché financier; l'an dernier, cependant, le soutien de la parité franc suisse/deutsche mark a reçu une attention accrue, car il a été admis que la dévalorisation de la monnaie contribuait à accélérer la hausse des prix.

Au cours des deux dernières années, on a parfois pensé, au Royaume-Uni, au Canada et en Australie, que la revalorisation de la monnaie avait servi à renforcer l'incidence du niveau élevé des taux d'intérêt sur la demande globale. Toutefois, il est caractéristique que, dans chacun de ces

Diversité des politiques de taux de change

Difficultés liées aux parités flottantes

pays, la relation entre les fluctuations de change et les taux d'intérêt varie de façon imprévisible au fil du temps et se modifie souvent de manière brutale. Dans la mesure où les entrées de capitaux attirés par des rendements nominaux relativement élevés ont été chargées de financer d'amples déficits des paiements courants, l'ajustement externe n'a pas été facilité et les pays concernés sont demeurés exposés à un brusque retournement de l'opinion du marché.

La réussite des politiques de monnaie forte repose sur des comportements salariaux appropriés

L'an passé, la Suède, la Norvège et la Finlande ont continué de se guider sur le taux de change nominal effectif pour stabiliser leur monnaie. Etant donné que les paniers de devises servant de référence comprenaient des monnaies de pays où la hausse des prix était relativement forte, le critère retenu pour lutter contre l'inflation n'a pas été aussi rigoureux que celui de l'Autriche et des pays participant au SME, qui utilisent la relation avec le deutsche mark. Un objectif de taux de change nominal vise à freiner l'inflation sans entamer la compétitivité des exportations. L'expérience montre en effet que la réussite d'une politique de monnaie forte dépend de l'instauration de comportements salariaux tenant compte de la compétitivité du pays. Une loi votée en 1988 en Belgique va dans ce sens: elle autorise le gouvernement à suspendre, s'il le faut, l'indexation automatique des salaires pour empêcher une détérioration de la position concurrentielle des entreprises.

Résultats des politiques plus éclectiques menées depuis 1987

Tentatives de prise en compte d'objectifs à plus long terme

Dans la plupart des grands pays, la politique monétaire se fonde depuis plusieurs années sur un diagnostic plus large. Dans la mesure où les autorités ont estimé qu'elles ne pouvaient plus se fier aux agrégats pour prévoir les tendances de la production et des prix, il était à craindre que les objectifs à plus long terme ne soient pas pris en compte de façon adéquate. Toutefois, les banques centrales sont demeurées conscientes des décalages longs et variables avec lesquels les évolutions monétaires font sentir leurs effets; pour y parer, elles ont eu recours à une batterie d'indicateurs prévisionnels et ont fréquemment adapté leurs orientations.

Difficultés d'interprétation des divers indicateurs prévisionnels

L'expérience a montré que les taux d'intérêt, les agrégats du crédit et les taux de change flottants subissent l'influence non seulement des modifications de la politique monétaire, mais aussi de l'activité économique, et qu'ils peuvent donc être incapables de signaler de manière fiable une accumulation des tensions inflationnistes. De semblables difficultés apparaissent quand il s'agit d'analyser les variations des prix des actifs réels et financiers ainsi que les cours des matières premières. Depuis peu, les prix des actifs réels sont considérés, dans certains pays, comme d'utiles indicateurs potentiels des anticipations du marché. Ils sont toutefois soumis à toute une gamme de facteurs spécifiques à leurs marchés et apparaissent parfois plus instables que leurs déterminants fondamentaux. De surcroît, la relation qui existe entre les variations des prix des actifs financiers et des matières premières, d'une part, et les développements économiques d'un intérêt plus direct pour la politique monétaire, d'autre part, n'est pas clairement comprise. Même lorsque les fluctuations des prix des actifs semblent donner

clairement une indication avancée de l'évolution probable, les autorités monétaires auront quelque difficulté à justifier un changement d'orientation avant que la production ou les prix à la consommation n'aient eu le temps de réagir.

A posteriori, on peut penser que les politiques de taux d'intérêt appliquées depuis la fin de 1987 ont été caractérisées par une aisance excessive. On a généralement sous-estimé la vitesse et les conséquences pour l'économie du processus d'ajustement international des paiements courants, de même que l'effet décalé des modifications des termes de l'échange (conséquence de la baisse des prix pétroliers) sur l'activité économique. Si, en Allemagne, la politique monétaire a été resserrée au début de 1988 pour devancer une accélération de la hausse des prix, une telle décision n'a peut-être pas été prise assez rapidement dans d'autres pays. La politique a ensuite été durcie, mais trop tard pour éviter un réveil de l'inflation. Au printemps de 1990, les pressions de la demande semblaient devoir s'intensifier au Japon et dans plusieurs pays d'Europe continentale. La hausse des prix à la consommation s'accélérait, mais demeurait modérée par comparaison avec beaucoup d'autres pays; souvent, il était encore trop tôt pour savoir exactement dans quelle mesure les coûts salariaux pourraient être maîtrisés. Aux Etats-Unis et dans d'autres pays où l'économie avait commencé à ressentir les effets du resserrement monétaire, des voix se sont élevées pour inciter les autorités à assouplir leur politique, malgré la persistance ou l'accélération de l'inflation. Dans quelques pays, leur choix a été rendu encore plus difficile par le risque inhérent à la fragilité de certains secteurs du marché financier.

Malgré les politiques monétaires restrictives, l'inflation s'est accélérée

Instruments de politique monétaire et intégration financière internationale

La déréglementation et l'intégration financière internationale ont marqué d'une profonde empreinte les instruments et procédures de la politique monétaire. Aux Etats-Unis, les modes d'intervention de la Réserve fédérale sont demeurés pratiquement inchangés depuis 1982, mais la déréglementation des taux créditeurs suscite toujours de grandes incertitudes quant aux effets de la politique monétaire sur les agrégats, les taux d'intérêt et l'économie. Au Japon, les procédures opérationnelles ont de plus en plus fait appel aux lois du marché durant les années quatre-vingt, parallèlement à la déréglementation du système financier, qui transforme le mécanisme de transmission de la politique monétaire. En 1989, c'est en Europe que le rythme des mutations a été le plus vif. La France, l'Italie et la Belgique ont libéralisé leur contrôle des changes dans le cadre du programme de création d'un espace financier unifié d'ici à 1993. La Suède et l'Autriche ont fait de même. En outre, les pays européens ont continué d'adopter des instruments monétaires davantage tournés vers le marché pour faire face à l'intégration croissante de leurs places financières à l'échelle internationale. Néanmoins, l'Espagne, le Portugal et la Grèce ont jugé nécessaire de renforcer les contrôles directs pour resserrer les conditions monétaires.

Incidence sur les divers instruments de la déréglementation et de l'intégration financière internationale

Instruments de régulation du marché monétaire

La conduite de la politique monétaire fait maintenant essentiellement appel, dans tous les pays du Groupe des Dix, à la régulation de l'offre et de la demande de réserves bancaires, de préférence aux contrôles directs du crédit et des taux d'intérêt. Dans de nombreux cas, de nouveaux instruments souples agissant sur les taux d'intérêt à court terme ont contribué à maintenir l'efficacité de l'orientation monétaire quand celle des mesures réglementaires, tels plafonds de crédit et contrôle des changes, était érodée par l'innovation financière.

Procédures
opérationnelles
agissant sur les
réserves des
banques au niveau
de la demande ...

La demande de réserves sur les livres de la banque centrale dépend principalement de la réglementation des réserves obligatoires ou de dispositions spécifiques régissant les modalités de règlement interbancaire. En Suisse, les banques ont pu comprimer davantage leurs encaisses de règlement auprès de la Banque Nationale, ce qui a contraint celle-ci à recourir largement aux taux d'intérêt pour indiquer l'orientation de sa politique, comme cela se pratique depuis quelque temps dans la plupart des autres pays du Groupe des Dix. En Italie, si des coefficients de réserves élevés restent indispensables pour conserver le contrôle de l'évolution de la monnaie de banque centrale, dans un contexte de concours massifs de la Banque d'Italie à l'Etat, les dispositions en vigueur font l'objet d'une révision rendue nécessaire par la levée du contrôle des changes. En Espagne, le coefficient de réserves, abaissé en février 1990 de 17% à 5%, a ainsi été ramené à un niveau proche de la majeure partie des pays du MCE, mais les fonds dégagés doivent être placés en certificats de dépôt faiblement rémunérés émis par la Banque d'Espagne. Dans la plupart des pays du Groupe des Dix, les réserves obligatoires sont calculées en moyenne sur la période considérée, ce qui sert encore à tempérer les fluctuations à court terme des taux du marché monétaire. Il n'est pas nécessaire, à cet effet, que les coefficients de réserves soient très élevés. Aux Pays-Bas, les variations des taux d'intérêt sont atténuées par la prise en compte du volume moyen d'utilisation des lignes de crédit auprès de la banque centrale. Cependant, des dispositions exigeant des banques le maintien de dépôts auprès de la Banque des Pays-Bas, pour des montants établis par quinzaine, sont mises en œuvre depuis 1988 afin d'aider à neutraliser l'incidence sur le marché monétaire de l'important volume des interventions sur le marché des changes.

... et de l'offre

La conduite de la politique monétaire repose désormais, dans la majeure partie des pays, sur des instruments indirects impliquant une intervention de la banque centrale sur les marchés; ce choix impose des limites rigoureuses aux opérations de bilan qui échappent au contrôle de l'institut d'émission – en particulier les concours directs ou indirects à l'Etat, y compris les acquisitions de bons du Trésor pour le soutien du marché. A cet égard, la suppression en Italie, au début de l'an dernier, du prix-plancher lors des adjudications de bons du Trésor à six et douze mois a contribué à limiter les achats de la Banque d'Italie. Cependant, une ligne directe de crédit de la banque centrale en faveur du Trésor, augmentée automatiquement chaque année en fonction de la hausse des dépenses prévues au

budget de l'Etat, continue d'entraver le contrôle des réserves bancaires. En Belgique, le plafond de la ligne de crédit du Fonds des rentes auprès de la Banque Nationale, par l'intermédiaire de laquelle l'Etat peut se financer indirectement, a été fortement abaissé, en deux étapes, en 1989.

La marge d'autonomie de la banque centrale dans ses interventions sur le marché des changes varie d'un pays à l'autre. L'an dernier, les achats officiels de devises ont atteint des montants exceptionnels par rapport à la quantité de monnaie de banque centrale en Italie, en Suède, en Belgique, aux Pays-Bas et même aux Etats-Unis, tandis que d'autres pays procédaient à des ventes pour des volumes relativement importants. Les procédures existantes ont suffi à neutraliser l'incidence directe à court terme de ces interventions sur les réserves bancaires dans tous les pays du Groupe des Dix, à l'exception – parfois – de l'Italie.

Instruments de contrôle réglementaire

Dans certains pays, l'encadrement du crédit joue un rôle complémentaire lorsque les objectifs définis en termes de parités prennent le pas sur la politique de taux d'intérêt à court terme. Ainsi, la norme de crédit instituée l'an dernier en Espagne était en partie destinée à favoriser une augmentation des conditions débitrices des banques. Le système de réserves monétaires mis en place en juillet 1989 aux Pays-Bas est considéré comme un instrument de marché. Les établissements de crédit dont la création de monnaie progressait de plus de 5% (en taux annuel) se voyaient imposer des pénalités. Pour restreindre l'incidence de cette mesure sur le marché monétaire, les banques n'étaient tenues de payer à l'institut d'émission que les intérêts auxquels elles auraient renoncé en constituant les dépôts non rémunérés requis. Elles étaient autorisées à se transférer mutuellement les soldes non utilisés et à compenser tout dépassement par les dépôts excédentaires de la période précédente ou future. Alors qu'il devait rester applicable jusqu'en juin 1990, ce dispositif a été levé en mars, après un fort ralentissement du crédit.

En Grèce, malgré une libéralisation substantielle du régime de taux d'intérêt et des modalités d'allocation du crédit ces dernières années, les établissements de crédit demeurent soumis à des réglementations qui transfèrent des ressources au secteur public. Dans le cadre du plafonnement institué en novembre 1989, les banques doivent placer en dépôts à six mois non rémunérés auprès de la Banque de Grèce l'équivalent de 25% de leurs prêts au secteur privé au-delà d'un seuil déterminé. Au Portugal, les crédits bancaires à moyen et long terme au secteur public ont été inclus dans les plafonds existants en juillet, tandis que le contrôle des changes en vigueur était renforcé afin de réduire les prêts externes aux résidents. Le plafonnement du crédit constitue depuis longtemps le principal instrument de la politique monétaire, mais des projets viennent d'être annoncés pour étendre la couverture des réserves obligatoires à de nouveaux établissements et instruments, jetant ainsi les bases d'un système davantage fondé sur la régulation des réserves bancaires et des taux d'intérêt.

Recours à l'encadrement du crédit en Espagne, aux Pays-Bas ...

... en Grèce ...

... et au Portugal

Libéralisation du contrôle des changes dans de nombreux pays européens

Les pays de la Communauté ont pris l'engagement, au sommet de Hanovre de juin 1988, de parvenir à une libération complète des mouvements de capitaux intracommunautaires d'ici à 1990, ou avant la fin de 1992 dans le cas de l'Espagne, de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal (avec éventuellement un délai supplémentaire jusqu'à la fin de 1995 pour la Grèce et le Portugal). Le contrôle des changes a été assoupli en Irlande en 1989, et entièrement levé en 1990 en France et en Italie. En Belgique et au Luxembourg, le double marché des changes a été aboli en mars 1990, avant l'échéance prévue. Les autorités d'Espagne et du Portugal ont, ces dernières années, profité de conditions favorables sur les marchés des changes pour libéraliser la sortie de certaines catégories de capitaux. Les restrictions de change ont été aussi pratiquement supprimées en Autriche et en Suède en 1989. Les contrôles des changes n'avaient pas toujours permis de lutter efficacement contre les flux transfrontières de grande ampleur; leur libéralisation, l'an dernier, n'a été suivie de fortes modifications des mouvements de capitaux que dans le cas de la Suède et de l'Irlande.

Objectifs finals et cadre institutionnel

Stabilité des prix

Large consensus sur l'objectif de stabilité des prix pour la politique monétaire

Si les autorités monétaires rencontrent des difficultés accrues à interpréter les évolutions en cours, un consensus bien plus vaste s'est néanmoins instauré quant aux objectifs finals, les banques centrales étant davantage portées à reconnaître que, pour parvenir aux résultats économiques globaux les plus satisfaisants, la politique monétaire doit viser avant tout à stabiliser les prix. Même dans les pays où les anticipations inflationnistes sont fermement incrustées, on admet désormais plus communément que les avantages à long terme d'une mise au pas de l'inflation l'emportent sur les coûts à brève échéance.

La responsabilité première des autorités monétaires dans la stabilité des prix est justifiée par l'opinion selon laquelle l'inflation ne peut persister sans être alimentée par l'action monétaire, même si de nombreux facteurs influent sur les prix des biens et services particuliers. Certes, la stabilité des prix n'est pas une notion clairement définie sur le plan statistique, mais diverses banques centrales la conçoivent comme une situation dans laquelle les variations attendues du niveau général des prix n'exercent pas d'influence significative sur le processus de décision économique. Bien qu'il puisse être difficile de lutter efficacement contre l'inflation si les autres aspects de la politique économique et les comportements salariaux ne vont pas dans le même sens, la banque centrale a pour mission spécifique de garantir la stabilité de l'unité de compte monétaire de base.

Risque d'accélération de la hausse des prix et coûts de la lutte contre l'inflation

Au tout début des années quatre-vingt, les autorités monétaires étaient généralement convaincues que l'arbitrage observé en courte période entre production et inflation n'était pas exploitable à moyen terme par la politique monétaire. A horizon plus lointain, il ne semblait pas exister de relation entre la hausse des prix et le chômage, les anticipations

s'ajustant à l'accélération de l'inflation et devenant partie intégrante des accords salariaux et des barèmes de prix. En 1982, toutefois, la récession aux Etats-Unis est venue confirmer que l'ajustement de ces anticipations véritablement enracinées nécessitait de longs délais. Dans certains pays, les efforts déployés pour obtenir le soutien du public en vue d'un ralentissement supplémentaire de la hausse des prix ont été relâchés dès que le taux d'inflation ne semblait plus particulièrement élevé. Quand les tensions sur les prix se sont ravivées en 1988 et 1989, les autorités monétaires ont admis qu'il ne suffisait pas de maintenir le rythme d'inflation pour se protéger contre son réveil. En conclusion, la stabilité des prix est le seul objectif crédible que les autorités monétaires puissent afficher et défendre. Il convient de noter que cette conviction est depuis peu de plus en plus répandue dans les milieux politiques d'Amérique du Nord.

Indépendance de la banque centrale

Puisqu'il est reconnu que la meilleure contribution de la politique monétaire à des résultats économiques satisfaisants passe par la poursuite résolue de l'objectif à long terme de stabilité des prix, on en est venu à se demander comment préserver la banque centrale de toute influence l'incitant à poursuivre des buts à court terme qui peuvent s'avérer incompatibles avec l'objectif fondamental. Un degré élevé d'indépendance de l'institut d'émission vis-à-vis du Trésor et des autres organismes publics est jugé souhaitable. Des arguments dans ce sens ont été présentés lors des discussions relatives à l'instauration d'un cadre de politique macro-économique adéquat dans les anciennes économies à planification centralisée d'Europe de l'Est. Il a été aussi admis qu'une indépendance accrue des banques centrales des différents pays préparerait la voie à un système indépendant de banques centrales au sein de la Communauté européenne.

Le degré d'autonomie de la banque centrale est fonction de dispositions institutionnelles et d'usages qui varient d'un pays à l'autre et sont difficiles à comparer et à évaluer. On peut citer, par exemple, la durée du mandat et la stabilité de la fonction des principaux dirigeants, leur procédure de nomination, leur expérience et la nature de leurs relations avec le gouvernement. Le choix et la mise en œuvre des instruments est un autre élément essentiel, car il peut être du ressort exclusif de la banque centrale ou être soumis à l'approbation du gouvernement. On admet généralement que, au regard de ces critères, le Système de Réserve fédérale et la Bundesbank constituent des modèles de banques centrales disposant d'une certaine indépendance. Le premier est responsable devant le Congrès, mais pas devant l'Administration, tandis que, aux termes de la loi qui la régit, la seconde est expressément chargée de maintenir la stabilité des prix.

L'un des principaux arguments en faveur de l'indépendance des banques centrales est formulé ainsi: une institution relativement affranchie des considérations politiques et dont la mission consiste à assurer la stabilité des prix sera probablement mieux à même d'affermir la crédibilité indispensable à l'efficacité des orientations monétaires. Si, faute d'une telle

Critères de l'indépendance de la banque centrale

Avantages de l'indépendance

Contraintes affectant l'indépendance

indépendance, une incitation à adopter des politiques à court terme ou partisans introduit à la longue un biais inflationniste dans la politique économique, toutes les parties en pâtiront. On a souvent souligné que les prix semblent avoir évolué de manière plus satisfaisante dans les pays où la banque centrale jouit d'une certaine indépendance; en fait, les dispositions institutionnelles qui garantissent cette indépendance résultent peut-être elles-mêmes d'une sensibilité aiguë du public à l'égard de l'inflation.

L'autonomie de la banque centrale peut se trouver restreinte par des engagements de taux de change, encore que, dans certains pays, ceux-ci servent de point d'ancrage à une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. D'importantes limites peuvent également résulter des conditions régissant les concours directs au Trésor de la banque centrale et ses opérations sur titres d'Etat. Si les dispositions applicables ne sont pas satisfaisantes, la conduite de la politique monétaire peut en être rendue beaucoup plus complexe. L'indépendance de l'institut d'émission peut ne pas suffire à garantir la stabilité des prix si la politique budgétaire aboutit à un financement excessif de l'Etat en dehors de la banque centrale, sous forme de prêts bancaires locaux ou d'emprunts en devises converties en monnaie nationale. Même lorsque le besoin de financement de l'Etat est couvert sur le marché financier interne, la régulation monétaire peut être compliquée par des tensions sur les taux d'intérêt ou par d'importants déséquilibres intérieurs ou extérieurs. Il est certes nécessaire de bénéficier de politiques budgétaires et de comportements salariaux favorables pour parvenir à la stabilité des prix, mais cet objectif recevra probablement une plus haute priorité s'il est expressément confié à une banque centrale suffisamment indépendante.

Union économique et monétaire au sein de la Communauté européenne

Intégration financière accrue dans la Communauté européenne

Des progrès notables ont déjà été accomplis dans la mise en œuvre de l'Acte unique européen, par lequel les pays membres de la Communauté ont convenu en 1987 d'instituer d'ici à 1993 un marché intérieur permettant la libre circulation des personnes, des marchandises et des capitaux et la libre prestation des services. Avec les mesures prises ou prévues sur le plan législatif pour renforcer la concurrence sur les marchés des capitaux et libéraliser les flux financiers, les mécanismes de marché devraient davantage inciter les divers pays à corriger leurs déséquilibres internes et externes et à aligner leurs taux d'inflation. Pourtant, certaines préoccupations se sont fait jour au sujet des difficultés qu'il y aurait à rendre compatibles la conduite de politiques monétaires et économiques autonomes et la liberté des mouvements de capitaux en régime de taux de change pratiquement fixes.

En juin et décembre 1989, le Conseil européen a décidé la mise en œuvre de la première étape de l'union économique et monétaire, comme l'envisageait le rapport du «Comité Delors», ainsi que la convocation d'une conférence intergouvernementale destinée à amender le traité de Rome afin de créer le cadre institutionnel nécessaire à de nouveaux progrès. La première étape, commençant le 1er juillet 1990, a pour objet de renforcer

la coordination des politiques macro-économiques et monétaires. Dans le domaine monétaire, le Comité des gouverneurs des banques centrales de la Communauté a vu son mandat élargi. A l'avenir, il sera consulté notamment sur les décisions relatives à la détermination des objectifs annuels de masse monétaire et du crédit. Il aura également pour mission de promouvoir la coordination des politiques monétaires en vue d'assurer la stabilité des prix, qui est en même temps une condition nécessaire au bon fonctionnement du SME, et de formuler des avis sur l'orientation globale de la politique monétaire et de la politique des changes ainsi que sur les mesures prises dans ces divers domaines par les Etats membres. Le Comité préparera désormais un rapport annuel, et son président pourra être invité à se présenter devant le Parlement européen, de même que devant la commission parlementaire compétente. Parallèlement, la surveillance multilatérale de tous les aspects de la politique économique, qui s'effectuera périodiquement, devrait contribuer à favoriser la stabilité des prix, la solidité des finances publiques et des balances des paiements ainsi que des marchés ouverts et concurrentiels dans les Etats membres. Ce nouveau cadre permettra de montrer plus clairement s'il existe une véritable volonté de renforcer la coordination des politiques monétaires, économiques et surtout budgétaires.

Le débat public sur les étapes ultérieures de l'union économique et monétaire a soulevé nombre de problèmes qui doivent être clarifiés sur le plan politique, notamment afin de savoir jusqu'où les pays sont prêts à s'engager et à quel rythme. Plusieurs questions se posent à propos de l'efficacité de l'action monétaire. Tout d'abord, on ne sait pas s'il existe une volonté politique suffisante pour donner mandat au futur Système européen de banques centrales de maintenir la stabilité des prix. Deuxièmement, il n'est pas certain qu'une nouvelle banque centrale serait dotée d'une indépendance suffisante vis-à-vis du pouvoir politique dans l'exercice de ses tâches, au nombre desquelles figureraient logiquement la politique de taux de change et la conduite des interventions. Troisièmement, les modalités de détermination et d'application de la politique monétaire durant la période transitoire demeuraient très ouvertes dans le rapport du «Comité Delors». Les quelques propositions générales formulées à ce jour – par exemple en faveur de programmes visant à relier la masse monétaire des divers pays à une quantité de monnaie de banque centrale européenne – n'ont guère rencontré de soutien. En corollaire, on peut se demander comment, à défaut de monnaie commune ou d'objectif monétaire composite, définir un point d'ancrage susceptible de remplacer le deutsche mark. Enfin, l'efficacité de la politique monétaire pourrait être compromise par des perturbations liées aux évolutions budgétaires dans les divers pays; il semblerait cependant qu'il y ait une grande réticence à compléter l'union monétaire en abandonnant un espace de souveraineté en matière de budget.

Union monétaire allemande

Les problèmes d'ordre général associés au développement d'économies de marché en Europe de l'Est sont analysés au Chapitre II. Sur le plan

Les changements institutionnels favorisent une coordination plus étroite des politiques

Questions soulevées par les étapes ultérieures de l'union économique et monétaire

monétaire, les principales interrogations concernent les modalités d'ajustement des prix et des salaires à la libéralisation, le temps nécessaire à la mise en place de nouvelles structures bancaires et d'un cadre général de politique macro-économique. La réponse à ces questions dépendra, dans une large mesure, du rythme de la libéralisation des opérations transfrontières et des politiques de taux de change suivies. Parmi les pays d'Europe de l'Est, la République démocratique allemande devrait connaître une évolution à certains égards originale, qui aura de vastes conséquences économiques à court terme en République fédérale d'Allemagne et dans les autres pays du SME. Les anticipations ont déjà laissé leur empreinte, notamment sur le marché obligataire.

Accord sur l'extension du cours légal du deutsche mark à la République démocratique allemande

Un accord politique a été conclu en vue d'une union monétaire par extension du cours légal du deutsche mark à la RDA à compter du 2 juillet 1990. Cette extension stimulera la modernisation de l'économie de la RDA, malgré la complexité des aspects monétaires et économiques. Le taux de conversion appliqué aux actifs et passifs financiers, salaires et pensions a constitué une question majeure. Il a été convenu d'appliquer en général un taux de M2:DM1 pour les créances et exigibilités existantes afin de préserver la viabilité des entreprises est-allemandes. Un taux 1:1 sera cependant utilisé pour les avoirs en billets et monnaies et les dépôts d'épargne des résidents de RDA, à concurrence d'un plafond défini, ainsi que pour les salaires aux niveaux actuels (sans ajustement aux variations de prix consécutives à la suppression des subventions). L'expansion de 10% de la masse monétaire large de la République fédérale qui en résultera immédiatement ne dépasserait pas en importance l'accroissement prévu du PNB pour l'ensemble de la zone monétaire. Quoique cet accord puisse donner une impulsion à la consommation de biens produits en RFA, la Bundesbank estime qu'il ne devrait pas créer de problèmes monétaires incontrôlables, à condition que les résidents de RDA saisissent les vastes possibilités de placements financiers qui s'offriront à eux.

Avantages de l'union monétaire et conditions à remplir pour obtenir des résultats satisfaisants

L'union monétaire doit s'accompagner de l'instauration, en RDA, du cadre juridique indispensable au fonctionnement d'une économie de marché et à la participation de l'Occident, dont les groupes industriels et financiers, le savoir-faire et les capitaux aideront à transformer l'économie. La capacité d'épargne de la République fédérale, attestée par l'énorme excédent des paiements courants, devrait pouvoir apporter une contribution substantielle aux financements requis; cependant, l'incidence exercée sur les budgets des collectivités publiques par les dépenses d'investissement et de sécurité sociale nécessaires au maintien ou à l'élévation du niveau de vie en RDA pourrait constituer un défi majeur. Il faudra saisir toute possibilité d'économies sur les autres postes budgétaires des administrations publiques. A plus long terme, les performances économiques et le chômage en RDA dépendront de façon cruciale de l'évolution des salaires: en présence d'une productivité relativement faible, leur niveau parviendra-t-il à favoriser l'investissement?

VII. Le système monétaire international

Faits saillants

Dans le domaine monétaire international, l'année 1989 et les premiers mois de 1990 se sont caractérisés par des accès répétés de fermeté du dollar, notamment vis-à-vis du yen, des modifications importantes des rapports entre les monnaies autres que le dollar EU et par la présence parfois très active des banques centrales sur les marchés des changes.

Suivant une tendance déjà observée en 1988, le dollar a subi en plusieurs occasions de fortes pressions à la hausse, alors même que les écarts de taux d'intérêt se resserraient, que le déficit des paiements courants des Etats-Unis restait important, bien qu'en recul, et que les banques centrales ne cessaient d'intervenir pour modérer son appréciation. De fait, celles-ci ont procédé à maintes reprises à des interventions concertées de très grande ampleur, qui présentaient quelques particularités nouvelles, au rang desquelles il faut noter le rôle beaucoup plus actif joué cette fois par les Etats-Unis. Mais, face à des marchés de moins en moins sûrs de l'engagement des autorités à l'égard du taux de change, le dollar s'est sensiblement apprécié par rapport au yen.

Dans les derniers mois de 1989, la fermeté du dollar vis-à-vis de toutes les monnaies a été un moment mise à mal par le dynamisme du deutsche mark, qui bénéficiait de l'accélération des événements en Europe de l'Est. De ce fait, le deutsche mark a non seulement plus qu'effacé son recul antérieur mais, en même temps que d'autres monnaies du mécanisme de change du SME, il s'est très fortement apprécié à l'égard du yen et de la livre.

Malgré la fermeté temporaire, mais très prononcée, du deutsche mark et la levée progressive des contrôles des changes, la situation au sein du Système monétaire européen est restée généralement calme. Certes, la convergence continue des résultats économiques de la France et de l'Allemagne, deux des pays clés du système, n'y a pas peu contribué. Mais l'importance économique du système a aussi été renforcée par deux faits: au milieu de 1989, l'entrée de la peseta espagnole dans le mécanisme de change, avec une bande large de fluctuation; au début de 1990, l'abandon par les autorités italiennes de cette même marge au profit de la bande étroite.

L'or a continué, l'an dernier, de perdre de son attrait en tant que refuge. Dans une situation caractérisée par la fermeté du dollar, la hausse des taux d'intérêt à long terme et la progression de l'offre de métal, même l'instabilité croissante de certaines grandes places boursières et la montée des tensions inflationnistes n'ont pu empêcher un nouveau recul des cours, qui, parfois, sont tombés à leur niveau le plus bas depuis le milieu de 1986.

Quant à l'évolution des réserves internationales, elle a été déterminée l'an dernier par deux forces opposées. Les importants achats officiels de

deutsche marks et de yens par les Etats-Unis, conjugués aux interventions dans le cadre du SME, ont provoqué une très forte croissance des réserves de change autres que le dollar. Mais d'autres facteurs ont joué en sens inverse, à savoir les ventes massives de dollars par certains pays industrialisés – tout juste contrebalancées par l'augmentation des réserves en dollars de quelques petits pays développés et pays en développement – ainsi que le nouveau recul des positions de réserve au FMI. Au total, la valeur en dollars courants des réserves officielles autres que l'or s'est accrue de 6% – chiffre légèrement inférieur au taux de croissance du commerce mondial – tandis qu'un nouveau pas était franchi, en partie fortuitement, dans la voie d'un système de réserve multidevises. La part du deutsche mark dans les réserves officielles de change, en particulier, a fortement progressé, passant de 16,5% à environ 20%.

Outre l'analyse des évolutions monétaires internationales récentes, ce chapitre comporte une section spéciale présentant brièvement les résultats d'une étude détaillée sur l'activité des marchés des changes, conduite par les autorités monétaires de vingt et un pays représentant la plus grande part des affaires traitées sur ces marchés.

Marchés des changes

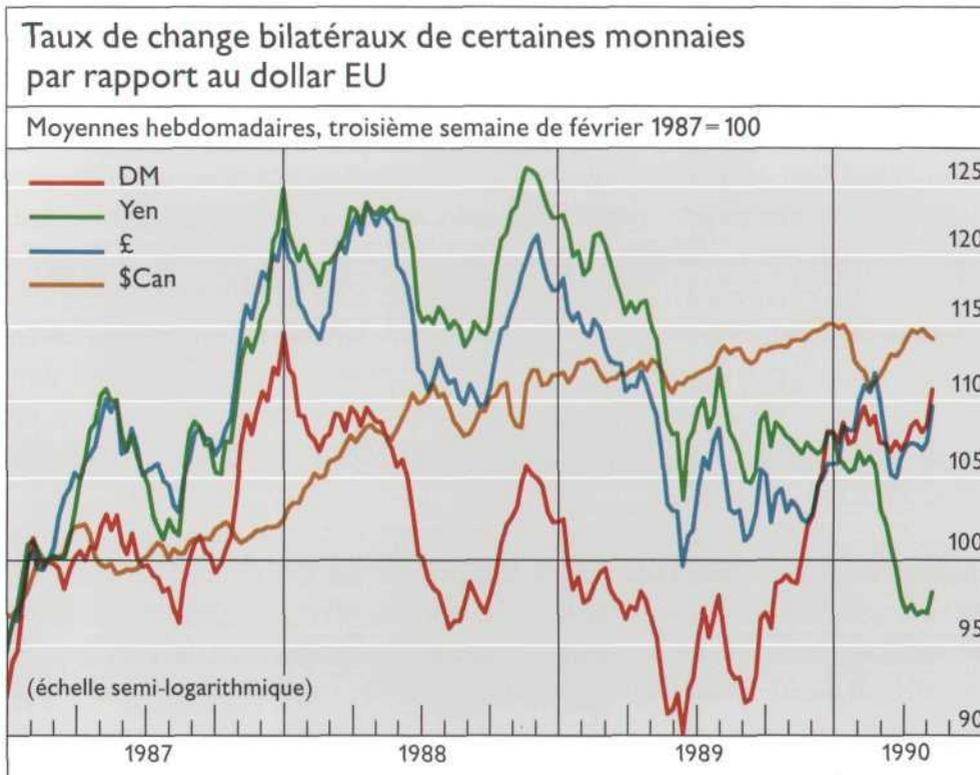
Evolution sur le marché du dollar EU

Durant la période sous revue, le dollar a connu des poussées répétées de hausse que des interventions officielles massives sur les marchés des changes et, occasionnellement, des inflexions de la politique monétaire sont venues contrecarrer. Comme la balance commerciale des Etats-Unis continuait de s'améliorer et que les perspectives d'évolution à moyen terme du dollar n'étaient plus obscurcies par la crainte d'une forte accélération de l'inflation, les investisseurs étrangers se sont de nouveau intéressés aux marchés américains des capitaux. De ce fait, les entrées nettes ont à maintes reprises dépassé le déficit courant, exerçant ainsi une pression à la hausse sur le dollar.

Le raffermissement prononcé du dollar au printemps de 1989 a déjà été décrit dans le dernier Rapport annuel. Encouragés par la relative stabilité de cette monnaie en 1988, les marchés se sont sentis de plus en plus rassurés sur ses perspectives à plus long terme. Dans ces conditions, le niveau élevé des taux d'intérêt américains commença d'exercer une influence de plus en plus déterminante sur la configuration des mouvements de capitaux. Une déclaration du Groupe des Sept au début d'avril, soulignant sa forte opposition à toute nouvelle hausse du dollar, des ventes officielles de dollars par la Banque du Japon – les premières depuis le quatrième trimestre de 1985 – ainsi qu'une série de relèvements des taux d'intérêt en Allemagne et dans certains autres pays européens ne devaient apporter qu'une détente provisoire. Vers la fin d'avril, les pressions à la hausse reprirent avec une vigueur accrue. Malgré un net resserrement des écarts de taux d'intérêt, le 22 mai le dollar crevait les plafonds de DM 2,00

Les poussées
répétées
de fermeté
du dollar...

... préoccupent
de plus en plus
les autorités...



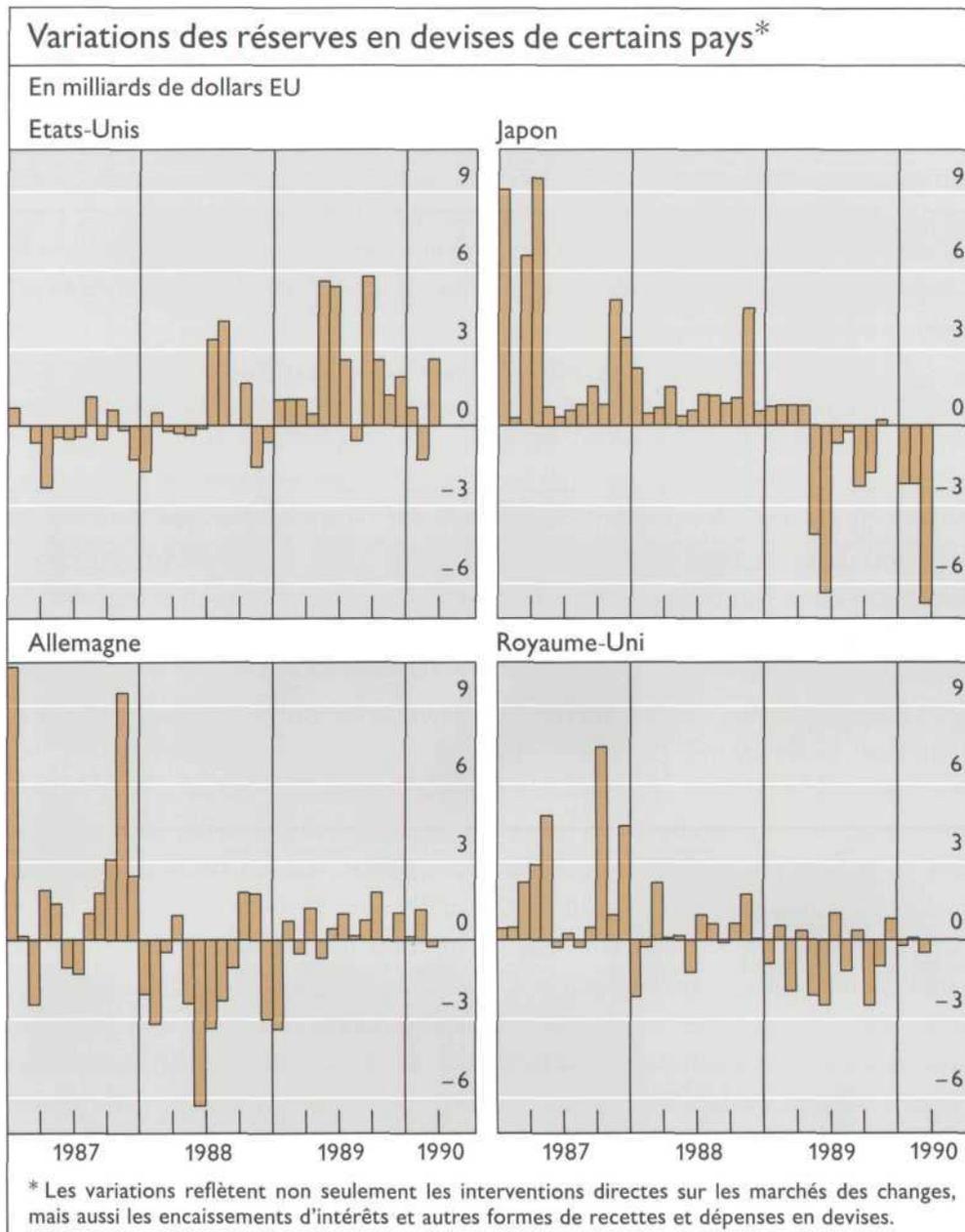
et Y 140. La recrudescence de la demande de dollars s'expliquait en grande partie par le dénouement de positions de couverture contre le dollar, par l'impact psychologique de la publication d'une série de résultats favorables du commerce extérieur des États-Unis et par le grand intérêt des investisseurs pour les valeurs en dollars à long terme dans la perspective d'une baisse des taux d'intérêt à long terme américains.

Préoccupées par les répercussions d'une appréciation excessive du dollar sur le processus d'ajustement, les autorités se sont senties contraintes d'agir. Les responsables américains, en particulier, ont procédé à des interventions dont l'ampleur était, pour eux, sans précédent. Entre le 12 et le 31 mai, ils vendirent au total \$5,8 milliards, dont \$2 milliards en deux jours seulement. Les autorités japonaises intensifièrent, elles aussi, leur soutien en faveur du yen. En outre, à la fin du mois, la banque centrale du Japon portait son taux d'escompte officiel de 2,5% à 3,25%, cette hausse étant la première en neuf ans.

Vers la fin de mai et dans les premiers jours de juin, les interventions concertées contre le dollar, auxquelles la Bundesbank participait désormais, réussirent à atténuer quelque peu les tensions du marché. Mais ce résultat fut de courte durée. Le 5 juin, les opérateurs changeaient une fois de plus d'opinion et revenaient brusquement sur le dollar, estimant que les événements politiques en Chine allaient probablement déclencher dans les pays de l'Est asiatique des sorties de capitaux en quête de refuge. Les incertitudes politiques qui régnaient au Japon même ne firent qu'ajouter au dynamisme du dollar, qui s'envola littéralement pour passer d'environ Y 141 à plus de Y 151 en l'espace de dix jours. A la mi-juin, il dépassait de 29% et 24% respectivement ses niveaux les plus bas contre le deutsche mark et le

... qui interviennent en force sur les marchés des changes

Le dollar monte néanmoins fortement par rapport au yen



yen du début de janvier 1988; pondérée par les chiffres du commerce extérieur, sa revalorisation se montait à près de 15%.

A ce point toutefois, les opérateurs commencèrent à craindre les risques d'une correction à la baisse, et les prises de bénéfices déclenchèrent un mouvement de repli. La persistance de ventes massives et coordonnées de dollars par les autorités, même après le retournement de la mi-juin, ainsi que le rôle prédominant joué par la Réserve fédérale dans ces opérations ont contribué à rassurer le marché quant à la détermination des autorités de prévenir une nouvelle flambée du dollar. Entre le 6 et le 30 juin, les responsables américains devaient vendre encore \$5 milliards, tandis que le Japon puisait dans le même mois \$6,4 milliards sur ses réserves officielles. Par contre, les autorités allemandes intervinrent relativement peu durant cette période et les avoirs officiels du pays accusèrent, en fait, une légère augmentation au mois de juin. Des facteurs conjoncturels aidèrent aussi à

Pause dans les pressions à la hausse sur le dollar...

contenir la vigueur sous-jacente du dollar. Des signes de plus en plus nombreux d'un affaiblissement de l'économie américaine ainsi que le dynamisme de la croissance et des manifestations de plus en plus nettes de tensions inflationnistes dans les autres pays donnaient à penser que les écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar allaient de nouveau se rétrécir. Vers la fin de juin, la Bundesbank et plusieurs autres banques centrales européennes relevèrent leurs taux directeurs. En juillet, les autorités américaines réussissaient à étouffer toute nouvelle velléité d'envolée du dollar par des ventes relativement modestes.

En août et au début de septembre, lorsqu'il apparut que l'économie américaine était moins faible qu'on ne l'avait craint et que, par ailleurs, son déficit commercial et l'excédent du Japon marquaient une nouvelle contraction, le dollar reprit de la vigueur. Dans la deuxième semaine de septembre, malgré des séries d'interventions concertées, il avait presque rejoint les sommets atteints trois mois plus tôt. Il y eut alors de nouvelles prises de bénéfices, tandis que les conjectures sur l'issue de la prochaine réunion du Groupe des Sept, prévue pour le 23 septembre, incitaient le marché à une certaine prudence.

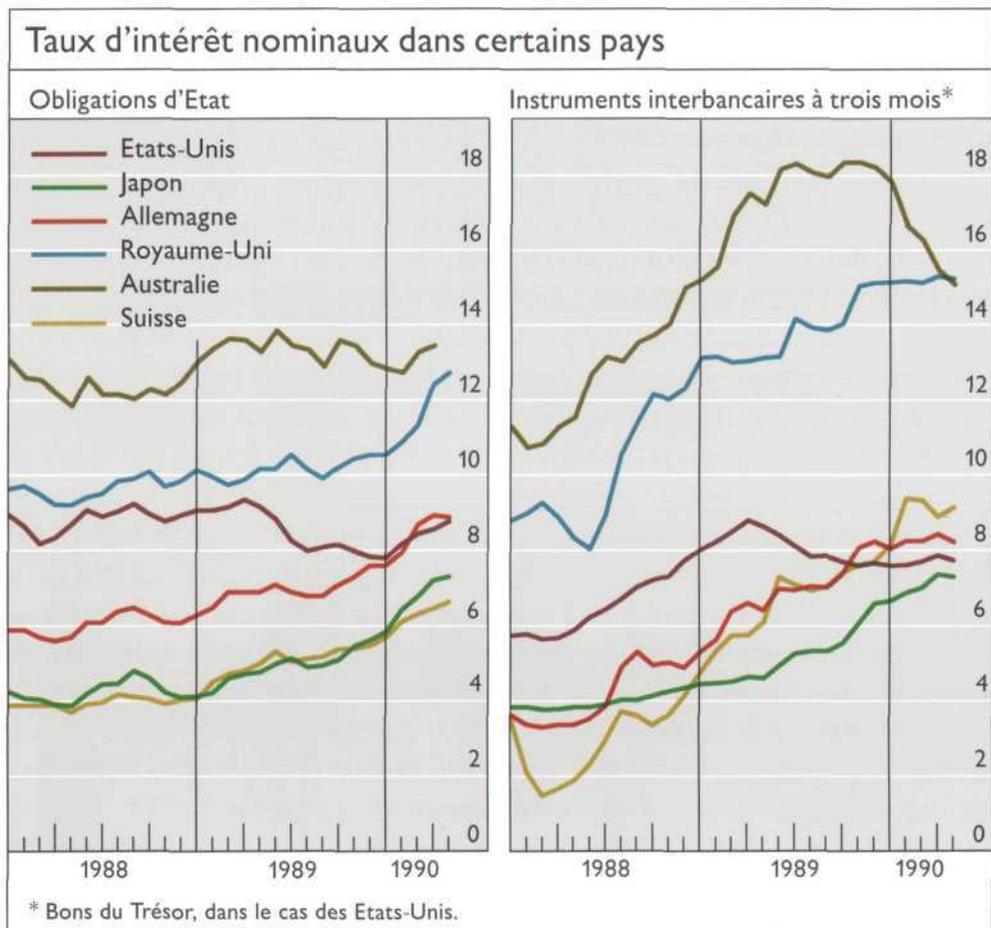
A cette réunion, les ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales réaffirmèrent leur accord pour «coopérer étroitement sur les marchés des changes», considérant que la hausse du dollar des derniers mois était «incompatible avec les tendances économiques fondamentales à plus long terme» et qu'une nouvelle appréciation, ou un recul excessif, de cette monnaie «pourrait être préjudiciable pour les perspectives de l'économie mondiale». Par rapport aux communiqués antérieurs, ces formulations n'étaient pas particulièrement fermes, mais elles ont été ultérieurement étayées par des interventions déterminées et concertées visant à mettre un terme à la montée du dollar. Grâce à l'emploi de techniques nouvelles et à des ventes incessantes sur un marché qui, à certains moments, était déjà orienté à la baisse, au cours des jours suivants le dollar était ramené à un niveau inférieur d'environ 6% à ses sommets de la mi-septembre. En trois jours seulement, du 25 au 27 septembre, les banques centrales auraient cédé \$4 milliards.

Néanmoins, ces ventes de dollars n'eurent pas d'effet durable sur l'opinion du marché, même si elles étaient étayées par un nouveau rétrécissement des écarts de taux d'intérêt. En fait, dans la première quinzaine d'octobre, le dollar reprit son mouvement ascendant. Le 5 octobre, la Deutsche Bundesbank relevait ses taux directeurs, en grande partie pour des raisons internes, et huit autres banques centrales européennes lui emboîtèrent le pas. Une semaine après, ce fut la Banque du Japon qui augmenta son taux d'escompte d'un demi-point. Dans le même temps, certains indicateurs laissaient entrevoir un léger ralentissement de l'économie américaine, nourrissant ainsi l'espoir d'un assouplissement de la politique monétaire interne. Il fallut néanmoins attendre la forte baisse des cours des actions américaines, le 13 octobre, pour voir l'opinion du marché se retourner de nouveau. Quelques jours plus tard, la publication de chiffres médiocres concernant la balance commerciale du mois d'août vint réduire encore l'attrait du dollar.

... avant un regain de vigueur vers la fin de l'été

Interventions déterminées après la réunion du Groupe des Sept

Pas d'interruption de la tendance à la hausse du dollar avant la mi-octobre



Grande fermeté
du deutsche mark

Il faut toutefois noter que ce nouvel accès de faiblesse se manifestait essentiellement à l'égard du deutsche mark et des monnaies de certains autres pays d'Europe continentale. Du fait de l'accélération des événements en Europe de l'Est et de la hausse continue des taux d'intérêt allemands, qui se traduisait pour la première fois depuis le début des années soixante-dix par un écart positif vis-à-vis des Etats-Unis, le deutsche mark se mit à monter vivement par rapport au dollar. Entre la deuxième semaine d'octobre et les derniers jours de décembre, le dollar devait perdre environ 12% par rapport au deutsche mark, sa dépréciation en termes effectifs s'établissant à 5%. Bien que le dollar ait donné par la suite de nouveaux signes de fermeté, le deutsche mark conserva durant les premiers mois de 1990 le terrain nouvellement reconquis, d'autant que pendant la première semaine de janvier un nouveau mouvement de hausse du dollar avait été étouffé rapidement, grâce à l'intervention prompte et à point nommé de la Bundesbank et de plusieurs autres banques centrales.

Le dollar reste
ferme vis-à-vis
du yen...

Vis-à-vis du yen, toutefois, le dollar est resté ferme pendant tout l'automne de 1989 et les premiers mois de 1990. Malgré une certaine progression des taux d'intérêt japonais, les écarts sont restés très favorables aux Etats-Unis, tandis que les incertitudes politiques japonaises pesaient aussi sur le yen. Bien que les autorités nippones et américaines aient occasionnellement continué de le soutenir, le yen ne cessa de s'affaiblir durant les derniers mois de 1989. En dépit d'un nouveau relèvement du taux d'escompte

japonais vers la fin de décembre et d'un recul des taux de base aux Etats-Unis dans les tout premiers jours de 1990, la pression à la baisse sur le yen devait s'accroître au mois de janvier et les achats officiels de soutien furent alors fortement accrus.

Durant le mois de février, le dollar s'est raffermi vis-à-vis d'un plus grand nombre de monnaies, dans la mesure où le deutsche mark tendait à s'affaiblir du fait des préoccupations suscitées par les conséquences économiques que l'union monétaire avec la République démocratique allemande risquait d'avoir pour la République fédérale. L'évolution dans le sens d'une nouvelle réduction du déficit commercial américain et de l'excédent japonais ainsi que la possibilité d'un nouveau relèvement du taux d'escompte japonais après les élections parlementaires de février ont aussi eu tendance à dynamiser le dollar. Malgré des interventions massives et concertées, celui-ci a accusé une nette progression dans les derniers jours de février et, compte tenu de la faiblesse et de l'instabilité croissantes de la Bourse de Tokyo, il a continué de s'apprécier contre le yen jusqu'à la fin de mars. Lorsqu'il est finalement intervenu, dans la seconde quinzaine de mars, le relèvement du taux d'escompte japonais n'a guère apporté de répit. Après une réunion qui avait été organisée à la hâte entre les ministres des Finances des Etats-Unis et du Japon, et d'où ne devait sortir aucune initiative nouvelle, le dollar atteignait au début d'avril un nouveau record à Y 160. L'ampleur des interventions officielles au cours de ces mois se reflète en partie dans l'évolution des réserves de change du Japon qui, en février et en mars, ont diminué respectivement de \$2,3 milliards et \$6,8 milliards.

Les pressions à la hausse sur le dollar se sont quelque peu calmées au début d'avril, à l'approche de la réunion du Groupe des Sept qui devait se tenir à Paris. Toutefois, le communiqué de cette réunion notait simplement les «conséquences indésirables pour le processus d'ajustement global» de la baisse du yen et «réaffirmait l'engagement de coordonner les politiques économiques et de coopérer sur les marchés des changes». Grâce à quelques interventions officielles concertées, le yen devait néanmoins se stabiliser par la suite à son faible niveau d'alors et les marchés restèrent inhabituellement calmes jusqu'aux sessions de printemps, tenues au début de mai, des institutions issues des accords de Bretton Woods. Bien que les pays du Groupe des Sept n'aient fait alors que réaffirmer leurs déclarations antérieures, le dollar devait nettement fléchir les jours suivants. Ce retournement de l'opinion du marché paraît avoir été dû surtout aux chiffres favorables du commerce extérieur de l'Allemagne et du Japon, à la reprise de la Bourse de Tokyo et à des signes d'affaiblissement de l'économie américaine laissant entrevoir une baisse des taux d'intérêt du dollar.

Contrairement aux autres grandes monnaies, le dollar canadien est resté ferme à l'égard du dollar EU pratiquement toute l'année. Après avoir progressivement monté entre juin et décembre, il devait terminer à un niveau supérieur de 3% à celui qu'il occupait douze mois auparavant, ce qui portait à 20% son appréciation cumulée vis-à-vis du dollar EU depuis la fin de 1986. L'économie canadienne a continué d'enregistrer une forte

... avec, pour
toile de fond,
des incertitudes
politiques et
économiques
au Japon

Calme sur les
marchés en avril,
mais affaiblisse-
ment du dollar
au début de mai

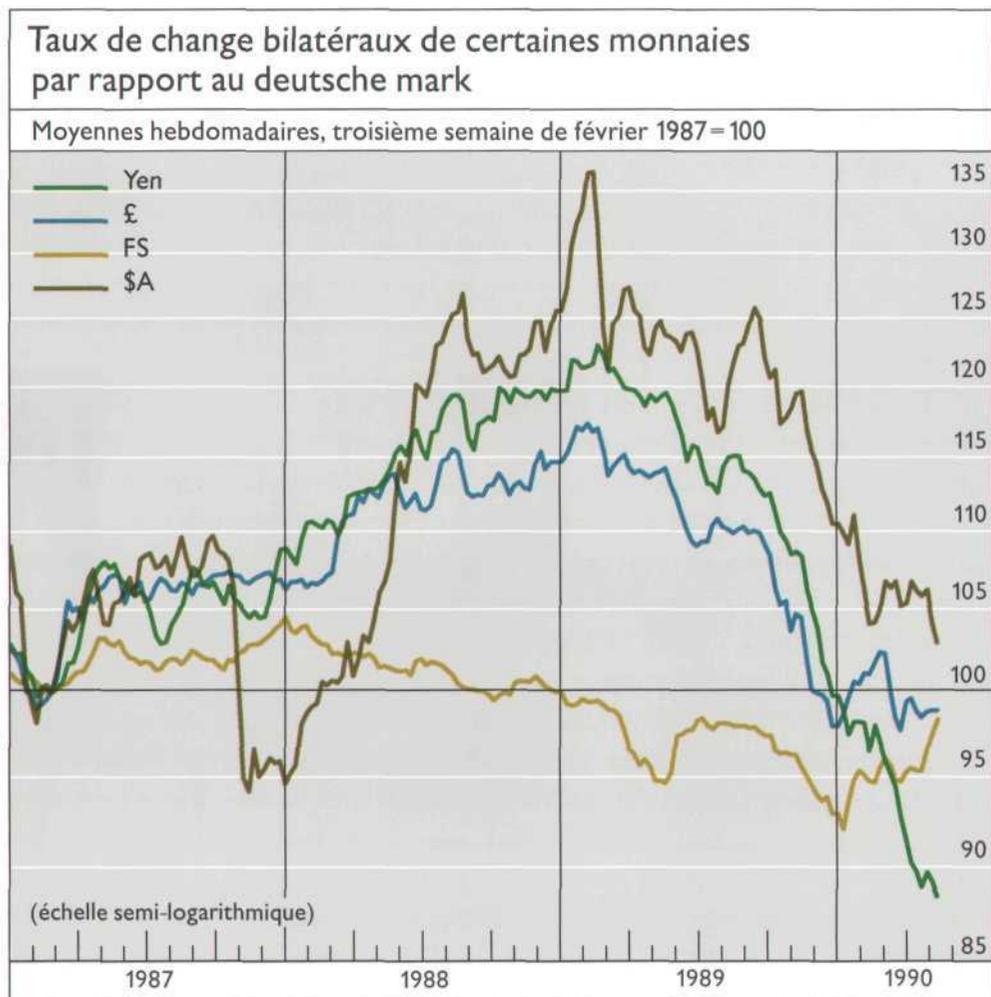
Interruption temporaire seulement de l'appréciation persistante du dollar canadien

demande en 1989 et au début de 1990, mais, de toute évidence, l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire bénéficiait d'une large confiance. Celle-ci se trouvait également alimentée par des écarts de taux d'intérêt élevés et croissants. On s'aperçut, toutefois, au début de l'année que cette situation présentait une certaine fragilité au moment où – après une baisse des taux de base aux Etats-Unis – une réduction relativement faible des taux directeurs canadiens suffit à déclencher un recul brutal de la monnaie, qui reperdait pendant un temps tous les gains engrangés en 1989 par rapport au dollar EU. Des interventions officielles et un nouveau relèvement des taux d'intérêt canadiens finirent par inverser le mouvement de repli de la monnaie.

Evolution des taux bilatéraux

Le yen reperd largement le terrain gagné par rapport au deutsche mark

Il y a un an, le Rapport annuel soulignait la hausse remarquable de 22% du yen japonais vis-à-vis du deutsche mark entre la date de signature de l'accord du Louvre et la mi-février 1989. Depuis lors, cette hausse a été plus qu'effacée et, à la mi-mai, le yen était revenu à un niveau inférieur de 25% environ au sommet qu'il avait atteint au début de 1989 par rapport à la monnaie allemande.



Cette évolution peut s'expliquer par trois grands facteurs. Premièrement, les taux d'intérêt allemands à court terme, qui avaient déjà dépassé les taux japonais en 1988, ont continué sur leur lancée au début de 1989 et l'écart en faveur de l'Allemagne est resté exceptionnellement élevé tout au long de la période sous revue. Deuxièmement, les événements politiques mondiaux – affrontements en Chine et ouverture de l'Europe de l'Est – ont été perçus comme des facteurs de baisse pour le yen mais de hausse pour le deutsche mark. Troisièmement, dans le contexte du mécanisme de change du SME, le taux de change de la monnaie allemande par rapport au dollar a bénéficié indirectement des achats intramarginaux de deutsche marks effectués par les autorités d'autres pays participant au MCE.

Raisons de la vigueur du deutsche mark ...

Le recul du yen vis-à-vis du deutsche mark s'est produit pour l'essentiel en trois étapes. La première s'étend des derniers jours de mai à la mi-juin, période pendant laquelle, malgré un relèvement du taux d'escompte japonais et de fortes interventions de la Banque du Japon et de la Réserve fédérale, le yen a nettement baissé par rapport au dollar. La deuxième se place dans les trois derniers mois de l'année où le deutsche mark, dopé par les perspectives de la réunification allemande, s'est vivement apprécié à l'égard du dollar. Puis, dans les premiers mois de 1990, alors que le deutsche mark était relativement stable vis-à-vis du dollar, le yen continua de perdre du terrain. Outre qu'il était affecté par des écarts de taux d'intérêt défavorables et par l'attrait spécifique du deutsche mark, le yen souffrait aussi depuis quelque temps des incertitudes politiques qui régnaient au Japon et du sentiment que les prix de certains actifs japonais étaient devenus trop élevés par rapport à ceux pratiqués à l'étranger. Tout en continuant d'intervenir massivement sur le marché des changes, les autorités japonaises hésitaient cependant à relever leurs taux directeurs, par crainte, apparemment, de provoquer une surréaction des prix de ces actifs. Et lorsque, le 20 mars, le taux d'escompte fut enfin relevé – cette fois d'un point entier – il n'y eut pas de mouvement en faveur du yen sur les marchés des changes.

... et de la faiblesse du yen

Durant les premiers mois de 1989, la livre a continué de bénéficier du niveau élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni. Cela n'a toutefois pas duré. Les évolutions d'autres monnaies au cours de la période ont mis en relief certains des risques présentés par les placements dans les monnaies à taux d'intérêt élevés de pays à forte inflation. L'accentuation des tensions inflationnistes au Royaume-Uni et la dégradation marquée de la balance des paiements courants commencèrent peu à peu à modifier l'attitude des investisseurs. La livre subit au mois de mai des pressions à la baisse, auxquelles les autorités britanniques réagirent en provoquant un relèvement des taux de base bancaires de 13% à 14% et en intervenant sur les marchés des changes. La situation comportait toutefois une nouveauté, en ce sens que le budget présentait un excédent très important. C'est pourquoi le chancelier de l'Échiquier d'alors crut pouvoir juger que le déficit de la balance des paiements était l'affaire exclusive du secteur privé et qu'il se corrigerait de lui-même le moment venu. Il insistait en tout cas sur le fait que laisser la livre chuter n'était pas une solution.

La livre sous pression ...

... malgré la hausse des taux d'intérêt

Son successeur devait apparemment adopter un point de vue légèrement différent. Bien qu'au début d'octobre les autorités britanniques aient, à l'instar de la Deutsche Bundesbank, de nouveau relevé d'un point leurs taux d'intérêt, au quatrième trimestre elles laissèrent la livre sterling plonger, au point qu'entre la fin de septembre et la fin de décembre elle avait perdu plus de 11% vis-à-vis du deutsche mark. Des préoccupations subsistaient concernant les perspectives d'évolution de l'inflation au Royaume-Uni, l'important déficit extérieur et les divisions évidentes du gouvernement sur certains problèmes fondamentaux de politique économique. Les autorités intervinrent de temps à autre pour soutenir la livre lorsque celle-ci toucha ses niveaux les plus bas par rapport au deutsche mark. Au début de 1990, les pressions se sont atténuées quand le nouveau chancelier eut réaffirmé l'attachement des autorités à la lutte contre l'inflation et que les chiffres du commerce extérieur marquèrent un moment une certaine amélioration. En mars, toutefois, lorsque les collectivités locales commencèrent à fixer les niveaux du nouvel impôt personnel («poll tax»), les incertitudes politiques engendrées par les réactions hostiles de l'opinion publique déclenchèrent un nouvel accès de faiblesse de la livre, qui devait temporairement descendre à des niveaux sans précédent, dépassant tout juste DM 2,70, avant de se stabiliser plus ou moins dans le courant d'avril.

Les autorités réussissent à enrayer la hausse du dollar australien

Après une poussée à la hausse, le *dollar australien* avait fortement baissé en février 1989, suite à la publication de statistiques décevantes concernant la balance des paiements courants. Malgré cela, comme l'écart de taux d'intérêt continuait de s'accroître vis-à-vis du dollar EU, les investisseurs étaient à nouveau prêts à assumer le risque de change par souci de rendement. Les autorités, qui souhaitaient éviter une nouvelle dégradation de la compétitivité internationale du pays et de sa balance des paiements courants, hésitaient toutefois à laisser la monnaie reprendre son cours ascendant. Pour contrecarrer la vive remontée de la monnaie observée au mois d'août, la Banque de Réserve fut amenée à intervenir à la baisse au mois de septembre. Par la suite, la fermeté grandissante du deutsche mark devait combler amplement les vœux des autorités australiennes puisque, entre la mi-septembre 1989 et la mi-mai 1990, le dollar australien a perdu près de 20% par rapport à la monnaie allemande.

Faiblesse inhabituelle du franc suisse ...

Le *franc suisse* a connu un accès de faiblesse brusque et inattendu au printemps de 1989. Le mouvement s'est toutefois largement inversé vers la fin de mai, après que la Banque Nationale Suisse eut décidé d'adopter un système de fixation quotidienne des taux pour ses avances sur titres. Cette décision devait déclencher une vive hausse des taux d'intérêt du franc et, durant l'été, le cours de la monnaie se maintint aux environs de 86-87 centimes pour un deutsche mark, niveau encore légèrement inférieur à celui du début de l'année.

Le franc suisse enregistra ensuite à partir d'octobre un deuxième accès de faiblesse, qui était plus prononcé à l'égard du deutsche mark et devait l'amener, la première semaine de janvier 1990, à un niveau inférieur de 8% à celui d'un an plus tôt, soit à son point le plus bas depuis mai 1981. La Banque Nationale avait réagi dès le mois de décembre en portant son taux

souple d'avances sur titres à 2 points au-dessus de celui de l'argent au jour le jour. Les taux d'intérêt se sont alors nettement affermis et ont même largement dépassé, dans le compartiment du court terme, ceux des instruments libellés aussi bien en dollars qu'en deutsche marks, ce qui constitue un fait sans précédent historique. Dans ces conditions, le franc commença par la suite à effacer ses pertes antérieures, si bien qu'à la mi-mai il avait regagné son niveau du début de 1989 vis-à-vis du deutsche mark. Avec une inflation nettement supérieure à celle de l'Allemagne, et compte tenu des évolutions dans le reste de l'Europe, à l'Est comme à l'Ouest, le franc paraît avoir momentanément perdu en partie son statut privilégié. Si le resserrement de la politique monétaire a réussi à inverser son recul antérieur à l'égard du deutsche mark, c'est au prix de taux d'intérêt exceptionnellement élevés pour la Suisse.

... et réactions
des autorités

Perspectives d'évolution des taux de change à plus long terme

Depuis les derniers mois de 1988, les variations des taux de change *nominaux* de certaines au moins des grandes monnaies ont ramené celles-ci à des niveaux correspondant mieux à la configuration observée au moment de l'accord du Louvre, en février 1987. Cela vaut tout particulièrement pour le yen, qui, vers la fin de 1988, dépassait d'environ 25% son niveau d'alors par rapport au dollar mais l'avait retrouvé à la mi-mai 1990. Sur la même période, le taux de change de la livre vis-à-vis du dollar est revenu de près de 20% à 10% au-dessus de son niveau de février 1987. Celui du deutsche mark contre dollar, après avoir perdu jusqu'à 10% environ au milieu de 1989, avait, en novembre, effacé sa perte et, à la mi-mai 1990, dépassait son cours en vigueur au moment de l'accord du Louvre de près de 12%.

Retour vers la
configuration des
taux de change
nominaux du
début de 1987...

Laissant de côté pour le moment la question de savoir si la configuration des taux de change nominaux prévalant au moment de l'accord du Louvre reste appropriée, on doit noter d'emblée que la situation n'est pas tout à fait la même si l'on considère les *taux effectifs réels*, comme le montre le graphique de la page 213. Il est vrai que le taux effectif réel du deutsche mark est demeuré remarquablement stable, et la légère appréciation observée récemment semblerait appropriée, compte tenu de la persistance de l'important excédent extérieur allemand et des événements d'Europe de l'Est. De même, après un accès de vigueur au début de 1989, le repli du dollar en termes réels après le milieu de l'an dernier semble avoir été dans la bonne direction, étant donné la persistance du déficit courant des Etats-Unis. D'un autre côté, toujours en termes réels, le recul de la livre depuis le début de 1989 a été très faible, tandis que le yen, qui dépassait de près de 10% au début de 1988 le niveau en vigueur au moment de l'accord du Louvre, était retombé à près de 20% au-dessous en avril 1990.

... mais sous-
évaluation
excessive du yen
en termes réels

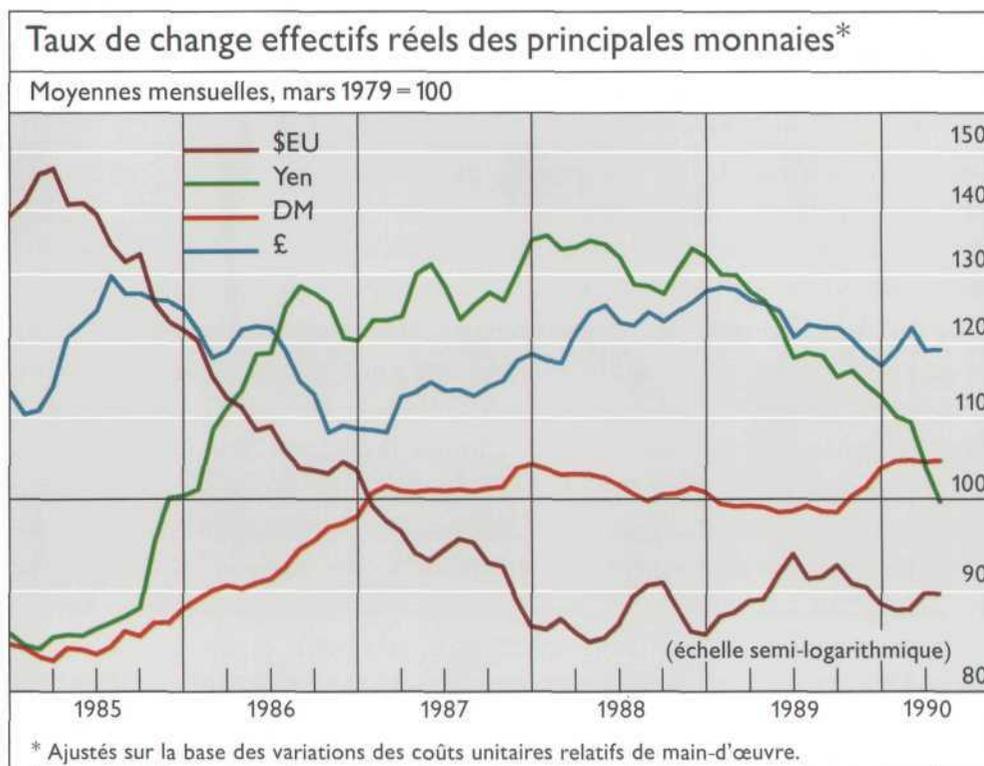
Ayant résumé les évolutions des taux de change, que peut-on dire des tentatives de stabilisation qui ont été faites au cours des trois années écoulées? Tout d'abord, un simple coup d'oeil aux graphiques des pages 204 et 209 permet de voir que, si les taux de change nominaux sont actuellement proches des niveaux qu'ils occupaient au moment de l'accord du Louvre, ce

Succès limité de l'accord du Louvre en matière de réduction des variations de change

Effets déséquilibrants de la stabilisation des taux de change nominaux sur la configuration des mouvements de capitaux internationaux

résultat n'a été acquis qu'après des fluctuations relativement fréquentes et substantielles. En outre, les variations enregistrées sous-estiment les pressions exercées sur les marchés durant cette période, étant donné que, dans beaucoup de cas, celles-ci ont été contrecarrées par des interventions officielles massives. Néanmoins, depuis le début de 1987 ces variations ont été manifestement moins amples qu'antérieurement, et les résultats récents de l'économie mondiale conduisent à penser qu'elles n'ont pas suffi, en tout cas, à empêcher une forte expansion de l'activité. Cela dit, on ne saurait exclure qu'une instabilité grandissante des taux de change puisse, à un certain stade, devenir préjudiciable, comme le suggère la théorie.

Il importe de noter que, depuis février 1987, certains pays qui connaissaient une inflation relativement élevée et une dégradation de leurs paiements courants ont eu néanmoins une monnaie forte. En l'absence – même temporaire – de craintes majeures concernant le taux de change, le niveau élevé de leurs taux d'intérêt nominaux a parfois exercé une forte attraction sur les capitaux étrangers. Les entrées de fonds qui en ont résulté ont provoqué une appréciation substantielle de leur monnaie, ce qui a eu tendance à masquer la gravité de leurs problèmes d'inflation et à les inciter à relâcher leur politique monétaire interne, tout en contribuant à une nouvelle dégradation de la position fondamentale de leur balance courante. Dans ce genre de situation, où l'appréciation de la monnaie tend, par ses répercussions macro-économiques, à abaisser le niveau d'équilibre à long terme du taux de change, on peut craindre l'apparition d'importantes distorsions des taux et de graves déséquilibres des paiements à plus long terme, avec pour l'avenir des risques d'instabilité et de perturbations au niveau des politiques économiques.



On peut aussi se demander si, étant donné les évolutions macro-économiques et politiques qui se sont produites entre temps, une structure des taux de change proche de celle qui existait au moment de l'accord du Louvre reste appropriée. Dans le cas du deutsche mark, par exemple, après correction des écarts d'inflation sur la base des coûts unitaires de main-d'œuvre, le taux de change réel, tant en termes effectifs que bilatéralement vis-à-vis du dollar EU, ne dépasse pas de beaucoup actuellement celui d'alors. Or, dans le même temps, l'excédent des paiements courants de l'Allemagne s'est élargi, malgré la forte progression de la demande interne. On peut alors s'interroger sur le caractère souhaitable d'une nouvelle appréciation réelle du deutsche mark. L'argument s'applique tout autant au yen, qui, en termes réels, a beaucoup baissé par rapport à son niveau de février 1987. Bien que l'excédent courant du Japon ait aussi nettement diminué depuis 1987, on peut craindre, compte tenu des niveaux récents des taux de change, qu'il ne recommence à augmenter.

Danger croissant des distorsions des taux de change réels

Il faut enfin évaluer le rôle et l'utilité des interventions officielles sur les marchés des changes au cours des trois années passées. Certes, la volonté déclarée des autorités d'intervenir pour assurer une plus grande stabilité des monnaies était inscrite dans l'accord du Louvre proprement dit. L'idée était toutefois que, dûment étayée par des ajustements de politique appropriés, cette volonté déclarée d'intervenir devait exercer une incidence stabilisatrice sur les marchés et réduire du même coup le besoin d'interventions effectives. En fait, la détermination des autorités de défendre la structure de taux existante a été à maintes reprises sérieusement mise à l'épreuve par les marchés au cours des trois dernières années. Le volume sans précédent des interventions officielles ainsi que la persistance d'importantes variations de change – même si leur amplitude s'est légèrement réduite – montrent que l'objectif de stabilisation n'a été que partiellement atteint.

Les interventions des autorités sur les marchés des changes: leur rôle théorique et ...

En outre, s'il est fort probable que, sans les importants soutiens officiels dont le yen a bénéficié sur les marchés, son repli sur les quinze derniers mois environ aurait été encore plus prononcé, certains indices ont montré que l'effet des interventions commençait à s'user et que, dans la plupart des cas, il fallait souvent intervenir de plus en plus massivement pour obtenir le même résultat. Parallèlement, les interventions coordonnées ont pris de nouvelles dimensions en 1989 dans la mesure où, à plusieurs reprises, les autorités américaines ont joué un rôle déterminant dans le choix du moment et du montant des interventions et où des stratégies plus offensives ont été employées, comme les ventes sur un marché en baisse, les interventions sur les marchés étrangers et des séries d'opérations concertées en continu.

... leurs limites pratiques

Si l'impact des interventions officielles a été quelque peu limité l'an dernier, il faut peut-être en chercher la cause dans le fait que les autorités n'ont pas toujours donné l'impression qu'elles étaient pleinement d'accord entre elles. La plupart des pays étant préoccupés par la surchauffe de leur économie et par l'inflation interne plutôt que par la récession, il n'y avait pas symétrie totale entre les intérêts des uns et des autres et aucun d'entre

Certains signes de dissensions

eux ne voulait d'une monnaie véritablement faible. Or, sans laisser planer la menace d'une correction en baisse substantielle, il risque d'être très difficile de mettre un terme à l'appréciation d'une monnaie, notamment lorsque les écarts de taux d'intérêt nominaux jouent en sa faveur. En outre, certains milieux officiels avaient tendance à considérer que les interventions n'avaient guère de chances de réussir aussi longtemps que les écarts de taux d'intérêt restaient très larges. Cette théorie n'est toutefois valable que lorsque les interventions n'arrivent pas à influencer sur les anticipations de taux de change, alors que c'est là, de toute évidence, leur principal objectif. Enfin, non seulement les marchés ont eu à certains moments l'impression qu'il n'y avait pas une totale convergence des positions, mais ils ont aussi vu s'étaler au grand jour les différends entre autorités d'un même pays concernant les stratégies de taux de change et de taux d'intérêt à adopter.

En revanche, les évolutions macro-économiques sont allées en gros dans la bonne direction l'an dernier, grâce en partie à la coordination des politiques. Tandis que l'économie des Etats-Unis marquait un net ralentissement, celles de l'Allemagne et du Japon fonctionnaient à plein régime, et les écarts négatifs de taux d'intérêt vis-à-vis des Etats-Unis se rétrécissaient ou disparaissaient. Le fait que les interventions officielles sur les marchés n'aient pas réussi alors à exercer une influence plus profonde sur l'opinion des opérateurs ne s'explique peut-être pas exclusivement par le manque de crédibilité et d'unité de vues. Il se pourrait plutôt qu'au terme d'une expérience de près de trois ans et demi après l'accord du Louvre, le temps soit venu de jeter un regard nouveau sur les stratégies officielles en matière de taux de change, ainsi que sur la coordination internationale des politiques, et de rechercher les moyens d'en améliorer la cohérence et l'efficacité.

Faut-il revoir les stratégies en matière de taux de change?

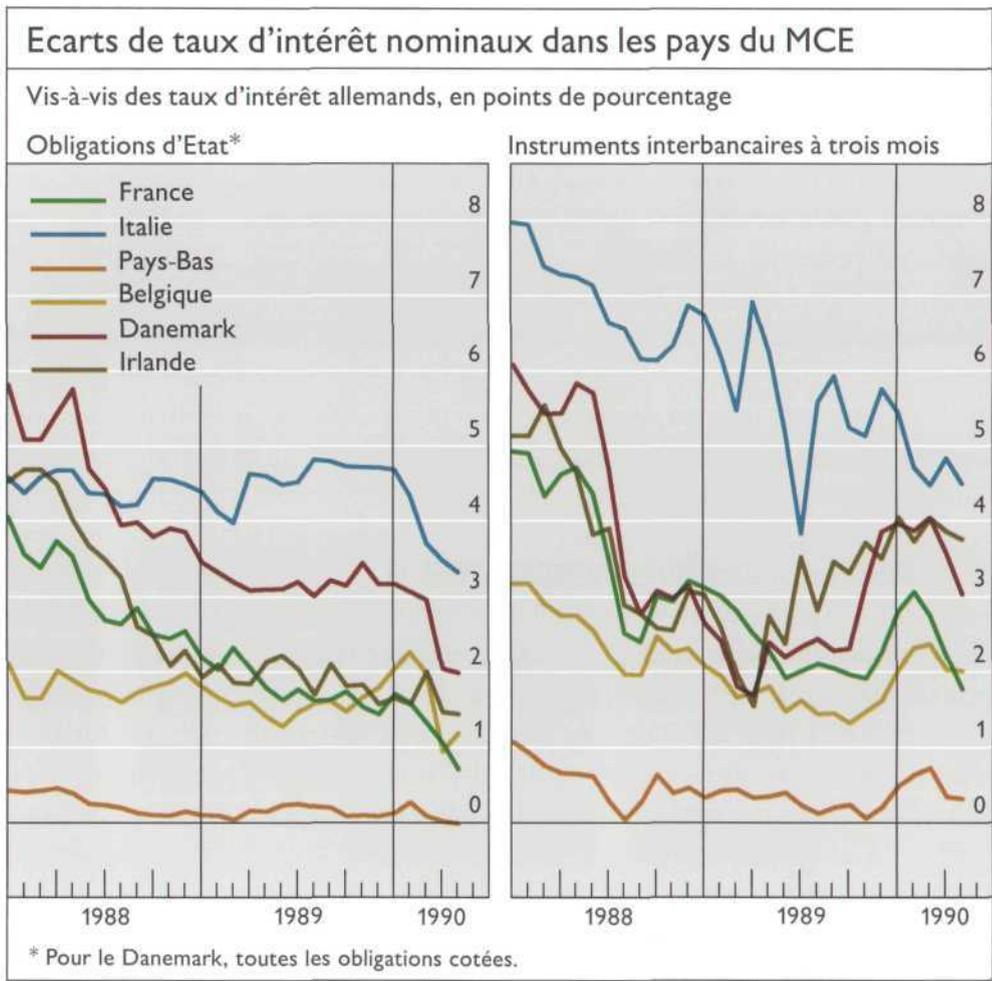
Evolution au sein du SME

Stabilité relative au sein du MCE ...

Le calme relatif au sein du mécanisme de change européen (MCE), noté dans le dernier Rapport annuel, a duré pendant une grande partie de la période sous revue, malgré la libéralisation continue des contrôles des changes en France, en Italie et en Irlande, la suppression du double système de change de l'Union économique belgo-luxembourgeoise, la persistance d'un important excédent courant en Allemagne et le dynamisme du deutsche mark dans les derniers mois de 1989. Deux éléments importants semblent expliquer cette situation, à savoir la fermeté antérieure du dollar et la volonté des autorités françaises d'éviter toute modification du cours-pivot bilatéral deutsche mark/franc français, ce qui a aidé à ramener les taux d'inflation français aux niveaux allemands. Ce nouveau progrès dans la convergence des résultats économiques l'an dernier devait contribuer à renforcer la confiance, de sorte que l'écart entre taux d'intérêt à long terme français et allemands continua de diminuer et qu'au printemps de 1990 la France fut en mesure d'abaisser ses taux directeurs, malgré la tendance à la hausse des taux allemands.

... imputable à la convergence persistante des résultats économiques

Il convient aussi de noter que, durant la première partie de la période sous revue, la lire italienne a continué de s'apprécier progressivement au



point de crever le plafond de la bande étroite de fluctuation à la fin de juillet 1989. Les interventions persistantes de la Banque d'Italie pour enrayer ce mouvement ascendant donnèrent alors une première indication de l'intention des autorités d'abandonner la marge élargie dont bénéficiait la lire; cette intention devait se concrétiser le 5 janvier 1990. Le choix de cette date signifiait toutefois que la lire pouvait être ajustée en baisse à l'intérieur de la bande élargie avant que les nouvelles dispositions n'entrent en vigueur. Les autorités italiennes avaient en effet évité, fort pertinemment, de suivre l'exemple de beaucoup d'autres pays européens qui avaient relevé leurs taux d'intérêt officiels le 5 octobre 1989. De ce fait, entre la mi-septembre et la fin de l'année, la lire était revenue d'environ 1,5% au-dessus du centre de la bande à près de 3% au-dessous. Le réalignement put ainsi, le moment venu, se faire en douceur. Le nouveau cours-pivot de la lire – qui impliquait une dévaluation de 3,7% par rapport à tous les autres cours-pivots bilatéraux du MCE – fut fixé à un niveau proche de celui du marché, la limite inférieure de la nouvelle bande étroite de fluctuation concordant avec celle de la précédente marge élargie. Immédiatement après son réajustement, la lire devait passer à sa nouvelle limite supérieure.

La lire italienne ramenée dans la bande de fluctuation étroite

Un autre fait digne d'intérêt a été la décision prise par les autorités espagnoles de faire entrer la peseta dans le mécanisme de change, le 19 juin 1989. Pendant un temps, la monnaie espagnole a fait preuve d'une très

Entrée de la peseta dans le MCE

grande fermeté, étant donné le cours-pivot qui avait été retenu pour son entrée, et, à la mi-août, elle accusait une divergence proche du maximum de 6% par rapport à la monnaie la plus faible du système, la couronne danoise.

Tensions
momentanées
dues à la grande
fermeté du
deutsche mark ...

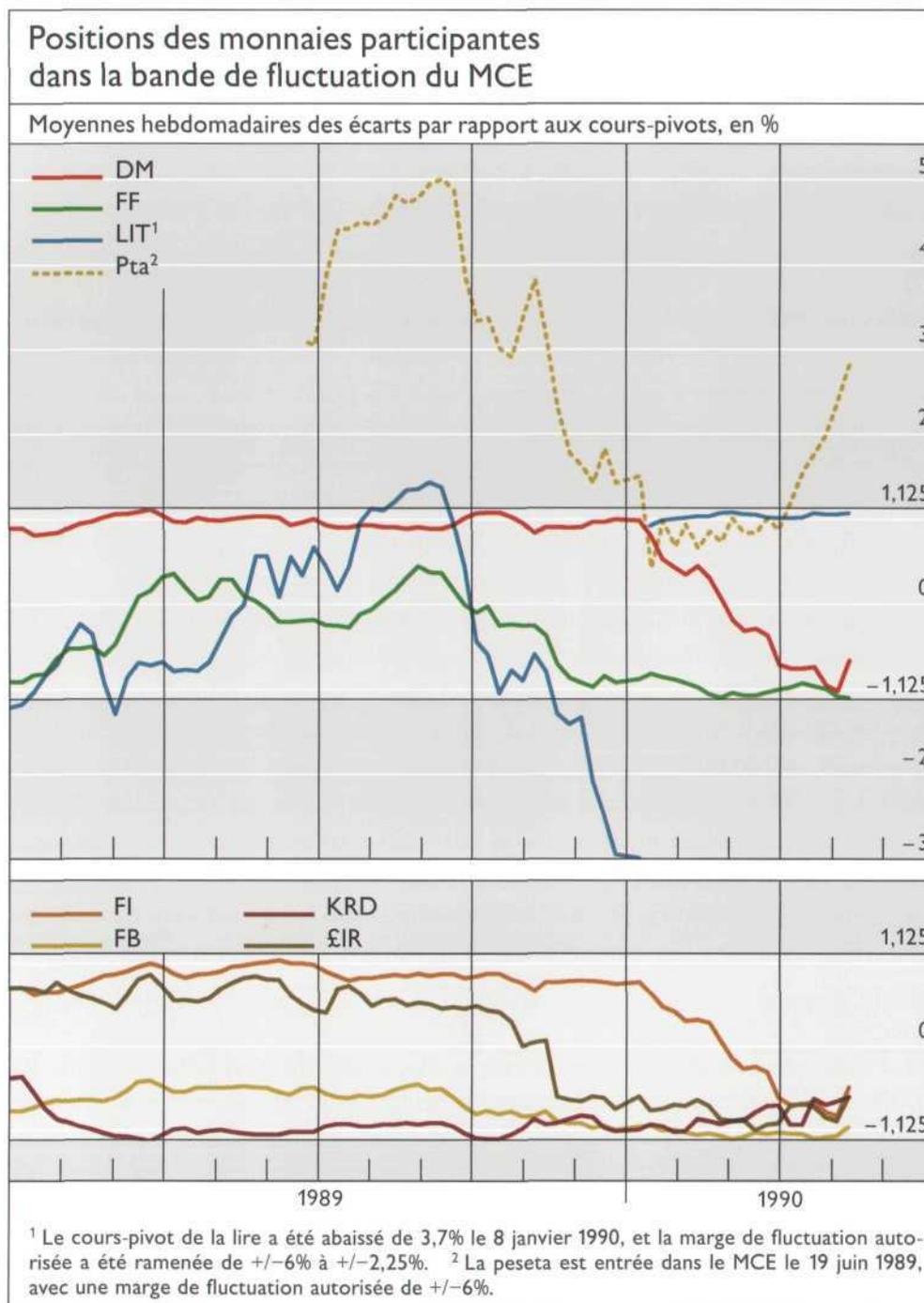
Lorsqu'une action concertée fut entreprise au lendemain des réunions de septembre du FMI et du Groupe des Sept en vue de faire baisser le dollar, certaines tensions apparurent au sein du SME et des rumeurs de réalignement se mirent à circuler. En octobre, la Banque Nationale du Danemark fut contrainte d'intervenir massivement pour soutenir la couronne qui était tombée à sa limite inférieure vis-à-vis du deutsche mark et, à la fin du mois, elle releva ses taux directeurs. A cette époque également, la peseta espagnole s'était nettement affaiblie pour revenir juste au-dessus de la limite supérieure de la marge étroite, et, en novembre, le franc français et la livre irlandaise passèrent dans la partie inférieure de la marge. Dans le courant de décembre, la fermeté du deutsche mark devait conduire à des interventions intramarginales substantielles, et les autorités françaises et irlandaises relevèrent leurs taux directeurs.

... mais redresse-
ment de la lire ...

Au début de 1990, comme le réajustement de la lire avait dissipé les anticipations d'un réaménagement plus général des cours-pivots, les taux d'intérêt nominaux ont recommencé à jouer un rôle dominant dans les flux de capitaux, et les pressions à la hausse sur le deutsche mark se sont atténuées, et même inversées. Bien qu'en Italie les entrées de capitaux aient contribué à un certain resserrement des écarts de taux d'intérêt, la lire est restée de loin la monnaie la plus forte au sein de la bande étroite, contraignant les autorités à des interventions répétées et massives. La fermeté manifestée par la lire au lendemain de son réajustement mettait les autorités italiennes en état d'abolir à la mi-mai, soit deux mois plus tôt que prévu, toutes les mesures de contrôle des changes encore en vigueur. Insensible à cette mesure, la lire s'est maintenue au plafond de la bande du MCE. En Espagne, après la levée du contrôle des changes sur les entrées de capitaux, la peseta, dont les taux d'intérêt étaient les plus élevés à l'intérieur de la bande du MCE, s'est vivement appréciée dans le courant d'avril et de mai.

... et du franc
français au début
de 1990

De même, la levée précoce, au début de 1990, de tous les contrôles des changes qui subsistaient en France a été considérée comme un signe positif par le marché. Les pressions à la baisse sur le franc français se sont rapidement calmées, et les autorités ont pu reconstituer leurs réserves à mesure que la monnaie se raffermissait contre le deutsche mark, lequel, à l'époque, commençait lui-même à quitter le haut de la bande du MCE. En mars et avril, l'écart de taux d'inflation entre la France et l'Allemagne disparaissant, les autorités françaises ont pu annoncer une baisse de leurs taux directeurs sans conséquences sur le taux de change franc/deutsche mark. De fait, malgré le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt et des achats répétés et importants effectués par certains autres pays participant au MCE, le deutsche mark a glissé vers le bas de la marge de fluctuation tout au long des quatre premiers mois de 1990 et, au mois de mai, il rejoignait temporairement les francs français et belge près de la limite inférieure.



Production et marché de l'or

En 1989, l'offre d'or a fait un bond de plus de 25%, pour s'établir à 2.190 tonnes, niveau sans précédent depuis le début des années soixante. Cette forte progression est principalement imputable au brusque retournement des transactions officielles, mais il faut aussi tenir compte de la production accrue des mines occidentales et de l'augmentation des ventes de l'Union soviétique, de la Chine et de quelques pays d'Europe de l'Est. Bien que la demande d'or pour la joaillerie et d'autres emplois industriels soit restée soutenue, elle n'a pas réussi, vu l'ampleur de l'offre, à empêcher les cours de baisser durant les neuf premiers mois de l'année, d'autant que la

Forte augmentation de l'offre d'or sur les marchés

fermeté du dollar pendant cette période a eu tendance à peser sur la demande aux fins de placement. A l'automne, les effets conjugués de la légère détente du dollar, des accès de turbulence sur les marchés des capitaux et des incertitudes nées des profonds changements intervenus en Europe de l'Est ont ranimé l'intérêt des investisseurs, de sorte que le cours de l'or en dollars a vivement rebondi, mais pour se replier à nouveau au printemps de 1990.

Vive progression de l'extraction hors d'Afrique du Sud

En 1989, l'extraction totale a continué de s'accroître dans la plupart des grands pays producteurs, à l'exception de l'Afrique du Sud. Au total, la production occidentale s'est élevée à 1.655 tonnes, contre 1.550 tonnes en 1988. Les plus fortes progressions ont été observées aux Etats-Unis, en Australie et au Canada. En Australie, le phénomène s'explique par la perspective de voir les bénéficiaires des compagnies minières assujettis à l'impôt sur les sociétés à partir de 1991. La production totale des trois pays précités est maintenant égale à celle de l'Afrique du Sud, alors qu'au début de la décennie elle n'en représentait qu'environ 15%.

Fortes ventes d'or de l'Union soviétique

Les événements spectaculaires intervenus l'an dernier en Europe de l'Est ont eu des répercussions à la fois sur la demande et sur l'offre d'or. En raison notamment des préoccupations concernant la valeur réelle des créances libellées en roubles, la demande interne d'or s'est fortement gonflée en Union soviétique. Les quantités disponibles pour les achats domestiques privés, principalement sous forme de bijoux, n'ont toutefois pas suffi à répondre à la demande effective qui est restée vigoureuse, malgré l'important relèvement du prix fixé administrativement. Les ventes sur les marchés occidentaux se sont accrues, en raison du besoin pressant de devises et aussi du fait que les exportateurs soviétiques semblent avoir exercé leurs options d'achat lorsque les prix du marché ont accusé une hausse temporaire vers la fin de l'année. Certaines quantités d'or ont également été mises sur le marché par la Chine et les petits pays d'Europe de l'Est. Au total, l'offre émanant de ces diverses sources peut être estimée à 300 tonnes environ pour 1989.

Origine et utilisation de l'or (estimations)					
Rubrique	1985	1986	1987	1988	1989
	en tonnes métriques				
Production	1.235	1.295	1.385	1.550	1.655
Autres fournisseurs ¹	250	400	300	260	300
Variations des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations) ² (- = accroissement)	-165	-10	95	-240	185
Nouveaux prêts d'or (chiffres nets)			70	150	50
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.320	1.685	1.850	1.720	2.190

¹ Union soviétique, Chine, Corée du Nord et quelques pays d'Europe de l'Est. ² Les variations des réserves d'or de l'Afrique du Sud ont été exclues des mouvements des encaisses officielles dans ce tableau; on estime, en effet, qu'elles reflètent en grande partie l'exécution ou le dénouement de contrats d'échange contre or entre la Banque de Réserve d'Afrique du Sud et des banques commerciales d'autres pays.

Contrairement à ce qui s'était passé en 1988, année où les achats officiels d'or avaient été considérables, en 1989 les stocks d'or officiels ont diminué d'environ 185 tonnes. Cette diminution est imputable en grande partie aux ponctions que les pays ont effectuées sur leurs réserves internationales, les avoirs en or des institutions internationales n'ayant marqué qu'un léger recul. En outre, les cessions officielles d'or n'ont pas été uniquement le fait des pays industrialisés qui, dans l'ensemble, avaient eu tendance à réduire leurs encaisses-or les années précédentes, mais elles sont aussi venues des pays en développement qui avaient globalement accru leurs stocks pendant la plus grande partie des années quatre-vingt. C'est la Belgique qui a connu la plus forte baisse en 1989, l'encaisse-or de ce pays ayant été abaissée de 107 tonnes après que les autorités eurent décidé, au début de l'année, de modifier la composition de leurs réserves internationales. Le Mexique a cédé une bonne moitié de son stock officiel, soit plus de 47 tonnes. Le Canada, poursuivant sa politique de réduction progressive de ses avoirs d'or monétaire, en a vendu 32 tonnes. En Autriche, 15 tonnes ont été transférées des réserves officielles à la Monnaie nationale. La Colombie a réduit son encaisse de 15 tonnes, et les Philippines ont fait état d'une baisse de 12 tonnes. La seule augmentation nette digne d'être mentionnée est celle de 52 tonnes intervenue en Espagne, après la décision de ce pays de porter la part de l'or dans ses réserves officielles à un niveau plus proche de la moyenne des pays de la Communauté européenne.

Importantes
ventes d'or par
les détenteurs
officiels

Les prêts d'or, qui avaient largement gonflé l'offre sur les marchés en 1988, ont fléchi en 1989. En raison d'importants remboursements au titre de prêts antérieurs, on peut estimer que les quantités nettes d'or mises sur le marché au comptant par ce canal sont tombées au-dessous de 50 tonnes, alors qu'elles atteignaient 150 tonnes l'année précédente.

Importance
moindre
des prêts d'or

En 1989, la demande des utilisateurs industriels a continué de progresser vivement. La hausse persistante des revenus et la faiblesse du prix de l'or pendant l'été sont venues renforcer une demande déjà forte de joaillerie, notamment en Extrême-Orient et en Europe. Au Japon, la substitution, en avril, d'un prélèvement de 3% à la taxe de 15% sur les produits de luxe a favorisé les achats de bijoux et d'autres produits analogues en or. Par contre, la consommation globale d'or pour la frappe de monnaies n'a atteint que 100 tonnes environ, loin du record de plus de 300 tonnes enregistré en 1986.

Vigueur
persistante
de la demande
industrielle

La demande d'or aux fins de placement paraît avoir été un peu plus généralisée en 1989 qu'en 1988, année où les achats s'étaient fortement concentrés sur l'Extrême-Orient. Après une phase d'indifférence évidente, les investisseurs européens et nord-américains ont de nouveau manifesté un certain intérêt passager en fin d'année. Les importations d'or non monétaire déclarées par Taïwan se sont montées à 160 tonnes, contre plus de 170 tonnes en 1988. Les achats du Japon, à 287 tonnes, ont aussi été légèrement inférieurs à ceux de l'année précédente, malgré une décision gouvernementale autorisant les compagnies d'assurances (assurance-vie exclue) à investir en or jusqu'à 3% du total de leurs actifs. Par contre, les achats japonais d'instruments financiers liés à l'or ont eu un grand succès.

Accroissement
momentané de la
demande aux fins
de placement

Production d'or dans le monde								
Pays	1953	1970	1980	1985	1986	1987	1988	1989
	en tonnes métriques							
Afrique du Sud	371	1.000	675	672	640	607	621	608
<i>Part de la production mondiale</i>	49,1	78,6	70,2	54,4	49,4	43,9	40,0	36,8
Etats-Unis	61	54	31	80	118	155	201	259
Australie	33	20	17	59	75	111	157	197
Canada	126	75	52	90	106	117	135	158
Brésil	4	9	35	72	67	84	100	97
Philippines	15	19	22	37	39	40	39	37
Papouasie-Nouvelle-Guinée	0	1	14	31	36	34	37	34
Colombie	14	7	17	26	27	33	33	31
Chili	4	2	9	21	22	21	25	26
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	15	16
Venezuela	1	1	1	12	15	16	20	15
Japon	7	8	7	9	14	14	14	11
Divers	103	62	71	112	122	136	154	164
Production mondiale ¹	755	1.273	962	1.236	1.296	1.383	1.551	1.653
<i>Pour mémoire:</i>	moyennes annuelles, en dollars EU l'once							
<i>Cours du marché</i>								
<i>en dollars EU courants</i>	35,00	35,94	612,76	317,30	367,59	446,63	437,09	381,54
<i>en dollars EU constants²</i>	35,00	24,78	199,03	78,96	89,77	105,21	98,93	82,38

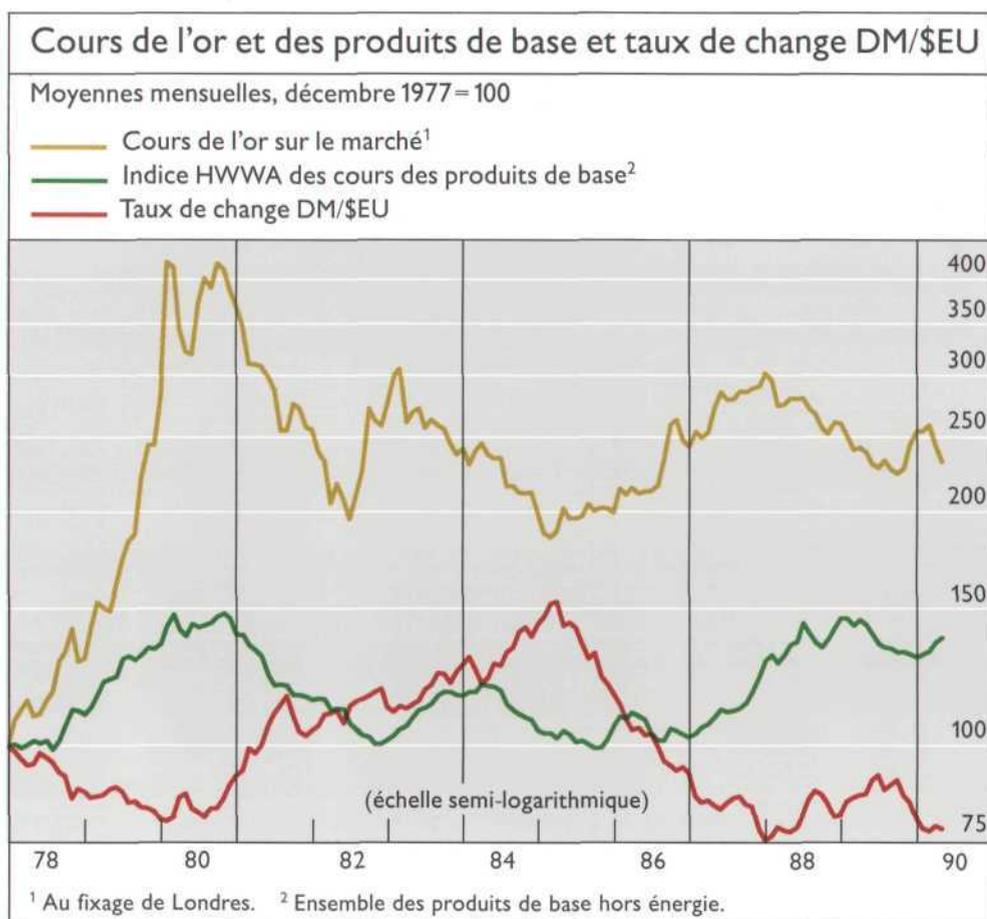
¹ Non compris l'Union soviétique, les autres pays d'Europe de l'Est, la Chine et la Corée du Nord. ² Corrigé par l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis (1953 = 100).
Source: Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londres).

L'assouplissement du système des marges, les modifications apportées aux pratiques du marché et le recul du yen ont fait passer le nombre journalier de contrats à terme sur le kilo d'or, à la Bourse de commerce de Tokyo, d'environ 3.000 en septembre 1989 à plus de 100.000 au début de 1990, mais ce chiffre est revenu à moins de 20.000 au début d'avril.

Evolution
des cours de l'or

Le dynamisme des cours des actions et du prix des autres actifs, la fermeté du dollar EU et la conviction grandissante dans l'opinion que l'inflation pouvait être maîtrisée ont fait que le prix de l'or en dollars a continué de s'inscrire en baisse pendant les neuf premiers mois de 1989. Retombé aux environs de \$410 à la fin de 1988, après avoir culminé sur cinq ans à \$503 l'once de fin à la mi-décembre 1987, il a encore perdu 13% pour marquer un creux de \$356 à la mi-septembre 1989. Le redressement amorcé alors a été très prononcé et a porté le cours à près de \$418 vers la fin de novembre, niveau le plus élevé de l'année. Ce renversement peut être attribué à la convergence de plusieurs facteurs. Parmi les plus importants, il faut citer les chocs qui ont secoué les marchés des capitaux à partir d'octobre, les incertitudes engendrées par les transformations radicales intervenues en Europe de l'Est et la faiblesse du dollar vis-à-vis des monnaies des pays d'Europe continentale. Conjuguant leurs effets à ceux d'une très forte demande industrielle et d'une réduction des stocks des fournisseurs, ces facteurs ont ranimé l'intérêt des investisseurs pour le métal jaune, dont le prix avait presque regagné à la fin de l'année son niveau du début de 1989.

Fermeté temporaire à l'automne de 1989



Malgré une assez grande instabilité durant les mois suivants, les cours sont restés la plupart du temps à l'intérieur de la fourchette de \$400–420. Dans les derniers jours de mars 1990, toutefois, le prix de l'or s'est brusquement replié, pour tomber au-dessous de \$370 à la fin du mois, en raison d'importantes ventes en provenance du Moyen-Orient, de la vigueur retrouvée du dollar et de la hausse des taux d'intérêt. Il a ensuite fluctué entre \$367 et \$380 jusqu'à la mi-mai.

Depuis le milieu des années soixante-dix, le cours de l'or en dollars a accusé d'amples variations, avec un maximum à \$850 en 1980, pour retomber ensuite dans la fourchette de \$300–500. Bien que ces variations aient eu tendance à aller dans le même sens que celles des prix moyens des produits de base autres que l'énergie, leur amplitude a été beaucoup plus forte. Il est à noter que, contrairement à l'évolution cyclique habituelle, le recul de l'or depuis la fin de 1987 est intervenu dans un contexte de fermeté continue des prix des produits de base. L'explication tient peut-être en partie à ce que, depuis 1983, on observe une relation inverse assez étroite entre le cours de l'or en dollars et la fermeté de la devise américaine par rapport aux principales monnaies européennes. Certains investisseurs non américains semblent considérer l'or comme un placement de substitution aux actifs financiers libellés en dollars et accroissent leurs achats d'or lorsque la devise américaine s'affaiblit. Inversement, le redressement progressif du dollar depuis 1988 semble avoir découragé la demande de métal jaune des investisseurs.

Influence croissante du dollar sur le prix de l'or

Nouvelle
augmentation
des réserves
globales en 1989

Liquidités internationales

En 1989, la valeur en dollars courants des réserves officielles internationales autres que l'or a augmenté de 6%, soit de \$44 milliards, pour s'établir à un total de \$768 milliards. Bien que plus forte qu'en 1988, cette progression n'a représenté qu'une fraction du gonflement exceptionnel de 41% enregistré en 1987, année où les créanciers publics avaient financé la plus grande partie du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis. Compte tenu de l'appréciation moyenne du dollar en 1989, la croissance des réserves apparaît un peu plus élevée si l'on élimine les effets des variations de taux de change. En termes de DTS, l'augmentation des réserves internationales autres que l'or a atteint près de 9% en 1989, contre 7% en 1988 et 21% en 1987. De même qu'en 1988, la croissance des réserves n'a pas suivi le rythme d'expansion du commerce international, mais cela n'a effacé qu'en partie la hausse appréciable du ratio réserves/commerce international qui s'était produite en 1986-87. En outre, comme on l'a vu dans le Rapport annuel de l'an dernier, la mondialisation continue des marchés des capitaux et les possibilités de financement externe qui l'accompagnent ont eu tendance à réduire la signification générale du rapport entre l'accroissement des réserves et celui du commerce international.

La valeur en dollars courants des avoirs officiels d'or a diminué l'an dernier de 3%, soit \$11 milliards, pour s'établir à \$375 milliards. Ce mouvement peut être attribué au recul de 2% du cours de l'or sur le marché entre fin 1988 et fin 1989, auquel sont venues s'ajouter certaines ventes officielles nettes.

Réserves globales autres que l'or et croissance du commerce international						
Année	Réserves totales autres que l'or ¹	Réserves de change ^{1,2}	Dont: détenues en dollars EU ³	Croissance annuelle des réserves globales autres que l'or		Croissance du commerce international en DTS
				en dollars EU courants	en DTS	
	en milliards de dollars EU			en %		
1967	35,2	29,4	..			
1973	140,7	122,7	76,2	26,0 ⁴	22,1 ⁴	14,4 ⁴
1980	406,8	309,8	68,0	16,4 ⁵	15,5 ⁵	18,3 ⁵
1981	381,8	288,1	70,6	-6,1	2,8	9,2
1982	360,4	270,8	70,0	-5,6	-0,4	-0,1
1983	376,5	276,1	71,2	4,5	10,1	0,7
1984	395,0	300,8	69,9	4,9	12,1	10,8
1985	440,7	336,5	65,3	11,6	-0,5	2,0
1986	507,3	391,6	68,3	15,1	3,4	-4,9
1987	713,8	565,0	65,1	40,7	21,3	6,8
1988	723,8	595,6	63,2	1,4	6,9	10,3
1989	767,6	645,2	59,1	6,1	8,6	12,7

¹ Sans les pays d'Europe de l'Est. ² Ecus officiels non compris. ³ A l'exclusion des dollars ayant fait l'objet de contrats d'échange contre écus. ⁴ Taux de croissance moyen pour la période 1967-73. ⁵ Taux de croissance moyen pour la période 1973-80.

Comme les années précédentes, l'expansion des réserves non métalliques a été fortement concentrée sur les avoirs en devises. De fait, la progression de près de \$50 milliards des réserves de change, compte non tenu des écus officiels, a dépassé celle des réserves totales autres que l'or. Sur la base de taux de change constants, elle a été encore plus marquée (\$53 milliards, ou 9%). Le nouveau gonflement de cette composante des liquidités internationales a porté la part des devises dans les réserves totales autres que l'or à 84% en 1989, contre 77% trois ans plus tôt.

Accroissement persistant de la part des avoirs en devises

La structure et la répartition géographique de la croissance des réserves de change ont été déterminées principalement par les diverses tensions observées sur les marchés des changes et par les politiques d'intervention des principaux pays industrialisés. La nouveauté de l'an dernier a toutefois été la très forte présence des autorités monétaires américaines. Dans leur effort de modération de la hausse du dollar, les Etats-Unis ont acheté d'importantes quantités de deutsche marks et de yens, qui ont contribué pour une très large part à la progression de \$27,2 milliards de leurs réserves de change; celle-ci, qui a eu pour effet de gonfler les avoirs officiels américains de plus de 150%, a représenté plus de la moitié de l'accroissement des réserves globales enregistré l'an passé. C'est pourquoi les réserves officielles de change des Etats-Unis, qui se montent à \$44,6 milliards, sont actuellement les plus élevées après celles du Japon, de Taïwan et de l'Allemagne.

Les achats de devises d'une ampleur sans précédent des autorités américaines ...

Si cette plus grande symétrie sur les marchés des changes entre les Etats-Unis et les autres pays devait persister, elle aurait des implications importantes pour le système monétaire international. Tout d'abord, elle aurait pour effet de relâcher la relation quasi automatique observée jusqu'à présent entre le déficit des paiements des Etats-Unis – ou la faiblesse du dollar – et la croissance des réserves globales. Celles-ci peuvent en effet s'accroître, ou ne pas diminuer, même lorsque le dollar est fort et la balance des règlements officiels des Etats-Unis excédentaire, comme ce fut le cas en 1989. De fait, la progression des réserves de change des Etats-Unis, l'an passé, a plus que compensé les pertes de pays comme le Japon et le Royaume-Uni, dont la monnaie a été en permanence attaquée et qui ont en conséquence puisé sur leurs réserves en dollars. En outre, étant donné que les Etats-Unis détiennent forcément l'essentiel de leurs avoirs officiels en monnaies autres que le dollar, leur présence de plus en plus marquée sur le marché des changes confère automatiquement un rôle plus grand aux autres monnaies, en tant qu'instruments de réserve, et aux autres pays, en tant que centres de monnaies de réserve.

... limitent les pertes de réserves officielles en dollars des autres pays

La progression assez forte des réserves officielles de change, l'an dernier, s'explique aussi par les interventions des pays participant au mécanisme du SME. Ainsi, confrontées à des entrées massives de capitaux, les autorités italiennes ont accru de manière substantielle leurs avoirs en devises au cours des neuf premiers mois de 1989. Comme ces interventions dans le contexte du MCE prennent en grande partie la forme d'achats de monnaies autres que le dollar, c'est-à-dire principalement de monnaies d'autres pays participants, telles que le deutsche mark, il en résulte que, au lieu d'aboutir

Contribution du SME à la forte croissance des réserves autres que le dollar

simplement à une redistribution de dollars entre pays membres, elles accentuent la croissance des réserves totales. Dans un cas comme celui-là, les avoirs en deutsche marks de l'Italie augmentent, mais les réserves en dollars de l'Allemagne ne diminuent pas ou peuvent même s'accroître. En fait, malgré certaines ventes officielles de dollars pour soutenir le deutsche mark, les avoirs officiels en devises (hors écus officiels) de l'Allemagne ont

Variations des réserves globales							
Zone et période	Or		Devises	Position de réserve au FMI	DTS	Ecus officiels	Réserves totales (à l'exclusion de l'or)
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU à prix courants ¹					
Pays du Groupe des Dix							
1987	-1,4	69,8	93,0	0,3	3,2	21,8	118,3
1988	-1,9	-56,9	19,5	-3,0	0,3	-15,3	1,5
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	- 1,1	23,3
Encours ²	728,9	292,3	296,1	22,2	20,7	53,5	392,5
Autres pays développés³							
1987	-1,9	7,1	28,5	0,5	0,5	5,0	34,5
1988	-4,2	- 7,9	12,8	0,3	-0,1	2,7	15,7
1989	0,5	- 0,5	8,5	0,3	0,1	0,2	9,1
Encours ²	78,4	31,5	107,3	3,6	2,5	8,6	122,0
Pays en développement							
1987	0,3	11,8	51,9	0,6	1,2	-	53,7
1988	6,6	- 6,7	-1,7	-3,8	-1,7	-	-7,2
1989	-2,0	- 2,0	15,3	-4,0	0,1	-	11,4
Encours ²	127,3	51,0	241,8	7,7	3,6	-	253,1
<i>dont:</i>							
Principaux pays débiteurs⁴							
1987	-1,5	2,6	4,1	-	0,9	-	5,0
1988	1,1	- 2,1	-6,2	-0,7	-1,1	-	-8,0
1989	-1,9	- 1,1	2,2	-	-0,1	-	2,1
Encours ²	31,7	12,7	29,8	0,1	0,6	-	30,5
Pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient⁵							
1987	-0,2	2,2	4,0	0,5	0,4	-	4,9
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-2,9	-0,3	-	-7,0
1989	-	- 0,2	1,8	-4,1	0,2	-	-2,1
Encours ²	22,8	9,2	36,9	5,6	1,6	-	44,1
Total³							
1987	-3,0	88,7	173,4	1,4	4,9	26,8	206,5
1988	0,5	-71,5	30,6	-6,5	-1,5	-12,6	10,0
1989	-5,9	-11,0	49,6	-4,6	-0,3	- 0,9	43,8
Encours ²	934,6	374,8	645,2	33,5	26,8	62,1	767,6

¹ Encaisses-or évaluées aux cours du marché. ² A fin 1989. ³ A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est. ⁴ Pays du plan Baker, à l'exclusion de la Yougoslavie. ⁵ Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Oman et Qatar.

progressé de \$5,1 milliards l'an passé, du fait surtout des intérêts perçus sur les actifs accumulés.

Enfin, troisième facteur important, l'expansion des réserves globales de change enregistrée l'an dernier a résulté de l'accumulation d'avoires d'un certain nombre de pays en développement et de quelques pays développés de moindre dimension ne faisant partie ni du Groupe des Dix ni du MCE, comme le Portugal, la Turquie et la Yougoslavie.

Les réserves non métalliques autres que les avoires en devises ont diminué de près de \$6 milliards en 1989, encore que ce recul ait été dû pour quelque \$2,3 milliards aux variations des taux de change. Par ailleurs, la légère contraction de \$0,9 milliard des réserves officielles détenues sous forme d'écus s'explique, et au-delà, par la baisse du prix de l'or: le stock d'écus officiels est maintenu par le renouvellement de contrats d'échange de dollars et d'or sur la base de prix liés à ceux du marché, et, en 1989, le prix de référence utilisé par le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) pour ces contrats faisant intervenir l'or a baissé d'environ 7,5%. De plus, le total des avoires officiels d'or des pays concernés a marqué un léger repli, malgré l'adhésion de l'Institut monétaire luxembourgeois au FECOM. Ces influences ont été en partie contrebalancées par la création d'écus du fait de l'accroissement des avoires en dollars des pays membres.

Après avoir diminué de 15% en 1988, les positions de réserve globales au Fonds monétaire international ont accusé en 1989 une nouvelle baisse de 12%, soit \$4,6 milliards, l'Arabie Saoudite enregistrant à elle seule une contraction de \$4 milliards. Cette évolution peut être attribuée pour l'essentiel à ce que, pour la quatrième année consécutive, les remboursements de crédits au Fonds (DTS 5,9 milliards) ont dépassé les nouveaux tirages (DTS 3,5 milliards), d'où une moindre utilisation des monnaies des pays membres par le FMI et, partant, une baisse des positions de réserve de ces pays au Fonds. On a toutefois noté, l'an dernier, une forte progression des nouveaux accords de crédit du Fonds, tenant pour une part à la décision prise en mai d'apporter un soutien à la réduction de la charge de la dette de certains pays. Les engagements de financement envers les membres ont plus que doublé au cours de 1989 pour s'établir à \$18,1 milliards, les montants non tirés ayant pratiquement triplé, à \$13,3 milliards. Les tirages effectués dans le cadre du mécanisme élargi, pour aider les pays confrontés à des problèmes de balance des paiements à moyen terme, ont augmenté de \$0,3 milliard à \$1,5 milliard, tandis que l'encours des prêts accordés aux pays à faible revenu au titre de la Facilité d'ajustement structurel et de la Facilité d'ajustement structurel renforcée passait de \$1,3 milliard à \$2,4 milliards.

Le volume des avoires en DTS, exprimé en cette unité, n'a marqué qu'une très légère augmentation en 1989, la baisse de \$0,3 milliard du stock total de DTS exprimé en dollars EU ayant été due intégralement à l'appréciation de cette monnaie. A la fin de l'année, les avoires en DTS ne représentaient que 3,5% environ du total des réserves autres que l'or, contre 4,7% il y a trois ans. Si la part des DTS dans les liquidités globales a progressivement diminué, c'est parce que la croissance des réserves sous d'autres

Recul des autres actifs de réserve dû ...

... à la réduction des contrats d'échange sur écus ...

... et à la contraction des positions de réserve au Fonds

Rôle moindre des DTS

formes a été jugée adéquate et qu'aucun accord n'a pu se faire sur de nouvelles attributions. Au fil des années, le mode d'utilisation des DTS s'est légèrement modifié. Il n'y a eu aucune opération imposée, et tous les transferts qui ont eu lieu récemment ont revêtu un caractère volontaire.

En mai 1990, le Comité intérimaire du FMI s'est mis d'accord sur un relèvement des quotes-parts de 50%, portant ainsi le total à DTS 135 milliards (environ \$180 milliards). Cette opération s'accompagnera d'une modification des droits de vote de certains des principaux pays industriels, pour tenir compte de l'évolution de leur importance économique relative. Le Japon et l'Allemagne se partageront le deuxième rang après les Etats-Unis, tandis que le Royaume-Uni et la France occuperont ensemble la quatrième place. L'accord s'est également fait sur les moyens de renforcer la stratégie à suivre pour régler le problème des arriérés sur les crédits du Fonds. Premièrement, le relèvement des quotes-parts sera conditionné par une modification des statuts du FMI permettant de suspendre les droits de vote et les autres droits des pays membres qui ne veulent manifestement pas coopérer avec le Fonds pour réduire leurs arriérés. Deuxièmement, une nouvelle approche a été adoptée pour aider les onze pays en développement ayant actuellement des arriérés à éliminer leurs \$4,2 milliards de paiements en souffrance.

Si l'on considère la répartition géographique de la croissance des réserves globales intervenue l'an dernier, on constate que les réserves officielles non métalliques des pays du Groupe des Dix ont augmenté de \$23,2 milliards, soit de 6%. Comme en 1988, cette croissance globale a été la résultante d'importantes accumulations par certains pays, compensées par de larges ponctions par d'autres. La plus vive expansion a été de loin celle qui s'est produite aux Etats-Unis, où les réserves ont progressé de 73%, pour atteindre un record absolu proche de \$64 milliards. Pour la quatrième année consécutive, l'Italie a connu un accroissement sensible de ses réserves (\$12 milliards). L'Allemagne, qui avait puisé amplement sur ses réserves internationales en 1988 et au premier semestre de 1989, lorsque le deutsche mark avait subi des pressions répétées à la baisse, a accru ses avoirs officiels non métalliques de \$5 milliards au second, au moment où sa monnaie faisait preuve de fermeté non seulement vis-à-vis du yen mais aussi du dollar. La Belgique, la Suède, la Suisse, le Canada et les Pays-Bas ont enregistré des augmentations moins importantes.

Le plus fort repli en valeur absolue des avoirs de réserve des pays du Groupe des Dix s'est produit au Japon, où les interventions incessantes en faveur du yen expliquent en grande partie la réduction de \$13 milliards, soit 13%, des réserves officielles autres que l'or. Le Royaume-Uni, qui est aussi intervenu massivement pour soutenir sa monnaie, a enregistré le recul relatif le plus élevé (21%, soit \$9 milliards).

Les autres pays développés considérés dans leur ensemble ont vu leurs réserves non métalliques progresser de \$9,1 milliards, les augmentations les plus marquées étant le fait du Portugal (\$4,9 milliards, ou 96%), de l'Espagne (\$4,4 milliards, ou 12%), de la Turquie (\$2,4 milliards, ou 100%) et de la Yougoslavie (\$1,8 milliard, ou 78%). Le Danemark, en revanche, dont

Nouvelle
croissance des
réserves globales
des pays du
Groupe des Dix ...

... les importants
gains de réserves
des Etats-Unis
et de l'Italie ...

... n'étant que
partiellement
compensés
par les pertes
de réserves
du Japon et du
Royaume-Uni

Variations des réserves officielles autres que l'or de divers pays*				
Pays	Variations			Montants à fin 1989
	1987	1988	1989	
	en milliards de dollars EU			
Pays développés	152,8	17,2	32,4	514,5
Etats-Unis	-2,7	2,0	26,8	63,6
Autres pays du Groupe des Dix	121,0	- 0,5	- 3,5	328,9
Japon	38,8	15,7	-12,8	84,0
Allemagne	26,9	-20,3	2,4	60,7
Italie	10,2	4,5	12,2	46,7
Royaume-Uni	23,3	2,4	- 9,3	34,8
Suisse	5,7	- 3,3	1,0	25,2
France	1,6	- 7,6	- 0,8	24,6
Pays-Bas	4,8	0,0	0,5	16,5
Canada	4,0	8,1	0,7	16,0
Belgique	4,1	- 0,3	1,5	10,8
Suède	1,6	0,3	1,1	9,6
Autres pays développés	34,5	15,7	9,1	122,0
Espagne	15,9	6,4	4,4	41,5
Portugal	1,9	1,8	4,9	10,0
Danemark	5,1	0,7	- 4,4	6,4
Turquie	0,4	0,6	2,4	4,8
Yougoslavie	-0,8	1,6	1,8	4,1
Pays en développement	53,7	- 7,2	11,4	253,1
Economies nouvellement industrialisées	33,0	7,7	5,5	108,7
Taiwan	30,4	- 2,9	- 0,7	73,2
Singapour	2,3	1,8	3,3	20,3
Corée du Sud	0,3	8,8	2,9	15,2
Exportateurs de pétrole du Moyen-Orient	4,9	- 7,0	- 2,1	44,1
Arabie Saoudite	4,4	- 2,1	- 3,8	16,7
Koweït	-1,4	- 2,2	1,2	3,1
Autres pays en développement	15,8	- 7,9	8,0	100,3
Chine	4,9	2,2	- 0,6	18,0
Thaïlande	1,2	2,1	3,4	9,5
Mexique	6,8	- 7,2	1,1	6,3
Indonésie	1,5	- 0,5	0,4	5,5
Israël	1,2	- 1,9	1,3	5,3
Venezuela	-0,5	- 2,9	1,0	4,1
Inde	0,1	- 1,6	- 1,0	3,9
Total général	206,5	10,0	43,8	767,6

* Y compris les positions officielles en écus, mais à l'exclusion des pays d'Europe de l'Est.

la monnaie a parfois été soumise à de très fortes pressions au sein du MCE, a enregistré une chute de ses avoirs officiels de réserve de plus de 40%, à \$6,4 milliards.

La configuration générale des accroissements de réserves s'est caractérisée l'an dernier par une reprise de la croissance des avoirs des pays en

Augmentations importantes des réserves dans d'autres pays développés...

... et dans les pays en développement

développement. Après avoir diminué de \$7,2 milliards en 1988, les réserves non métalliques de ces pays ont progressé de \$11,4 milliards, soit de près de 5%. Les plus fortes hausses ont été le fait de la Thaïlande (\$3,4 milliards), de Singapour (\$3,3 milliards) et de la Corée du Sud (\$2,9 milliards). Bien que certains pays aient accumulé sur leur dette extérieure des arriérés d'une ampleur sans précédent, les réserves des quatorze principaux pays débiteurs couverts par le plan Baker n'ont augmenté que de \$2,1 milliards. Seul le Mexique, qui a vendu de grosses quantités d'or l'an dernier, a enregistré une progression de \$1,1 milliard de ses réserves autres que l'or.

Parmi les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient, l'Arabie Saoudite a connu une nouvelle perte de réserves, de \$3,8 milliards. Ailleurs, les réserves de l'Inde, qui avaient déjà sévèrement chuté en 1988, ont encore baissé de \$1 milliard, pour s'établir à \$3,9 milliards seulement, soit 60% du niveau qu'elles atteignaient il y a deux ans. La Chine, dont les réserves avaient augmenté de manière significative au cours des deux dernières années, a réduit ses avoirs de \$0,6 milliard.

La forte croissance des réserves en devises autres que le dollar, notamment en deutsche marks, ...

L'une des particularités de la répartition des augmentations des réserves de change, l'an dernier, a tenu au nouveau gonflement marqué des avoirs officiels en devises autres que le dollar. En fait, tandis que les avoirs en dollars ne s'accroissaient guère de plus de 1%, les avoirs en d'autres monnaies progressaient de 20%. Les réserves en deutsche marks se sont accrues d'environ \$30 milliards, s'établissant à \$128 milliards, alors que les avoirs officiels en écus privés montaient de près de 60%, pour dépasser \$20 milliards. Comme on l'a déjà vu, l'accroissement de la part des monnaies autres que le dollar a été dû surtout aux interventions effectuées pour entraver la montée de la monnaie américaine, ce qui a entraîné des achats de devises autres que le dollar par les Etats-Unis et des ventes de dollars par d'autres pays du Groupe des Dix. On peut aussi l'attribuer, toutefois, aux interventions faites sur les marchés des changes dans le cadre du MCE et à une généralisation de la tendance à la diversification des réserves.

... entraîne un nouveau recul de la part du dollar

Au cours des quinze dernières années, la part des avoirs officiels en monnaies de réserve secondaires, notamment le deutsche mark, s'est régulièrement élargie. D'après les données disponibles, quelque 9% seulement des réserves de change mondiales étaient détenues dans la monnaie allemande en 1975 mais, à la fin de 1989, cette proportion était passée à 20%. Pendant à peu près la même période, entre la fin de 1973 et la fin de 1989, la part du dollar est tombée de 76% environ à moins de 60%, recul intervenu pour 4 points entiers en 1989.

Durant les trois premiers mois de 1990, les réserves non métalliques du Groupe des Dix ont diminué de \$6 milliards, soit de \$2,5 milliards sur une base constante, cette évolution étant imputable au fait que les baisses importantes enregistrées par le Japon, la Suisse, le Canada et le Royaume-Uni n'ont pas été entièrement contrebalancées par les augmentations plus modestes des réserves d'autres pays. Il faut noter, en particulier, le cas du Japon, dont les interventions massives sur les marchés des changes pour soutenir le yen ont entraîné une ponction de \$10,4 milliards sur ses réserves non métalliques. D'un autre côté, la lire ayant fait preuve d'une

très grande fermeté après l'ajustement de son cours-pivot en janvier dernier, les autorités italiennes ont renforcé leurs réserves internationales de \$4,6 milliards en cherchant à empêcher leur monnaie de sortir de la bande de fluctuation étroite nouvellement adoptée. Bien que le dollar soit resté très soutenu, notamment vis-à-vis du yen, les interventions américaines sur les marchés des changes ont été beaucoup plus faibles qu'au premier semestre de 1989 et les réserves internationales des Etats-Unis n'ont augmenté que de \$1,7 milliard.

L'étude de 1989 sur les marchés des changes

En 1989, vingt et une banques centrales et autorités monétaires ont procédé à l'analyse détaillée du volume d'affaires traité sur leurs marchés, afin d'avoir une vue d'ensemble de l'activité de change, de son ampleur et de sa nature. Les banques ainsi que d'autres grands intermédiaires ont été invités à fournir des renseignements sur la valeur nominale de toutes leurs opérations au comptant, à terme et sur produits dérivés conclues durant le mois d'avril, celui-ci ayant été considéré comme représentatif. Pour que chaque opération ne soit comptabilisée qu'une seule fois, il n'a pas été tenu compte des dispositifs de compensation ou de règlement qui pouvaient exister, mais on s'est efforcé d'éliminer les doubles emplois qui se produisent lorsque deux parties à une opération la déclarent chacune de leur côté. Malgré certaines différences de couverture et de méthode, et quelques omissions comme l'absence de chiffres sur le volume des transactions dans le cas de l'Allemagne, cette étude est la plus complète qui ait jamais été réalisée; en outre, elle fournit une base à partir de laquelle on peut évaluer l'activité globale des marchés des changes au cours d'un mois relativement exempt de chocs susceptibles de fausser le volume et le profil des opérations.

L'une des constatations les plus frappantes tient à la dimension même du marché des changes. Après élimination de tous les doubles emplois et une correction approximative destinée à tenir compte des lacunes dans les déclarations, on peut estimer à environ \$650 milliards par jour le montant global des opérations de change, soit à peu près quarante fois la valeur journalière moyenne des exportations mondiales de biens et de services au moment de l'étude. Même si l'on considère qu'une transaction commerciale donnée peut entraîner toute une série d'opérations de change, cela semble indiquer que le commerce extérieur n'explique à lui seul qu'une fraction de l'activité globale des marchés des changes. Ce sont sans doute essentiellement les mouvements de capitaux internationaux et les transactions constantes de couverture, d'arbitrage et de prise de position inhérentes aux techniques modernes de gestion des risques qui représentent la grosse masse de cette activité.

L'étude fait aussi apparaître une assez forte concentration de l'activité dans quelques pays. Le Royaume-Uni, les Etats-Unis et le Japon, principaux centres monétaires dans les zones horaires d'Europe, d'Amérique et d'Asie, ont effectué, à eux seuls, près de 60% du volume global d'affaires déclaré.

Champ couvert
par l'étude

L'énorme
volume d'affaires
journalier...

... s'explique en
grande partie par
l'activité financière

Forte concentra-
tion géographique
des opérations
de change

Activité des marchés des changes en avril 1989						
Pays et rubrique	Volume d'affaires net ¹	Dont: ²			Volume d'affaires net au comptant ¹	Opérations identifiées en dollars EU par rapport au volume d'affaires brut
		opérations avec la clientèle	opérations inter-bancaires internes nettes	opérations inter-bancaires trans-frontières		
volume d'affaires journalier moyen en milliards de dollars EU						en %
Royaume-Uni	187 ³	26	54 ³	107 ³	(119)	89,6
Etats-Unis	129 ³	10	45 ³	71 ³	81	96,0
Japon	115	34	31	47	46	95,2
Suisse ⁴ [85%]	57	9,0	11	36	30	75,0
Singapour	55	(6,0)	8,0	(41)	(31)	95,2
Hong Kong	49	5,4	11	33	(30)	93,2
Australie	30	6,0	7,0	15,0	18	97,3
France ⁴ [95%]	26 ³	5,0	6,0 ³	15 ³	(15)	71,9
Canada	15	4,0	2,7	7,8	6,1	94,4
Pays-Bas	13 ³	1,5	3,1 ³	8,5 ³	7,2	68,8
Danemark ⁴ [90%]	13	1,3	1,8	10	(6,4)	80,0
Suède	13	1,6	1,4	8,7	9,5	100,0
Belgique ⁴ [90%]	10	1,3	1,6	7,6	5,2	81,7
Italie ⁴ [75%]	10	1,4	0,8	8,0	7,6	53,6
Autres pays ⁵	22	1,6	4,4	15	16	80,7
Total	744	114	189	431	428	89,9
Correction des doubles emplois transfrontières	-204				-123	
Volume d'affaires déclaré, total net	540				305	
Lacunes dans les déclarations (estimations)	100				55	
Volume d'affaires estimé, total	640				360	

Remarque: les chiffres entre parenthèses sont des estimations approximatives. Les chiffres étant arrondis, les totaux ne correspondent pas toujours à la somme des composantes.

¹ Les chiffres des différents pays indiquent le volume d'affaires corrigé des doubles emplois dus aux opérations interbancaires locales. Les totaux en bas du tableau représentent des estimations du volume d'affaires corrigé des duplications d'écritures dues aux opérations interbancaires locales et transfrontières. ² La somme des différents postes ne correspond pas toujours au volume d'affaires net, la classification retenue n'étant pas exhaustive. ³ Chiffres fondés sur des estimations des opérations interbancaires internes et transfrontières par l'intermédiaire de courtiers. ⁴ Aucun ajustement pour couverture incomplète; estimation de la couverture entre crochets. ⁵ Bahreïn, Espagne, Finlande, Grèce, Irlande, Norvège et Portugal.

Source: Survey of Foreign Exchange Market Activity, BRI, février 1990.

Si l'on tient compte des trois plus grands centres qui viennent ensuite (Suisse, Singapour et Hong Kong), la proportion passe à 80%.

On peut voir également que les opérations au comptant occupent toujours une place prédominante. Même considérées dans leur sens étroit, c'est-à-dire uniquement les opérations classiques conclues durant le mois en

question à l'exclusion de l'élément comptant des contrats d'échange et des contrats à terme arrivant à échéance, le volume net de l'activité au comptant représente 56% du volume global estimé. Cette part varie de 40 à 64% pour les principaux centres, mais elle est beaucoup plus élevée pour les marchés de moindre dimension, où les mesures de contrôle des changes et la fiscalité freinent ou découragent parfois les opérations à terme et les contrats sur instruments financiers ou sur options.

Bien qu'il soit devenu de plus en plus difficile de faire la distinction entre opérations «interbancaires» et transactions «avec la clientèle», on peut dire sans risque de se tromper que les premières dominent le marché. Le volume net des opérations déclarées, hors doubles emplois, est intervenu pour plus des trois quarts entre banques et autres intermédiaires implantés soit dans le pays, soit à l'étranger. Dans l'ensemble, les opérations avec les banques à l'étranger l'emportent sur l'activité interbancaire locale. Il faut toutefois noter que ce dernier type d'activité est particulièrement important sur les trois principaux marchés des changes, probablement parce que beaucoup de banques étrangères trouvent pratique d'effectuer la majeure partie de leurs opérations de change et de gestion des risques à travers leurs établissements implantés dans les grands centres.

Le dollar EU est de loin la monnaie la plus utilisée. On le trouve d'un côté ou de l'autre des transactions dans environ 90% des cas. Le yen et le deutsche mark viennent ensuite, chacune de ces monnaies intervenant pour un peu plus d'un quart dans le total des opérations soit contre le dollar, soit contre des monnaies tierces. Les monnaies locales, comme le dollar aux Etats-Unis et le yen au Japon, sont utilisées dans un peu plus de la moitié des opérations globales. Le rôle de la monnaie locale varie beaucoup: de plus de 95% de l'ensemble des opérations aux Etats-Unis à environ 10% seulement à Bahreïn, Singapour et Hong Kong. Les transactions qui ne font intervenir ni la monnaie locale ni l'une ou l'autre des trois monnaies les plus actives ne représentent qu'une part négligeable du total.

Entre mars 1986, date de la précédente étude, et avril 1989, le total des opérations de change a progressé de façon spectaculaire. Le volume net d'affaires enregistré dans les quatre pays qui ont collecté des données aussi bien en 1986 qu'en 1989 (Canada, Etats-Unis, Japon et Royaume-Uni) s'est accru d'environ 116%, soit plus du double de l'augmentation du commerce extérieur de ces pays et une fois et demie l'expansion des opérations internationales inscrites au bilan des banques opérant sur leurs marchés. La progression de l'activité du marché des changes a été la plus forte dans les pays où l'activité bancaire internationale s'accroît le plus rapidement, ce qui laisse de nouveau penser que beaucoup d'opérations de change sont liées à l'activité financière. Malgré la diversification de la gamme des monnaies négociées et la mise en place et le développement des marchés de contrats à terme et d'options, qui représentent maintenant près de 3% du volume d'affaires brut déclaré, la configuration des opérations sur les marchés des changes semble être devenue un peu plus homogène au cours des trois dernières années d'un centre à l'autre. Cette évolution est notamment illustrée par la moindre dispersion des parts de l'activité interbancaire.

Prédominance des opérations interbancaires

Rôle prépondérant du dollar EU

Accroissement rapide du volume d'affaires

Croissance des marchés des changes, du commerce international et de l'activité bancaire internationale					
Pays	Volume d'affaires des marchés des changes: variation en % entre mars 1986 et avril 1989			Exportations et importations de biens et services: variation en % entre T1 1986 et T1 1989	Créances internationales des banques déclarantes de la BRI: variation en % entre fin mars 1986 et fin mars 1989
	Volume d'affaires net	Opérations avec la clientèle	Opérations au comptant		
Royaume-Uni	108	221	81	62	40
Etas-Unis	120	134	134	39	39
Japon	140	111	142	82	203
Canada	58	38	53	44	-4
Total	116	136	104	54	76

Conséquences du point de vue de l'efficacité des interventions officielles sur les marchés des changes

Si le volume des opérations sur l'ensemble des marchés des changes est extrêmement élevé, les transactions journalières équivalant à peu près au stock total des réserves officielles de change, on ne saurait pour autant en tirer de conclusions quant à l'efficacité des interventions officielles sur ces marchés. Premièrement, les taux de change sont déterminés par la demande nette des différentes monnaies et non par les très gros volumes bruts des ventes et achats, qui se compensent le plus souvent. En outre, même lorsqu'elles sont relativement faibles, les interventions des banques centrales peuvent exercer un puissant impact sur les anticipations et l'opinion du marché, à condition que le moment en soit stratégiquement bien choisi et qu'elles soient habilement menées. Il est d'autant plus probable que les choses se passent de la sorte si les interventions sont concertées et donnent aux marchés des signaux très clairs. De toute évidence, les interventions sur les marchés des changes ne peuvent avoir, à elles seules, qu'une signification limitée à moyen terme. C'est pourquoi il vaut mieux les considérer comme l'un des divers instruments à utiliser dans le cadre d'une stratégie économique globale visant à assurer une stabilité fondamentale et durable des conditions macro-économiques.

VIII. Activités de la Banque

1. Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale.

La Banque a participé, en qualité d'observateur, aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international sur le système monétaire international ainsi qu'aux réunions des ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de leurs suppléants. Par ailleurs, la Banque a continué d'assumer les fonctions qui lui ont été confiées, en août 1964, par les ministres et gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres de ce groupe, ainsi qu'au Groupe de travail N° 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données statistiques relatives au financement des excédents et déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix.

En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix, la Banque a continué d'organiser, entre représentants des banques centrales, des rencontres périodiques sur diverses questions. Elle a de nouveau assuré, comme par le passé, le secrétariat de différents comités et groupes d'experts.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué de surveiller régulièrement les développements sur les marchés bancaires et financiers internationaux. Il a examiné, en particulier, les questions relatives à la situation de l'endettement international et le rôle des banques internationales dans un environnement financier en rapide évolution.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, précédemment appelé Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, a continué d'encourager la coopération en ce qui concerne le contrôle prudentiel des banques internationales. Une grande partie de son attention a été consacrée à suivre la mise en application de l'accord sur la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres, conclu en juillet 1988 par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix. Le comité a également poursuivi ses travaux en vue d'élaborer un dispositif de contrôle pour la mesure du risque de change, du risque de position dans les opérations sur titres et du risque de taux d'intérêt. En septembre 1989, il s'est réuni une deuxième fois à Bâle avec des représentants de la surveillance de l'activité sur titres dans les pays du Groupe des Dix. Il a, en outre, maintenu des contacts étroits avec les groupes de responsables du contrôle bancaire d'autres pays. En avril 1990, le comité a publié un Supplément au Concordat de 1983 intitulé «Principes pour le contrôle des établissements

des banques à l'étranger»; ce document vise à faciliter dans les faits la coopération entre les responsables de la surveillance des banques internationales à travers le monde.

Le Groupe d'experts sur les systèmes de paiement a continué de servir de cadre aux réunions régulières des représentants des banques centrales des pays du Groupe des Dix, consacrées à des échanges d'informations sur l'évolution des moyens et systèmes de paiement dans leur pays respectif. Sous l'égide de la BRI, le groupe a publié, en décembre 1989, le premier volume d'un nouvel ensemble de statistiques sur les systèmes de paiement. Le groupe a également consacré une attention croissante aux questions concernant la politique à suivre en matière de systèmes de compensation et de règlement; à ce titre, il a publié, en mai 1990, une étude sur les systèmes de transfert de fonds de montants importants dans les pays du Groupe des Dix.

A la suite du «Rapport sur les systèmes de compensation» de février 1989 élaboré par le Groupe d'experts sur les systèmes de paiement, les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix ont formé, au printemps dernier, un Comité ad hoc sur les systèmes de compensation interbancaires, constitué à un haut niveau; ce comité est chargé d'examiner les problèmes de politique générale soulevés par ces systèmes et présentés dans le rapport du Groupe d'experts. Les questions soumises à l'attention du comité, à partir de rapports émanant d'un certain nombre de groupes de travail, englobent les implications des systèmes de compensation pour les marchés interbancaires, la politique monétaire et les méthodes de contrôle et pour diverses opérations des banques centrales ainsi que les aspects juridiques de leur fonctionnement. Le comité devrait avoir terminé ses travaux cet été et publiera un rapport en cours d'année.

Le Groupe des experts informaticiens a continué d'accorder une place primordiale aux questions de sécurité, en particulier au phénomène des «virus informatiques». Les dérèglements susceptibles d'affecter le fonctionnement des systèmes électroniques de transfert de fonds ont également retenu son attention, et il a dressé la liste des dispositions devant permettre de prévenir l'apparition de tels dérèglements ou d'en contenir les effets. Une autre part importante de l'activité du groupe a été consacrée à une réflexion sur la nécessaire adaptation des services informatiques des banques centrales à l'évolution de leur environnement technologique et de leurs relations avec les utilisateurs.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a essentiellement consacré son attention à la banque de données de la BRI et aux services qu'elle offre aux banques centrales des pays du Groupe des Dix. Des liaisons de télécommunication plus performantes ont été testées avec succès pour la fourniture et la consultation des données, en vue surtout de permettre d'améliorer l'échange d'informations sur une base journalière. Des dispositions ont été prises par les banques centrales et la BRI afin d'étoffer le nombre des séries de données, plus particulièrement en ce qui concerne les obligations, effets et crédits internationaux. Un intérêt soutenu s'est manifesté pour l'élargissement de la couverture des séries macro-économiques relatives aux pays

extérieurs au Groupe des Dix. Divers moyens ont été examinés à cet effet, y compris des mesures résultant éventuellement d'arrangements bilatéraux pour les échanges de données informatisées entre la BRI et les banques centrales hors du Groupe des Dix.

Le Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et le Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) ainsi que leurs sous-comités et groupes d'experts ont continué à se réunir à Bâle. Les sous-comités et groupes comprennent en particulier: le Comité des suppléants des gouverneurs, qui prépare systématiquement les séances des gouverneurs; un groupe spécialisé dans le domaine des marchés des changes et des politiques d'intervention sur ces marchés; un groupe chargé d'examiner périodiquement les politiques monétaires menées par les Etats membres et leur coordination ainsi que les implications de l'évolution des finances publiques.

La majeure partie de l'activité du Comité des gouverneurs et, partant, de ses sous-comités et groupes d'experts a porté sur le fonctionnement du Système monétaire européen, la coordination des politiques monétaires et les travaux préparatoires à la première étape de l'union économique et monétaire dans la Communauté, qui doit commencer le 1er juillet 1990. Dans cette perspective, la Décision du Conseil du 8 mai 1964 sur la coopération entre les banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne instituant le Comité des gouverneurs a été amendée par une Décision du Conseil adoptée le 12 mars 1990. Dans le même temps, le Comité a renforcé ses structures et procédures de fonctionnement existantes, en vue d'intensifier la coopération entre les banques centrales de la Communauté et la coordination des politiques monétaires.

Le Conseil d'administration du FECOM a été saisi de demandes de la Banque Nationale d'Autriche et de la Banque de Norvège pour obtenir le statut de Tiers détenteur d'écus officiels; ces deux demandes ont été approuvées par le Conseil d'administration du FECOM lors de ses séances de juillet et novembre 1989 respectivement. La désignation de ces deux banques centrales porte le nombre de Tiers détenteurs d'écus officiels à cinq, la BRI, la Banque Nationale Suisse et la Banque centrale de Malte ayant obtenu antérieurement ce statut.

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.* Elles concernent, d'une part, le fonctionnement

* On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188-190, une description des structures et fonctions du FECOM.

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 de paiements des pays membres de la CE.

Au cours de la période allant du 1er avril 1989 au 31 mars 1990, les interventions effectuées par les banques centrales du SME dans des monnaies d'autres pays participant à ce système, sous forme d'opérations de financement à très court terme par l'intermédiaire du FECOM, se sont montées à environ écus 1,5 milliard.

Le volume d'écus émis par le FECOM dans le cadre des contrats d'échange (opérations de swap) trimestriels avec chacune des banques centrales de la CE signataires de l'Accord du 13 mars 1979 ainsi qu'avec l'Institut Monétaire Luxembourgeois est revenu d'écus 52,7 milliards au 1er avril 1989 à écus 49,4 milliards au 31 mars 1990. Cette diminution d'écus 3,3 milliards sur l'année est due essentiellement à la baisse du cours de l'or exprimé en écus et du taux de change du dollar EU vis-à-vis de l'écu ainsi qu'à la réduction des contributions en dollars EU de certaines banques centrales de la CE.

Le montant des transferts en écus effectués entre les comptes «Réserves en écus» des banques centrales de la CE et des Tiers détenteurs d'écus s'est élevé à quelque écus 3,2 milliards au cours de la période sous revue. Il s'est agi principalement de rachats d'écus par une banque centrale en vue de régler sa position débitrice nette en écus, à savoir environ écus 2,6 milliards. Le reste a représenté des transactions liées à des opérations entre banques centrales de la CE et Tiers détenteurs d'écus ainsi que des paiements d'intérêts sur les positions nettes en écus.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté visées dans le Règlement (CEE) N° 1969/88,* dont les détails sont exposés dans les cinquante-sixième et cinquante-septième Rapports annuels, pages 194-195 et 209 respectivement, au cours de la période sous revue l'Agent a continué de percevoir des emprunteurs, à savoir la France et la Grèce, et de répartir aux bailleurs de fonds de la Communauté les montants dus au titre des intérêts, commissions et frais sur les emprunts en circulation.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1990, l'encours des emprunts et prêts de la Communauté.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1990					
Pays emprunteur	Dollars EU	Deutsche marks	Francs suisses	Yens	Ecus
	en millions				
France	350				70
Grèce	400	830	227	25.000	700
Total	750	830	227	25.000	770

* 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.

b) Agent du Système de compensation et de règlement de l'écu privé

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'écu privé, selon les dispositions d'une convention conclue le 30 avril 1987 avec l'Association bancaire pour l'écu (ABE).*

A partir de mai 1987, le système a été ouvert à d'autres banques membres de l'ABE qui, après avoir fait officiellement acte de candidature, ont été désignées par l'Association comme banques de compensation. Dix-neuf banques ont été admises en 1987, sept en 1988 et douze en 1989, portant ainsi le nombre des banques participantes à quarante-cinq au 31 mars 1990, contre sept à l'origine en 1986.

3. Assistance financière aux banques centrales

En plus de son activité bancaire normale, la BRI a pris part à trois crédits-relais annoncés publiquement au cours de l'année sous revue:

a) Dans le cadre du Plan Brady, un soutien financier à court terme d'un montant maximal de \$EU 2.000 millions a été octroyé en août 1989 au Banco de Mexico pour servir de financement préalable aux déboursements intervenant au titre d'un accord élargi de crédit du FMI et de trois prêts de la Banque mondiale à l'appui de réformes. Parallèlement à un arrangement bilatéral de \$EU 1.000 millions accordé par les autorités monétaires américaines, un arrangement multilatéral de \$EU 1.000 millions, auquel la BRI (avec la garantie de dix banques centrales membres) a contribué à hauteur de \$EU 700 millions, a été mis sur pied, le solde ayant été fourni par les autorités américaines (\$EU 250 millions) et la Banque d'Espagne (\$EU 50 millions).

En fait, le Banco de Mexico n'a tiré que quelque \$EU 672,6 millions, le 25 septembre 1989, au titre des arrangements multilatéraux, dont \$EU 470,8 millions environ ont été fournis par la BRI. Ce montant a été réduit en différentes étapes jusqu'au remboursement final effectué le 15 février 1990 à l'expiration de la facilité.

b) En décembre 1989, des arrangements pour une facilité de crédit de \$EU 500 millions ont été conclus en faveur de la Banque Nationale de Pologne: la BRI, avec la garantie de douze banques centrales membres, s'est engagée pour un montant maximal de \$EU 300 millions, le solde de \$EU 200 millions étant fourni par les autorités monétaires américaines. Ce financement-relais, lié aux déboursements attendus dans le cadre d'un accord de confirmation du FMI et de divers prêts de la Banque mondiale, devait être tiré en plusieurs tranches jusqu'au début de mai 1990.

La première tranche de \$EU 215 millions a été tirée le 28 décembre 1989 et remboursée par anticipation le 9 février 1990. La part de la BRI s'élevait à \$EU 129 millions. La facilité a été dénouée début mai 1990 sans que d'autres tirages aient été effectués.

* 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) En mars 1990, la BRI a participé à une facilité-relais de \$EU 400 millions en faveur du Banco Central de Venezuela, destinée à servir de financement préalable à des déboursements attendus avant la fin d'avril dans le cadre d'un accord élargi de crédit du FMI et de prêts de la Banque mondiale d'ajustement structurel et d'aide à la politique commerciale. La BRI a accordé \$EU 296 millions (avec la garantie de six banques centrales membres) devant être tirés en trois tranches en même temps qu'un arrangement parallèle de \$EU 104 millions établi par les autorités monétaires américaines.

Un tirage unique de \$EU 96 millions a été effectué, le 30 mars 1990, au titre de la facilité, la part de la BRI s'élevant à \$EU 71 millions. Ce montant avait été entièrement remboursé à l'expiration de la facilité, le 30 avril 1990.

4. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1990, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; ils sont exprimés en francs or*.

Au 31 mars 1990, date de clôture de l'exercice 1989-90, le total du bilan s'élevait à F or 41.291.112.116
alors qu'au 31 mars 1989 il s'inscrivait à F or 42.233.811.401

Le bilan régresse donc de F or 942.699.285
ou de 2,2%. Sans l'incidence des variations de change, qui s'est traduite par une appréciation de la plupart des monnaies autres que le dollar EU en termes de francs or, la baisse du bilan de la Banque aurait même été nettement plus marquée. Il convient de mentionner que ce recul intervient après des hausses consécutives observées depuis la fin de l'année financière 1981-82.

La contraction du bilan au cours de l'exercice sous revue est la conséquence d'une diminution des ressources en or et en monnaies reçues tant des banques centrales que des autres déposants.

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
1986	26.558	+ 3.706	+ 16
1987	29.944	+ 3.386	+ 13
1988	38.151	+ 8.207	+ 27
1989	42.234	+ 4.083	+ 11
1990	41.291	- 943	- 2

* Le franc or (en abrégé F or) équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin - article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif exprimés en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,941 49...); tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Ne sont pas inclus dans le bilan:

- les effets et autres titres détenus sous dossier pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les écritures découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent du Fonds européen de coopération monétaire, telles que décrites précédemment à la Section 2;
- l'or conservé sous dossier pour le compte de divers déposants. Ce poste est sensiblement plus important qu'à la fin de l'exercice précédent, puisqu'il s'élève à 1.413 millions de francs or au 31 mars 1990, contre 1.238 millions de francs or au 31 mars 1989.

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			
1986	1.204	24.684	670	26.558
1987	1.270	27.626	1.048	29.944
1988	1.335	35.658	1.158	38.151
1989	1.404	39.875	955	42.234
1990	1.476	38.673	1.142	41.291

A. Capital et réserves

a) Capital libéré F or 295.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé à 1.500 millions de francs or; il en est de même du capital émis, qui se subdivise en 473.125 actions libérées de 25%.

b) Réserves

L'évolution des diverses réserves, qui sont passées en revue ci-après, figure au tableau se trouvant à la fin du présent Rapport, sous point I.

1) Fonds de réserve légale F or 30.070.313

Le total de ce fonds est sans changement. Il n'a pas varié depuis 1971, année au cours de laquelle il avait atteint 10% du capital alors libéré; ce pourcentage est fixé par l'article 51(1) des Statuts.

2) Fonds de réserve générale

après répartition du bénéfice net
de l'exercice 1989-90

F or 622.416.157

contre 600,8 millions de francs or au 31 mars 1989. La différence de 21,6 millions représente le montant qu'il est proposé d'affecter à ce fonds par

prélèvement sur le bénéfice net de l'exercice. L'augmentation envisagée de cette réserve s'effectue en conformité avec les dispositions de l'article 51(3) des Statuts.

3) Fonds spécial de réserve de dividendes

après répartition du bénéfice net
de l'exercice 1989-90 F or 39.530.055

soit une augmentation de 4 millions de francs or par rapport au 31 mars 1989, date à laquelle ce fonds avait été porté à 35,5 millions de francs or. La hausse envisagée, qui s'effectuerait par prélèvement sur le bénéfice net, est en accord avec les dispositions de l'article 51(4) des Statuts.

4) Fonds de réserve libre

après répartition du bénéfice net
de l'exercice 1989-90 F or 488.466.872

Ce fonds avait été porté à 442,1 millions au 31 mars 1989; il a été recommandé d'y affecter une somme de 46,4 millions de francs or, également par imputation sur le bénéfice net.

Le montant total des réserves, en augmentation de 72 millions de francs or après répartition du bénéfice net de l'exercice 1989-90, s'établit à F or 1.180.483.397 contre 1.108,5 millions à la fin de l'exercice précédent.

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
	1989	1990	
en millions de francs or			
Dépôts des banques centrales	38.385	37.374	- 1.011
Dépôts des autres déposants	1.490	1.299	- 191
Total	39.875	38.673	- 1.202

Les dépôts des banques centrales régressent de 2,6% et ceux des autres déposants de 12,8%. Ces pourcentages auraient été plus élevés sans l'incidence des fluctuations de change qui affectent les deux postes.

La baisse des dépôts des autres déposants résulte pour l'essentiel de la réduction des apports effectués par diverses organisations internationales.

L'année financière sous examen est marquée par un fort recul des dépôts en dollars EU; en revanche, les ressources dans la plupart des autres monnaies ont progressé, parfois de manière sensible. Les dépôts en dollars EU restent toutefois les plus importants, suivis de ceux en deutsche marks.

Au 31 mars 1990, la part des dépôts des banques centrales représente 96,6% de l'ensemble des ressources empruntées, alors que celle des autres déposants n'est que de 3,4%. A la fin de l'exercice 1988-89, les pourcentages correspondants s'établissaient à 96,3% et 3,7%.

Les dépôts à vue en or et en monnaies se sont contractés. On note une légère progression des fonds empruntés pour une durée de trois mois au maximum, alors que les dépôts en monnaies à plus de trois mois sont en net recul.

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		Différence	Exercice clos le 31 mars		Différence	Exercice clos le 31 mars		Différence
	1989	1990		1989	1990		1989	1990	
en millions de francs or									
A vue	4.654	4.454	- 200	2.885	2.482	- 403	7.539	6.936	- 603
A 3 mois au maximum	21	14	- 7	30.523	30.938	+ 415	30.544	30.952	+ 408
A plus de 3 mois	-	-	-	1.792	785	- 1.007	1.792	785	- 1.007
Total	4.675	4.468	- 207	35.200	34.205	- 995	39.875	38.673	- 1.202

La part des dépôts en or et celle des dépôts en monnaies par rapport au total sont restées relativement stables. Les dépôts en or représentent 11,6% et ceux en monnaies 88,4%, contre 11,7% et 88,3% respectivement au 31 mars 1989.

Les fluctuations apparaissent toutefois plus marquées si l'on examine la distribution des ressources en fonction de leur durée. Ainsi, la part des dépôts à vue s'établit à 17,9%, contre 18,9%, et celle des dépôts à trois mois au maximum à 80,1%, contre 76,6%; les dépôts à plus de trois mois ne constituent plus qu'une très faible proportion, soit 2%, contre 4,5% à la fin de l'exercice précédent.

a) Dépôts en or F or 4.468.357.623

Ils s'élevaient à 4.675 millions au 31 mars 1989; on observe donc un recul de 207 millions de francs or, qui a principalement affecté le total des dépôts à vue.

b) Dépôts en monnaies F or 34.204.695.776

contre 35.200 millions à la fin de l'exercice précédent. La diminution de 995 millions, ou de 2,8%, reflète l'évolution des dépôts à vue et des fonds empruntés à plus de trois mois. Comme déjà mentionné, le recul du total de ces ressources est essentiellement dû à une baisse des dépôts en dollars EU, qui n'a été compensée qu'en partie par des apports en d'autres monnaies.

C. Autres passifs

a) *Système de prévoyance du personnel* F or 129.504.330

contre 106 millions de francs or au 31 mars 1989. Ce poste est établi en francs suisses et correspond à l'engagement de la Banque au titre des pensions du personnel. Son montant en francs suisses a été augmenté en cours d'exercice; l'équivalent en francs or progresse, en outre, sous l'effet de l'appréciation du franc suisse en termes de francs or.

b) *Le poste «Divers» s'inscrit à* F or 980.037.341

contre 823 millions de francs or au 31 mars 1989. L'augmentation de ce poste résulte en partie des mouvements de change qui affectent les monnaies autres que le dollar EU le composant.

c) *Dividende payable le 1er juillet 1990* F or 32.330.524

Ce montant correspond au dividende de 200 francs suisses par action – contre 175 francs suisses en 1988 et 1989 – qu'il est proposé de prélever sur le bénéfice net de l'exercice 1989–90. En 1989, une somme de 25,9 millions de francs or avait été retenue à cet effet. La différence de 6,4 millions de francs or résulte de l'accroissement du dividende par action et de l'appréciation du franc suisse en termes de francs or.

L'excédent net de l'exercice 1989–90, avant répartition, s'élève à 104.330.524 francs or, contre 94.885.615 francs or pour l'année financière 1988–89. La Section 5 du présent chapitre indique la répartition qu'il est proposé d'effectuer conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts.

Actif (utilisation des ressources)

Les postes de l'actif du bilan, répartis d'après leur nature, figurent sur le tableau suivant.

BRI: évolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature					
Nature	Exercice clos le 31 mars				Différence
	1989		1990		
en millions de francs or					
Avoirs à vue					
Or	5.175		4.981		- 194
Monnaies	15	5.190	15	4.996	- 194
Bons du Trésor		2.057		905	- 1.152
Dépôts à terme et avances					
Or	210		206		- 4
Monnaies	29.824	30.034	28.203	28.409	- 1.621 - 1.625
Titres du secteur public et autres titres à terme		4.938		6.887	+ 1.949
Divers		15		94	+ 79
Total					
Or	5.385		5.187		- 198
Monnaies	36.849	42.234	36.104	41.291	- 745 - 943

a) Or F or 4.980.936.505

Ce poste s'élevait à 5.175 millions de francs or au 31 mars 1989. La contraction de ces avoirs reflète essentiellement la réduction des dépôts en or reçus des banques centrales.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F or 15.096.809

Le total de ces disponibilités n'a pratiquement pas varié d'une fin d'exercice à l'autre.

c) Bons du Trésor F or 905.177.602

contre 2.057 millions de francs or au 31 mars 1989. Le recul sensible de ce poste a affecté la plupart des portefeuilles constitués de bons du Trésor achetés sur divers marchés.

d) Dépôts à terme et avances F or 28.408.902.082

Ce poste, qui s'inscrivait à 30.034 millions de francs or au 31 mars 1989, régresse de 1.625 millions.

Le recul de ces placements ainsi que le dégonflement du portefeuille de bons du Trésor (voir c) ci-dessus) résultent de la réduction des ressources, mais également du transfert des investissements vers les placements sous forme d'achats de titres du secteur public et autres titres à terme (voir e) ci-après).

Il convient de mentionner que, parallèlement à l'évolution des ressources, les placements en dollars EU ont régressé de manière sensible tout en constituant cependant le poste le plus important; ils sont suivis des placements en deutsche marks puis, pour des montants nettement plus faibles, de ceux en yens, livres sterling, francs suisses et écus.

e) Titres du secteur public et autres titres à terme F or 6.886.534.100

Ce portefeuille a connu un développement marqué puisqu'il s'élevait à 4.938 millions de francs or au 31 mars 1989. La hausse de ce poste atteint ainsi 1.949 millions de francs or. Cette évolution est due principalement à l'accroissement des avoirs en titres du Trésor mais reflète également les achats de papiers privés sur divers marchés.

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
	1989	1990	
en millions de francs or			
A 3 mois au maximum	29.886	30.023	+ 137
A plus de 3 mois	5.086	5.273	+ 187
Total	34.972	35.296	+ 324

La répartition des placements d'après leur durée est restée relativement stable. Ainsi, la part des placements à trois mois au maximum s'établit à 85,1%, contre 85,5%, et les investissements à plus de trois mois, en légère progression, représentent 14,9%, contre 14,5% au 31 mars 1989.

f) Divers F or 94.465.018

contre 15,1 millions de francs or au 31 mars 1989.

L'évolution de ce poste reflète, en particulier, l'incidence des fluctuations de change affectant les opérations à terme en monnaies.

Opérations à terme sur or

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde négatif de F or 56.823.607 contre un solde négatif de 48,3 millions de francs or au 31 mars 1989.

Ce développement résulte de l'accroissement des transactions impliquant, à l'échéance, le remboursement d'un poids d'or par la Banque.

5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixantième exercice clos le 31 mars 1990 font apparaître un excédent net d'exploitation de 126.845.080 francs or, contre 106.213.792 francs or au titre du précédent exercice. L'augmentation enregistrée au cours de l'exercice sous revue est due principalement à l'accroissement en volume des ressources mises à la disposition de la Banque aux fins d'investissement et aux niveaux élevés des taux d'intérêt obtenus sur divers marchés.

L'excédent net d'exploitation est indiqué après déduction de 31.023.829 francs or au titre des frais d'administration, l'accroissement modeste par rapport au montant de l'exercice précédent (30.135.891 francs or) traduisant la baisse de la valeur en franc or du franc suisse, monnaie dans laquelle la majeure partie des dépenses de la Banque sont encourues; en termes de francs suisses, le total des frais d'administration a augmenté en fait de plus de 8%.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 9.014.556 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, 5.000.000 de francs or à la Provision pour immeubles nouvellement créée (pour faire face aux dépenses liées à l'acquisition par la Banque d'une propriété lui permettant d'agrandir ses locaux) et de renforcer – au moyen d'un nouveau transfert de 8.500.000 francs or – la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, dont le principal objet est de subvenir au coût des séries successives de projets comportant des dépenses d'investissement. A la suite de ces transferts, le bénéfice net s'élève à 104.330.524 francs or, contre 94.885.615 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 104.330.524 francs or de la manière suivante:

- i) une somme de 32.330.524 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 200 francs suisses par action;
- ii) une somme de 21.600.000 francs or est transférée au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 4.000.000 de francs or est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) un montant de 46.400.000 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 1990 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1990.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1990 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

La Banque a douloureusement ressenti la disparition, l'an dernier, du Prof. Paolo Baffi survenue le 4 août. Le Prof. Baffi, qui était associé à divers titres aux travaux de la Banque depuis les années cinquante, avait été membre suppléant du Conseil pendant plus de quatorze années. Il était devenu administrateur d'office en 1975, lors de sa nomination au poste de Gouverneur de la Banque d'Italie; après s'être retiré de ces fonctions quatre ans plus tard, il avait continué à siéger au sein du Conseil en tant qu'administrateur puis, à partir de novembre 1988, en qualité de Vice-Président.

M. Bernard Clappier a été élu Vice-Président du Conseil d'administration pour succéder au Prof. Baffi à compter du 12 septembre 1989.

Le Baron de Strycker s'est démis de son mandat de membre du Conseil d'administration à la fin de juin 1989. Le mois suivant, le Baron Godeaux a cessé d'être membre du Conseil lorsqu'il a quitté ses fonctions de Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, et son successeur à ce poste, M. Alfons Verplaetse, est devenu administrateur d'office. Le Dr Lamberto Dini

et le Baron Godeaux ont été nommés membres du Conseil à compter du 27 octobre et du 1er novembre 1989 respectivement. M. Bengt Dennis a été réélu au Conseil en mars 1990, et le mandat d'administrateur de Lord Richardson of Duntisbourne a été renouvelé en avril 1990.

Le Dr Ciampi a nommé le Dr Antonio Fazio, en janvier 1990, pour être son Suppléant. M. Jacques Waitzenegger a pris sa retraite de la Banque de France à la fin de janvier 1990 et a été remplacé par M. Philippe Lagayette comme Suppléant de M. de Larosière. En mars 1990, M. Pöhl a nommé le Dr Hans Tietmeyer pour être son Suppléant.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, M. Yukio Iura a été nommé Directeur Adjoint en septembre 1989.

Conclusion

Si l'on replace les événements qui sont intervenus depuis le printemps de 1989 dans une perspective à plus long terme, on constate que, pour l'essentiel, les tendances perceptibles depuis quelque temps déjà se sont confirmées, voire accentuées. Les seuls développements vraiment nouveaux et inattendus concernent les bouleversements politiques en Europe de l'Est, dont les implications économiques sont examinées de manière assez détaillée aux Chapitres I et II et sur lesquelles il n'est pas nécessaire de revenir. Une tendance se détache cependant, dans la mesure où elle a des conséquences essentiellement positives et semble être, en grande partie, le résultat de politiques antérieures efficaces. Il s'agit, en l'occurrence, de la performance réalisée en matière de croissance par les pays industriels. Leur potentiel d'expansion semble avoir été en réalité supérieur aux hypothèses avancées au début des années quatre-vingt: ce qu'on avait pris à l'époque pour un problème structurel insoluble des économies industrielles «matures» peut maintenant être considéré comme un phénomène temporaire qui n'aurait pas dû être extrapolé.

Jusqu'où va à présent notre compréhension des forces qui sont à l'origine de l'amélioration des résultats économiques dans les pays industriels? La question pourrait être formulée ainsi: en quoi la politique économique a-t-elle réussi aujourd'hui là où elle a échoué hier? Posée en ces termes, elle est à l'évidence trop simpliste. Premièrement, la croissance réelle n'est pas seulement déterminée par la politique économique; des changements inexplicables de l'opinion des milieux d'affaires peuvent également jouer un rôle important. En second lieu, dans de nombreux cas, les effets des politiques ne se font pas sentir immédiatement. Il semble bien que, dans une large mesure, la seconde partie des années quatre-vingt ait bénéficié des politiques énergiques mises en œuvre antérieurement pour réduire l'inflation et freiner le développement du secteur public. Ces politiques ont stimulé l'investissement privé, du fait surtout que, dès l'apparition de leurs premiers signes de succès, elles ont conduit à une modération sensible des salaires nominaux et réels. Ce facteur, ajouté à la baisse des prix du pétrole et à l'accélération de la croissance, a entraîné une amélioration de la rentabilité. Au cours de la seconde partie des années quatre-vingt, le niveau des bénéfices s'est redressé dans presque tous les pays industriels.

On ne peut pas établir de lien direct entre les perspectives d'investissement et les bénéfices courants (mis à part le fait – important – que ces derniers fournissent des fonds destinés aux investissements). Cependant, tout comme les taux d'inflation courants jouent un rôle prépondérant dans la formation des anticipations inflationnistes, les bénéfices courants

interviennent de manière décisive dans la détermination des attentes de profit. Des taux de rendement potentiels élevés du capital investi constituent le facteur clé de la stimulation de l'investissement privé, lequel est certainement le type même de dépense qui favorise le plus l'expansion économique. La formation de capital privé n'entraîne pas seulement une progression du taux courant de la croissance, mais aussi un élargissement des capacités de production et/ou une amélioration de la productivité. En même temps, elle constitue la composante la plus instable de la demande finale. On pourrait presque dire que si tout le monde doit consommer, personne n'est obligé d'investir, ou tout au moins que l'investissement peut souvent être différé sans dommages apparents pendant un certain temps. L'investissement privé dépend donc beaucoup plus de circonstances favorables que toute autre composante de la croissance et se trouve facilement découragé par un climat d'incertitude.

A cet égard aussi, la situation s'est, pour diverses raisons, progressivement redressée au cours des années quatre-vingt. Tout d'abord, il n'y a pas eu de chocs externes défavorables. Le climat politique international s'est amélioré par suite de l'atténuation des tensions entre l'Est et l'Ouest. Les incertitudes de taux de change ont été réduites au lendemain de l'accord du Plaza de 1985. En plus de son incidence modératrice sur l'évolution salariale, la diminution des taux d'inflation a également favorisé l'investissement productif, en évitant que les fonds disponibles ne soient détournés vers des emplois improductifs de couverture contre l'inflation. La politique budgétaire a été ajustée dans de nombreux pays en vue de comprimer les déficits du secteur public et la part des dépenses de l'Etat dans le produit intérieur brut. L'atténuation des incertitudes sur le plan budgétaire, à la suite de l'adoption de stratégies à moyen terme et de réductions d'impôts, n'exerce pas seulement une influence directe sur les perspectives d'investissement, mais améliore également le climat économique général. Un autre facteur important qui agit sur le comportement en matière d'investissement est, bien évidemment, la demande de produits à fabriquer au moyen de la capacité productive additionnelle. L'innovation technologique et l'application de méthodes audacieuses de commercialisation ont ouvert de larges possibilités à de nouveaux produits aux débouchés prometteurs. Enfin et surtout, la perspective du marché unique dans la Communauté européenne au début de 1993 a fortement aiguillonné l'investissement des entreprises en Europe.

En regard de ces résultats positifs, il convient de dresser une liste assez longue d'évolutions largement défavorables qui constituent autant de défis pour les responsables de la politique économique sur le plan national et international. Dans une certaine mesure, ces tendances sont, à n'en pas douter, la conséquence de la longue phase d'expansion économique. Elles sont également attribuables, pour certaines d'entre elles, aux rigidités structurelles, à l'insuffisance de l'épargne privée et aux amples déficits du secteur public. On se contentera cependant ici de résumer les tendances en cours et d'examiner les choix qui s'offrent dans l'immédiat aux responsables, sans essayer d'établir des liens, sauf dans un cas, où les deux évolutions sont indissociables. On mettra spécialement l'accent sur les problèmes qui

relèvent directement ou indirectement de la compétence des banques centrales. Voici les tendances généralement défavorables qui se sont maintenues, voire renforcées:

- la hausse des taux de croissance réels a sensiblement réduit le niveau du *chômage*, sans éliminer pour autant les problèmes chroniques qui se posent sur le marché du travail dans certains pays;
- les *pressions inflationnistes* n'ont été extirpées dans aucun des pays industriels; avec la poursuite de la reprise économique, elles ont refait surface là où elles semblaient avoir disparu et se sont renforcées là où elles avaient persisté, malgré l'avantage exceptionnel qu'a représenté, en particulier pour la stabilité des prix, la baisse des cours du pétrole;
- en dépit d'une nouvelle réduction, même plus forte que ce qui semblait probable il y a un an, des *déséquilibres des paiements courants* des Etats-Unis et du Japon, les perspectives ne sont guère encourageantes et les déséquilibres entre les pays d'Europe se sont considérablement élargis. Cependant, les préoccupations suscitées par le déficit américain persistant semblent s'être atténuées;
- les *taux de change* sont demeurés non seulement instables mais ont continué d'évoluer pendant de longues périodes dans des directions défavorables à la correction des déséquilibres, alors même que les principaux pays ont réaffirmé périodiquement leur engagement à l'égard de la coordination de leurs politiques en vue de favoriser l'ajustement et d'accroître la stabilité sur les marchés des changes;
- la *fragilité des marchés financiers*, en général, donne lieu à des inquiétudes croissantes, du fait en partie de l'évolution sur ces marchés et en partie de la situation sur les marchés immobiliers. Dans ce contexte, l'accroissement des ratios d'endettement et l'application de politiques monétaires plus restrictives constituent des sujets de préoccupation supplémentaires;
- en ce qui concerne l'*endettement élevé des pays en développement à revenu intermédiaire envers les banques commerciales*, on a tout juste réussi à endiguer son évolution depuis que la crise a éclaté en 1982;
- les *pays en développement les plus pauvres* prennent de plus en plus de retard.

Pour ce qui est du *chômage*, les développements positifs sur le marché du travail l'ont certainement emporté ces derniers temps sur les facteurs négatifs; bien que réduit, le chômage demeure néanmoins élevé dans un grand nombre de pays industriels, quel que soit le critère de comparaison, et ce à un moment où les capacités d'utilisation dans l'industrie manufacturière sont proches des niveaux records. Il est évident que la solution ne pourra pas être recherchée du côté de la demande globale si l'on veut éviter une surchauffe. Dans certains cas, le recul de la population active interne pourra permettre d'atténuer quelque peu le problème du chômage. Par ailleurs, un élément favorable est apparu avec la modération des salaires réels, observée d'abord aux Etats-Unis puis récemment en Europe continentale: un taux donné de croissance de la production s'accompagne dorénavant d'un relèvement plus prononcé du niveau de l'emploi. Pour que

le chômage continue de baisser, il est donc indispensable que la modération des salaires réels se poursuive, ce qui ne sera possible que si l'inflation est maîtrisée. Des efforts considérables restent également à faire dans le domaine des réformes structurelles, qu'il s'agisse de renforcer la mobilité géographique et sectorielle de la main-d'œuvre, d'adopter des mesures d'incitation efficaces ou de renoncer à celles qui ne le sont pas. Une plus grande décentralisation des négociations salariales permettant une plus grande différenciation des salaires pourrait aussi contribuer à résorber le chômage structurel dans certains cas, même si une analyse comparative entre pays ne fournit pas d'indications indiscutables à cet égard.

Quant à la tendance suivante, certaines données indiquent malheureusement que la lutte contre l'inflation n'est pas terminée, tant s'en faut. D'aucuns sont ainsi amenés à s'interroger sur la conduite de la politique monétaire au cours de ces toutes dernières années. Une trop grande aisance monétaire pendant une trop longue période au lendemain de la crise boursière d'octobre 1987 ou une importance excessive accordée à l'évolution des marchés des changes pourrait en être l'explication. Mais des erreurs de politique économique sont toujours possibles, et ce qui semble limpide avec un peu de recul peut n'avoir pas été évident lors de la prise de décision. Mieux vaut examiner les questions de fond soulevées par le vieux problème de la compatibilité entre les différents objectifs économiques. La thèse pessimiste selon laquelle on ne peut s'opposer à la montée de l'inflation qu'à partir du moment où le chômage reste au-dessus d'un certain niveau a encore beaucoup de partisans. Ce niveau diffère cependant d'un pays à l'autre et varie aussi dans le temps, ce qui donne à penser qu'il ne s'agit pas d'une loi d'airain et qu'il appartient à la politique économique de créer les conditions permettant la réalisation à la fois de niveaux élevés de l'emploi et de faibles taux d'inflation.

La politique monétaire occupe évidemment le devant de la scène dans la lutte contre l'inflation, mais elle n'est pas en mesure de parvenir seule à de bons résultats et encore moins de combiner harmonieusement ces deux objectifs. Les facteurs institutionnels sur le marché du travail, auxquels il a déjà été fait allusion, jouent un rôle important. En outre, la plupart du temps et dans la plupart des pays, la politique budgétaire exerce une influence sur l'expansion monétaire, les taux d'intérêt et l'inflation et doit être en phase avec les objectifs de la politique monétaire pour ne pas compromettre leur réalisation. En dépit de ces réserves, la question de l'efficacité de la politique monétaire elle-même continue de se poser, car elle dépend des indicateurs qui l'orientent, des instruments qu'elle utilise et des ingrédients indispensables à sa crédibilité.

Si, dans certains de ces domaines, des influences négatives ont été à l'œuvre, d'indéniables progrès sont perceptibles dans d'autres. Par suite de l'innovation financière et de la mondialisation des marchés des capitaux, il est plus difficile pour les banques centrales de déterminer avec certitude quels indicateurs elles doivent retenir pour conduire leur action. Cependant, les agrégats monétaires continueront certainement d'occuper la première place car, malgré toutes les difficultés rencontrées pour les «lire», leurs

éventuels substituts sont encore plus ambigus. Une exception, à l'évidence, est la stratégie visant à rattacher la monnaie nationale à la monnaie d'un pays à faible inflation par l'intermédiaire du taux de change, mais cette possibilité n'est pas ouverte à tous et ne modifie pas l'essentiel de la conclusion. La monnaie est, après tout, «la» préoccupation des banques centrales et de la politique monétaire, et personne ne met en doute qu'à moyen et à long terme la stabilité des prix est incompatible avec une forte expansion monétaire.

Pour ce qui est des *instruments*, les différences se sont réduites entre les divers pays; il est généralement admis désormais que le taux d'intérêt marginal auquel la banque centrale fournit des liquidités au système bancaire constitue le pivot de la politique monétaire. Beaucoup de banques centrales conviennent également que le recours à des moyennes pour le calcul des réserves peut, en stabilisant la demande, faciliter la régulation des taux du marché monétaire. L'utilisation de l'encadrement du crédit et d'autres outils réglementaires est devenue l'exception. L'efficacité de la politique monétaire a clairement été renforcée dans ce domaine.

De nombreux indices permettent aussi de penser que les banques centrales ont nettement gagné en *crédibilité* dans la plupart des pays. La seconde partie des années quatre-vingt a démontré non seulement que des taux d'inflation de plus en plus élevés peuvent être évités, mais qu'il est possible de contenir la hausse des prix même en présence d'une croissance assez vigoureuse de l'activité économique. Dans une certaine mesure, les banques centrales sont aujourd'hui plus convaincantes à l'égard du monde extérieur, parce qu'elles sont elles-mêmes davantage persuadées que la stabilité des prix devrait constituer l'objectif principal, voire unique, de la politique monétaire.

Comment peut-on concilier cette appréciation relativement optimiste de l'efficacité de la politique monétaire avec l'observation précédente, à savoir la montée régulière des taux d'inflation après les faibles niveaux de 1986 dus en partie à des facteurs exceptionnels? Qu'est ce qui empêche les autorités d'interrompre cette tendance? Leur attitude est-elle ambivalente, c'est-à-dire se disent-elles convaincues en principe des avantages de la stabilité des prix, tout en étant prêtes, dans la pratique quotidienne, à adopter des priorités totalement différentes lorsqu'elles sont confrontées à des exigences contradictoires? Une des raisons de ces ambiguïtés tient peut-être au fait que la stabilité des prix n'a jamais été définie en termes très précis. Par suite notamment de problèmes de mesures statistiques, on est venu à considérer communément que des taux d'inflation de l'ordre de 1%, voire 2%, sont assimilables à la stabilité. On en déduit donc un peu hâtivement que des taux proches de 3% impliquent un niveau de prix assez stable. Dans la situation actuelle, en particulier, étant donné que les taux «sous-jacents» n'ont pas beaucoup varié et que des gains fortuits ont été suivis de pertes tout aussi fortuites, on a même pu soutenir que la situation ne s'était guère modifiée sur le front de l'inflation.

A l'opposé de ces tendances à l'autosatisfaction, des initiatives récentes – au Congrès des Etats-Unis ainsi qu'au Canada – veulent une

«stabilité des prix» au sens littéral et proposent que la politique monétaire s'efforce d'atteindre une inflation zéro à moyen terme. L'ancienne croyance, selon laquelle de faibles taux d'inflation comportent plus d'avantages que d'inconvénients par rapport à la stabilité absolue des prix, du fait qu'ils facilitent les mutations structurelles, a été sérieusement remise en question. A partir du moment où les taux d'inflation sont bien ancrés dans les anticipations, ils cessent d'exercer des effets réels de ce genre; seules demeurent alors les frictions et les injustices qui accompagnent une hausse des prix même relativement modérée. Nombreux sont ceux qui pensent maintenant qu'avec la stabilité des prix les économies industrielles pourraient aboutir à des niveaux de production et d'emploi guère inférieurs, voire supérieurs aux niveaux actuels, ce qui devrait faire de la stabilité des prix un objectif attrayant.

Comment l'atteindre, et dans quel laps de temps, voilà la question cruciale, spécialement pour les pays où le taux d'inflation est à présent relativement élevé. Le traitement de choc comporte trop de risques pour être recommandable. Avec le gradualisme, en revanche, on risque de perdre le cap en cours de route. La transition ne peut pas être indolore et l'idée de «se serrer la ceinture dans l'attente de lendemains meilleurs» n'a jamais vraiment suscité l'enthousiasme sur le plan politique. On vante les mérites des banques centrales indépendantes qui privilégient le long terme, mais elles non plus n'opèrent pas dans un vide politique. Si l'on veut parvenir à des taux d'inflation toujours plus bas, il faudra faire en sorte que le public en général et les syndicats en particulier acquièrent une meilleure compréhension de l'ensemble des questions posées. Ce qu'il convient de faire en priorité et de manière urgente, c'est de briser la tendance ascendante des taux d'inflation avant que le mal ne s'enracine profondément.

En ce qui concerne les deux questions suivantes de notre liste, à savoir les *déséquilibres persistants et élevés des paiements courants* et l'*évolution connexe des marchés des changes*, il faut souligner que le déficit cumulé des paiements courants des Etats-Unis depuis 1983 s'élève à \$770 milliards. Les excédents japonais et allemands au cours de cette même période de sept ans représentent au total respectivement \$415 milliards et \$220 milliards. Depuis 1987, où il a atteint son niveau record, le déficit annuel américain s'est réduit d'un quart et l'excédent japonais d'un tiers. Alors que le surplus allemand a continué de s'accroître, il ne constitue plus autant qu'avant la contrepartie directe du déficit américain, mais plutôt celle des déficits européens. Si l'on était sûr que l'amélioration se poursuivra dans la bonne direction, il n'y aurait guère de raisons de s'inquiéter. Mais rares sont les observateurs qui s'attendent encore à d'importants progrès au cours des prochaines années; de nombreuses prévisions font même état d'un nouvel élargissement de l'ensemble de ces trois déséquilibres en 1990.

Si ces déséquilibres attirent l'attention, c'est essentiellement en raison de leur ampleur en valeur absolue; il est, en effet, des pays de plus petite dimension où ils sont plus élevés en termes de PNB. Les craintes émises antérieurement de voir des déséquilibres de cet ordre de grandeur provoquer, s'ils ne sont pas corrigés rapidement, un dérèglement de l'économie

mondiale par leur impact sur les marchés des changes ou les marchés financiers en général se sont atténuées. En dépit de la forte instabilité des marchés des changes et des périodes d'agitation sur les places boursières, ces déséquilibres ont de toute évidence persisté sans provoquer de bouleversements majeurs. En sera-t-il ainsi dans les prochaines années, même si la tendance à l'ajustement aux Etats-Unis et au Japon ne se poursuit pas? C'est certainement possible, mais sans doute pas indéfiniment. Avec la levée progressive des obstacles à la libre circulation des capitaux, les forces du marché œuvrant dans le sens d'un ajustement des balances des paiements courants se sont indéniablement affaiblies. De fait, dans de nombreux cas, la monnaie de pays à déficit des paiements courants élevé s'est appréciée et celle des pays excédentaires dépréciée. Il demeure toutefois suffisamment d'incertitudes pour convaincre les responsables de la politique économique des trois pays concernés de la nécessité de poursuivre leurs efforts de réduction des déséquilibres, ce qui a toujours été leur objectif commun déclaré depuis 1985.

Ces efforts sont fondés sur trois stratégies: premièrement, coordination des politiques macro-économiques pour parvenir à les rendre compatibles avec la correction souhaitée des paiements courants; deuxièmement, interventions sur les marchés des changes en vue d'établir une structure des taux de change réels propice à l'ajustement; troisièmement, stabilisation des taux de change nominaux pour permettre aux économies de réagir aux modifications constatées des taux de change réels, d'éviter la surréaction des taux de change et d'empêcher que de nouvelles distorsions durables ne se manifestent en sens opposé. De ces trois axes stratégiques, le deuxième a cédé la place au troisième au moment de l'accord du Louvre en février 1987, de sorte qu'on peut considérer à présent qu'il ne revêt plus qu'un intérêt historique. D'aucuns prétendent, néanmoins, qu'il serait tout à fait logique de revenir à cette ancienne stratégie si les déséquilibres n'étaient pas ramenés à des niveaux acceptables à la suite des modifications des taux de change qui se sont produites entre 1985 et début 1987.

Quoi qu'on puisse penser de cette proposition, il est évident que la première approche – la coordination des politiques macro-économiques – s'est heurtée à des difficultés pratiquement d'entrée de jeu. La politique budgétaire est liée si étroitement au processus politique interne dans tous les pays qu'il n'est guère possible de la modifier pour influencer l'évolution des paiements courants. Les mesures de relance budgétaire adoptées par le Japon au printemps de 1987 ont peut-être été l'exception à la règle. L'assainissement des finances publiques a constitué la ligne la plus généralement suivie dans les pays industriels, et ce à juste titre. La politique monétaire est beaucoup plus souple, mais, dans le contexte de l'ajustement, elle ne peut pas être traitée comme un facteur indépendant, en raison de ses liens trop étroits avec les interventions sur les marchés des changes. S'il est vrai que celles-ci n'imposent pas une modification de la politique monétaire, il ne servirait à rien d'annuler leurs effets par des politiques de taux d'intérêt exerçant des effets en sens opposé. C'est là que réside le conflit potentiel entre des politiques de taux de change «coordonnées» et les

objectifs internes. En présence d'un tel conflit, les autorités monétaires allemandes, et surtout japonaises, ont souvent opté, au cours de ces cinq dernières années, pour la coordination. C'est donc tout naturellement qu'elles sont amenées à se demander ce qu'elles y ont gagné, étant donné que les marchés des changes sont demeurés instables et les déséquilibres des paiements courants élevés, tandis qu'il leur a fallu accepter des taux d'expansion monétaire qui ont été à l'origine d'un regain des pressions inflationnistes.

La stabilisation des taux de change nominaux pose, en outre, un problème qui ne concerne pas uniquement les grands pays mais qui se manifeste chaque fois que les taux d'inflation internes sont différents. Sous l'influence à la fois des marchés et des politiques mises en œuvre, les pays à forte inflation, qui ont également tendance à accuser d'amples déficits des paiements courants, ont en général des taux d'intérêt nominaux élevés. En présence d'engagements crédibles à l'égard de la stabilité des taux de change nominaux – du moins pendant un certain temps – les taux d'intérêt nominaux élevés exercent un attrait irrésistible sur les flux de capitaux, au point que des monnaies fondamentalement «faibles» en viennent à s'apprécier, au détriment de l'ajustement des paiements courants.

En d'autres termes, une politique de stabilisation des taux de change nominaux dans un contexte de taux d'inflation nationaux nettement différents est, en fin de compte, vouée à l'échec. La meilleure façon de sortir de ce dilemme est certainement de faire converger les taux d'inflation vers zéro. Une autre solution pour guider l'évolution du taux de change sans créer de cercle vicieux consiste à recourir à des objectifs *mobiles* de taux de change nominaux, c'est-à-dire des objectifs de taux de change formels ou informels qui permettent explicitement des ajustements périodiques des taux de change nominaux en fonction des écarts d'inflation entre les divers pays. Cela ne résoudrait certes pas le conflit plus fondamental entre les objectifs internes et externes, qui ne peut être réglé qu'au travers d'une définition permanente, par toutes les parties en cause, des priorités à leur attribuer dans une situation donnée. L'expérience a montré que les taux de change flottants nécessitent un certain degré de coordination des politiques à l'échelle internationale si l'on veut éviter que les relations de change ne subissent des distorsions par trop marquées. Le coût de cette coordination doit néanmoins être limité. Une expansion monétaire débridée et une accélération de l'inflation constitueraient, à n'en pas douter, un prix à payer trop élevé.

Cela nous amène aux *préoccupations* croissantes au sujet de la *fragilité des marchés financiers* en général. Elles ont deux sources différentes, l'une diffuse, l'autre plus précise. La première concerne l'inquiétude suscitée par les implications du rythme accéléré des mutations sur les marchés financiers au cours de la dernière décennie. On redoute que la vaste gamme de nouveaux instruments et pratiques ainsi que l'énorme expansion de l'activité sur les marchés financiers internationaux, s'ajoutant au niveau historiquement élevé de l'endettement du secteur privé et plus spécialement des ménages dans plusieurs pays, puissent comporter des risques qui ne se sont pas encore manifestés. Les tribunaux n'ont pas eu à se prononcer jusqu'à

présent sur la nature juridique d'une grande part de ces innovations. Des produits qui sont sûrs tant qu'un nombre limité d'opérateurs y recourent peuvent créer des problèmes à partir du moment où ils sont utilisés sur une vaste échelle et où tous les opérateurs essaient simultanément de se porter du même côté du marché. Ainsi, la sous-estimation des risques encourus semble avoir joué un rôle majeur dans le succès de certaines stratégies d'opérations programmées sur les marchés boursiers et dérivés, notamment la couverture de portefeuille. La situation économique généralement favorable et l'existence de conditions monétaires aisées depuis un certain nombre d'années ont créé un environnement propice à l'éclosion de quantité de nouveaux produits, mais rien ne permet de dire comment ils se comporteront dans un climat moins clément.

La deuxième source de préoccupation réside dans les évolutions et événements qui se sont produits sur les marchés financiers ou dans certaines sphères du secteur financier. En dépit du rythme soutenu de l'expansion économique actuelle, certains signes de tension sont apparus ou se manifestent de plus en plus clairement, en ce qui concerne à la fois les prix et les établissements financiers: le mini-krach d'octobre 1989 et la forte correction qui s'en est suivie sur le marché boursier japonais au début de 1990; la vive montée récente des taux d'intérêt; le coût croissant de la crise des caisses d'épargne aux Etats-Unis; les indications en provenance principalement des Etats-Unis, mais aussi du Royaume-Uni et du Japon, relatives aux pertes effectives et potentielles des intermédiaires financiers, en particulier les banques, du fait de leur engagement sur les marchés immobiliers; l'écroulement du marché des obligations à haut risque aux Etats-Unis et les problèmes auxquels pourraient être confrontés les intermédiaires fortement impliqués dans le financement d'opérations à effet de levier. Ces signes de tension sont apparus dans le contexte d'une crise de l'endettement encore non résolue, sur laquelle nous reviendrons ultérieurement.

Bien que ces évolutions diffèrent par leurs causes fondamentales et leur importance, elles n'en contribuent pas moins à l'inquiétude générale. On peut y voir l'indication d'une vulnérabilité croissante du secteur financier à l'égard d'un ralentissement de l'activité économique et de nouvelles hausses possibles des taux d'intérêt, et ce à un moment où les événements en Europe de l'Est, notamment le passage à l'union monétaire et économique allemande, accroîtront probablement les demandes qui seront adressées à l'épargne mondiale. Si les difficultés observées dans le secteur financier venaient à s'étendre et à s'intensifier, elles pourraient sérieusement affecter à l'avenir les résultats économiques non seulement des pays industriels mais également des pays en développement.

Par suite de la fragilité accrue du secteur financier, les autorités se voient confrontées à un certain nombre de défis sur les plans macro-économique et structurel. En ce qui concerne tout d'abord la gestion macro-économique, les banques centrales risquent d'être soumises à des pressions croissantes susceptibles de remettre en cause la priorité accordée à la lutte anti-inflationniste à long terme au profit d'une plus grande stabilité à court terme dans le secteur financier. Comme le montre l'expérience

des années soixante-dix et du début des années quatre-vingt, une politique de cette nature ne ferait qu'accumuler de plus grandes souffrances pour l'avenir. En effet, dans certains pays tout au moins, des politiques monétaires relativement laxistes doivent être en partie rendues responsables des difficultés actuelles.

En ce qui concerne les politiques structurelles, il s'agit d'accroître la capacité de résistance aux chocs du secteur financier et de réduire la probabilité de voir se produire de tels événements, sans mettre en cause les avantages liés à la libéralisation des marchés et des activités de ces dernières années. Dans ce domaine, beaucoup a été accompli, comme en témoignent le renforcement des fonds propres des banques et les nombreuses initiatives visant à adapter le cadre de la réglementation et de la surveillance prudentielles aux modifications rapides de l'environnement financier.

Quelles autres tâches incomberaient aux autorités pour réduire le risque d'instabilité? Celles-ci ne devraient certainement pas donner aux opérateurs un sentiment de fausse sécurité. Bien au contraire, un des aspects qui requerra peut-être davantage d'attention est de savoir comment éviter des dispositions comportant des incitations à assumer des risques excessifs. Plus généralement, les marchés déréglementés exigent la présence d'opérateurs suffisamment expérimentés pour évaluer de façon indépendante les risques qu'ils assument. S'il s'avérait qu'ils ne sont manifestement pas à la hauteur, il pourrait se révéler nécessaire de recourir à une «reréglementation» ou à d'autres formes de directives officielles et d'élargir la surveillance prudentielle. Trouver le juste équilibre à cet égard est une tâche à laquelle s'attellent les autorités de nombreux pays, notamment en confrontant leurs expériences.

Le *problème de la dette des pays en développement à revenu intermédiaire* continue d'être à l'ordre du jour des responsables de la politique économique. La perspective de voir les pays débiteurs et les banques créancières réaliser ensemble des progrès significatifs sans un médiateur disposé à être plus qu'un simple médiateur s'est pour le moins éloignée. Les données fondamentales de la situation ont fait l'objet de tant de descriptions et se sont si peu modifiées qu'il n'est guère nécessaire de s'y attarder. Aucun progrès ne sera possible sans efforts soutenus de la part des pays débiteurs eux-mêmes. Un gouvernement qui ne dispose pas d'un mandat ferme risque d'atteindre très rapidement les limites de son influence. Dans ce cas, le monde extérieur ne peut guère intervenir utilement. Cependant, aucun gouvernement qui est en mesure de concevoir et de mettre en œuvre un programme économique ne devrait plus, en principe, avoir de doute sur l'action à entreprendre.

Politiquement, il demeure néanmoins difficile de corriger le taux de change d'une monnaie surévaluée, d'appliquer des tarifs réalistes aux services publics et, en même temps, de maîtriser l'hyperinflation, de réduire un secteur public pléthorique, de maintenir le chômage à des niveaux tolérables, d'assainir la fiscalité et d'encourager la formation d'un secteur privé dynamique. Il en est de même des objectifs visant à stimuler l'épargne nationale et à développer les marchés financiers internes en vue de relever le niveau

de l'investissement. La réalisation simultanée ou presque de toutes ces tâches exige des efforts considérables et un large consensus politique sur le plan interne.

L'objectif final du rétablissement de la capacité de crédit à l'égard du monde extérieur requiert encore bien plus: le niveau et les conditions de l'endettement extérieur doivent être ramenés à l'intérieur des limites qu'un pays peut supporter *sans contracter de nouvelles dettes commerciales*. Assurer le service de la dette existante par un relèvement du niveau d'endettement engendre un cercle vicieux qui est à l'origine des difficultés actuelles; ce n'est pas de cette façon qu'on peut en venir à bout. Le problème du service de la dette extérieure comporte à l'évidence deux aspects: d'abord, le montant des paiements qu'un pays peut assurer sans étrangler son économie, ce qui, à condition qu'il trouve des débouchés pour les exportations, relève essentiellement de sa propre responsabilité, même si les niveaux des taux d'intérêt dans le monde et l'état de la demande globale constituent des facteurs externes non négligeables, tant s'en faut. Il s'agit ensuite du niveau de l'endettement, que le pays en question ne peut pas maîtriser rétroactivement. C'est là que les pays lourdement endettés ont besoin de l'aide de leurs créanciers, aide qu'ils ne pourront obtenir que s'ils peuvent démontrer qu'ils font tout pour mobiliser les ressources et mettre en œuvre des politiques saines. A partir du moment où, grâce à un allègement adéquat de la dette et du service de la dette, l'accès au marché aura été rétabli et l'économie revitalisée, le niveau de l'endettement s'accroîtra également sans imposer de sacrifices excessifs. Ce n'est qu'à ce stade que les emprunts aux conditions du marché pourront reprendre en toute sécurité.

En ce qui concerne les banques créancières, elles ne refusent plus catégoriquement d'examiner certaines modalités d'allègement de la charge financière de la dette. Après tant d'années et tant de rééchelonnements, elles ne se font plus aucune illusion sur la possibilité de récupérer un jour intégralement le principal et les intérêts. Elles ont été à même de constituer d'abondantes provisions par prélèvement sur leurs bénéfices. Si elles pouvaient à présent mobiliser les créances restantes sur le marché secondaire, elles ne s'en tireraient pas plus mal du point de vue de leurs comptes de résultat et s'en sortiraient même mieux pour ce qui est de leurs ratios de bilan. Le plan Brady de mars 1989 a essayé de tirer avantage de cette perception avec un certain succès. Cependant, dans le cas du Mexique, les banques ne se sont pas vu offrir des liquidités avec des décotes sur le marché secondaire comparables à celles stipulées dans les montages dont ont bénéficié les Philippines et le Costa Rica. L'offre portant amélioration de la qualité de leurs créances a consisté soit en un actif à valeur réduite à trente ans d'échéance, soit en un actif, également à long terme, au pair, assorti d'un taux d'intérêt fixe inférieur aux taux courants du marché, plus une garantie pour le principal et pour certains versements d'intérêts sur une base renouvelable. En d'autres termes, les créances offertes aux banques, bien que plus sûres que celles qu'elles détenaient auparavant, étaient manifestement inférieures à des liquidités. Il n'est donc pas surprenant que les banques se soient montrées réticentes à accepter des décotes de l'importance de celles qui prévalaient sur le marché secondaire.

Les montages négociés ne contenaient pas uniquement la possibilité d'alléger la charge financière de la dette, mais aussi celle d'octroyer de nouveaux prêts. Les attentes concernant les apports d'argent frais ont généralement été déçues. Ce n'est guère surprenant non plus, étant donné que l'option argent frais ne comportait aucune contrepartie, en ce sens qu'elle ne prévoyait pas d'amélioration de la qualité des crédits anciens ou nouveaux: on estimait, en effet, qu'il serait illogique d'accorder de nouveaux prêts et de demander en même temps une amélioration de la qualité du crédit. Cet argument n'est guère convaincant, car il suppose que, pour les *pourvoyeurs de nouvelles ressources*, contrairement aux autres créanciers, l'accès au marché serait instantanément rétabli dès la mise en œuvre du montage financier. On rejoint ainsi l'affirmation précédente, à savoir que l'argent frais ne saurait être fourni aux conditions du marché qu'à partir du moment où la capacité d'emprunt aurait été restaurée. Ce rétablissement requiert malheureusement plus que ce qui a été consacré jusqu'à présent à l'allégement de la dette et du service de la dette dans le cadre du plan Brady. Voilà le véritable point faible de sa mise en œuvre et non le fait que les nouvelles ressources en provenance des banques étaient trop limitées.

Et maintenant? Le seul facteur qui permette de déterminer les progrès que nous pourrions réaliser dans le sens de l'initiative Brady est de savoir dans quelle mesure les pays débiteurs sont capables de jouer leur rôle selon les modalités décrites ci-dessus. Il conviendrait d'offrir aux banques commerciales une série équitable d'options. En d'autres termes, l'offre de ressources officielles destinées à améliorer la qualité des créances devrait être souple. Ces fonds ne devraient pas provenir uniquement, dans la mesure du possible, du FMI et de la Banque mondiale. Le Japon a donné l'exemple; il serait peut-être nécessaire que les autres pays fassent de même, pour s'assurer que des concours seront fournis dans les proportions requises à tous les débiteurs qui s'efforcent réellement de redynamiser leur économie et d'améliorer leur capacité de service de la dette.

Reste le dernier point de notre liste: les *pays les plus pauvres*. Ils ont été traités assez généreusement ces derniers temps par leurs créanciers, surtout officiels, mais leur situation de fond ne s'en est pas trouvée nettement améliorée. Il est évidemment nécessaire d'accroître l'aide indispensable à ces pays pour se tirer eux-mêmes d'affaire. Il faut également une plus grande volonté de s'engager sur la voie d'efforts communs plus audacieux en vue de s'attaquer aux cas de misère humaine les plus désespérés. Quel que soit le «dividende de la paix», on peut penser que ces pays pourraient en bénéficier d'une façon ou d'une autre. Mais cette question est bien trop complexe et trop éloignée des compétences de la BRI pour donner lieu à une quelconque proposition spécifique. Son urgence ne fait pour autant aucun doute.

Le dernier point que l'on abordera dans la Conclusion de ce Rapport n'est pas tiré de la liste des tendances confirmées que nous avons mentionnées au début. C'est une question qui touche de plus près l'activité propre de la BRI, à savoir les mesures à prendre en vue de la création de l'*union économique et monétaire dans la Communauté européenne*. Cette initiative

revient, pour une large part, aux banques centrales de la CE, qui se réunissent régulièrement à la BRI et préparent la première étape, dont le démarrage est fixé au 1er juillet 1990.

Le rapport du «Comité Delors», qui propose la réalisation de l'union économique et monétaire en trois étapes, a été approuvé par les chefs d'Etat et de gouvernement de la CE, lors de la réunion de Madrid de juin 1989. Outre qu'ils ont confirmé l'intention de réaliser concrètement l'union monétaire, ils ont fixé la date de départ de la première étape, sans indiquer cependant sa durée. Lors de leur réunion suivante à Strasbourg, en décembre 1989, ils ont constaté qu'une majorité suffisante était favorable à la convocation, avant la fin de 1990, d'une conférence visant à préparer l'amendement du traité de Rome. Cet amendement est une condition préalable au passage aux deuxième et troisième étapes envisagées par le rapport. La première étape constitue, aux termes du rapport, «l'engagement du processus de création de l'union économique et monétaire». Elle est centrée sur le renforcement de la coordination des politiques économiques, l'élimination de tous les obstacles à l'intégration financière et l'inclusion de toutes les monnaies de la Communauté dans le mécanisme de change du SME. Durant la première étape, le Comité des gouverneurs des banques centrales «serait normalement consulté avant que les autorités nationales ne prennent des décisions concernant l'évolution de la politique monétaire, telles que la fixation d'objectifs annuels de masse monétaire et de croissance du crédit». Le rapport a également souligné que, dans le cadre de la législation nationale actuelle, de nombreux pays ne sont pas en mesure de participer aux arrangements régissant la coordination ex ante de nature contraignante des politiques. Ce n'est qu'à partir du moment où un accord aura été réalisé sur un nouveau traité que des actions plus significatives pourront être entreprises.

Dans l'intervalle, une certaine convergence de vues s'est dégagée sur quelques points essentiels, que ne partage cependant pas pleinement le Royaume-Uni. L'accord informel concerne les grandes lignes d'un système européen de banques centrales caractérisé par un engagement ferme à l'égard de la stabilité des prix et par l'indépendance vis-à-vis de toute interférence politique. Pour toutes ces questions, il est bien sûr plus facile de se mettre d'accord sur les principes que sur des textes juridiques précis.

Lorsque seront abordés les points de détail dans les négociations, il apparaîtra également plus clairement que, si les institutions peuvent être créées selon les conceptions des parties, les réalités de la vie économique échappent à leur contrôle. La mesure dans laquelle la politique monétaire peut être efficace sans tenir compte des autres politiques mises en œuvre en fournit un exemple. Le «Comité Delors» a adopté une position ferme sur cette question et proposé, pour la troisième étape, des règles et procédures communautaires contraignantes dans le domaine macro-économique et sur le plan budgétaire, prévoyant entre autres pour les budgets nationaux des contraintes ayant force exécutoire. Au cours des discussions ultérieures dans les milieux universitaires et, surtout, politiques, on s'est demandé si de tels sacrifices de la souveraineté nationale étaient nécessaires. Ce que tous

doivent néanmoins reconnaître, c'est qu'il s'agit d'un problème pratique et non d'opportunisme politique. En toile de fond, il y a la question plus vaste de savoir si l'union économique et monétaire devra déboucher rapidement sur l'union politique ou s'il sera possible d'achever la première sans progresser sur la voie de la seconde. Cette question ne se posera peut-être pas si les initiatives prises par la France et l'Allemagne pour accélérer l'union politique au sein de la Communauté trouvent un large soutien. En tout état de cause, au moment où le traité sera négocié, on pourra probablement se référer à l'expérience allemande en matière d'union monétaire, qui doit également avoir lieu avant, mais sera suivie peu après de l'union politique.

Il ne fait guère de doute que les banques centrales en particulier et la politique monétaire en général seront appelées à contribuer à la résolution des problèmes décrits dans cette Conclusion. Et c'est normal qu'il en soit ainsi. Les banques centrales ont une responsabilité capitale dans la sauvegarde de l'intégrité des systèmes financiers et des paiements. En même temps, la politique monétaire s'est révélée être l'instrument le plus souple et probablement aussi le plus efficace dont disposent les autorités pour combattre l'inflation et maîtriser l'évolution des taux de change. Mais du fait précisément de son efficacité, les responsables de la politique économique seront tentés de trop solliciter la politique monétaire, en lui confiant le soin d'essayer d'atteindre simultanément un nombre excessif d'objectifs. Cette tentation est naturellement renforcée par la réticence croissante des gouvernements ou leur capacité limitée de recourir à la politique budgétaire comme outil de gestion macro-économique.

Dans ces conditions, il est de la plus haute importance que la poursuite de la stabilité interne des prix apparaisse clairement comme l'objectif prioritaire de la politique monétaire. Cette recommandation est pleinement justifiée par l'opinion communément admise selon laquelle la persistance des anticipations inflationnistes constitue à long terme le pire ennemi de la stabilité des taux de change et du fonctionnement harmonieux du système financier. Les effets favorables à long terme de la poursuite de la stabilité des prix internes l'emportent de loin sur toutes les conséquences défavorables que la lutte contre l'inflation pourrait comporter à court terme – et seulement dans certains cas – pour l'évolution des taux de change ou les marchés financiers. De surcroît, cet ordre des priorités revêt également une signification pratique dans les circonstances actuelles: la dérive des taux d'inflation, qui pourrait mettre en péril les résultats d'années d'efforts de la politique monétaire anti-inflationniste, doit être arrêtée et inversée. Le plus tôt sera le mieux.

Bâle, le 22 mai 1990

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Directeur Général

Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1990

Bilan au 31 mars 1990

(en francs or – voir note 1)

Actif		
Or		4 980 936 505
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue		15 096 809
Bons du Trésor		905 177 602
Dépôts à terme et avances		
Or		
A 3 mois au maximum	66 130 305	
A plus de 3 mois	140 075 059	
Monnaies		
A 3 mois au maximum	24 964 948 617	
A plus de 3 mois	<u>3 237 748 101</u>	
		28 408 902 082
Titres du secteur public et autres titres à terme		
A 3 mois au maximum	4 991 267 678	
A plus de 3 mois	<u>1 895 266 422</u>	
		6 886 534 100
Divers		94 465 017
Terrain, immeubles et installations		<u>1</u>
		<u>41 291 112 116</u>

Note 1:

Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – Article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,94149...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2:

Au 31 mars 1990, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 56 823 607 francs or.

Avant Après
répartition du bénéfice
net de l'exercice

Passif		Avant	Après
Capital			
Autorisé: 600 000 actions de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000		
Emis: 473 125 actions	1 182 812 500		
libérées de 25%		295 703 125	295 703 125
Réserves			
Fonds de réserve légale	30 070 313		30 070 313
Fonds de réserve générale	600 816 157		622 416 157
Fonds spécial de réserve de dividendes	35 530 055		39 530 055
Fonds de réserve libre	442 066 872		488 466 872
		1 108 483 397	1 180 483 397
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	4 454 151 322		
A 3 mois au maximum	14 205 902		
Autres déposants			
A vue	399		
		4 468 357 623	4 468 357 623
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	2 449 268 313		
A 3 mois au maximum	29 674 857 258		
A plus de 3 mois	782 024 911		
Autres déposants			
A vue	32 699 131		
A 3 mois au maximum	1 263 270 813		
A plus de 3 mois	2 575 350		
		34 204 695 776	34 204 695 776
Système de prévoyance du personnel		129 504 330	129 504 330
Divers		980 037 341	980 037 341
Compte de profits et pertes		104 330 524	—
<i>Dividende payable le 1er juillet 1990</i>		—	32 330 524
		<u>41 291 112 116</u>	<u>41 291 112 116</u>

Rapport des commissaires-vérificateurs au Conseil d'administration et à l'Assemblée générale de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1990 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Zurich, le 30 avril 1990

PRICE WATERHOUSE & CO.

Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1990
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation		157 868 909
Moins: Frais d'administration		
Conseil d'administration	222 625	
Direction et personnel	21 406 759	
Frais de bureau et divers	<u>9 394 445</u>	<u>31 023 829</u>
Excédent net d'exploitation		126 845 080
Moins: Montants transférés à la		
Provision pour frais d'administration exceptionnels	9 014 556	
Provision pour immeubles	5 000 000	
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement	<u>8 500 000</u>	<u>22 514 556</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1990		104 330 524
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:		
Dividende: 200 francs suisses par action sur 473 125 actions ..	<u>32 330 524</u>	
		<u>72 000 000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale	<u>21 600 000</u>	
		<u>50 400 000</u>
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	<u>4 000 000</u>	
		<u>46 400 000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre	<u>46 400 000</u>	
		<u>—</u>

Evolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1990
(en francs or)

I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1989-90

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1989, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1988-89 ...	30 070 313	600 816 157	35 530 055	442 066 872
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1989-90	—	21 600 000	4 000 000	46 400 000
Soldes au 31 mars 1990 tels qu'ils apparaissent au bilan	30 070 313	622 416 157	39 530 055	488 466 872

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1990 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or	295 703 125	366 257 514	661 960 639
Monnaies	—	814 225 883	814 225 883
	295 703 125	1 180 483 397	1 476 186 522

Conseil d'administration

Dr W. F. Duisenberg, Amsterdam
Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

Bernard Clappier, Paris
Vice-Président

Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome
Bengt Dennis, Stockholm
Dr Lamberto Dini, Rome
Prof. Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
Baron Godeaux, Bruxelles
Jacques de Larosière, Paris
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londres
Dr Markus Lusser, Zurich
Karl Otto Pöhl, Francfort-sur-le-Main
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londres
Alfons Verplaetse, Bruxelles

Suppléants

A. D. Crockett, Londres, ou
L. D. D. Price, Londres
Dr Antonio Fazio, Rome, ou
Dr Carlo Santini, Rome
Philippe Lagayette, Paris, ou
Francis Cappanera, Paris
Jean-Jacques Rey, Bruxelles
Dr Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main, ou
Dr Wolfgang Rieke, Francfort-sur-le-Main

Direction

Alexandre Lamfalussy	Directeur Général
R.T.P. Hall	Directeur Général Adjoint
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Rémi Gros	Chef du Département Bancaire
Dr Horst Bockelmann	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
M. G. Dealtry	Chef Adjoint du Département Monétaire et Economique, Directeur
Marten de Boer	Directeur, Département Bancaire
Jean Vallet	Secrétaire Général Adjoint
André Bascoul	Directeur Suppléant, Secrétariat du Comité des Gouverneurs de la CEE
Dr H. W. Mayer	Directeur Suppléant, Département Monétaire et Economique
Dr Kurt Spinnler	Directeur Suppléant, Département Bancaire
Prof. Mario Giovanoli	Conseiller Juridique, Directeur Suppléant
Dr Joseph R. Bisignano	Directeur Adjoint, Département Monétaire et Economique
Dr Gunter Baer	Directeur Adjoint, Département Monétaire et Economique
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent du FECOM
P.C. Bridge	Directeur Adjoint, Département Bancaire
Tullio Pollonio	Directeur Adjoint, Chef de la Comptabilité
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat Général
Yukio Iura	Directeur Adjoint, Département Bancaire

