

---

BANQUE DES RÈGLEMENTS  
INTERNATIONAUX

---

62ème RAPPORT ANNUEL

1er AVRIL 1991–31 MARS 1992

BÂLE, 15 JUIN 1992

---

Banque des Règlements Internationaux

62ème Rapport annuel

1er avril 1991 – 31 mars 1992

Bâle, 15 juin 1992

## Table des matières

	Page
Introduction .....	1
I. Une croissance plus faible qu'escompté généralement .....	3
II. Evolution dans les pays industriels .....	10
Faits saillants .....	10
Evolution du cycle conjoncturel .....	10
Comparaison du cycle actuel avec les phases précédentes de recul conjoncturel .....	15
Evolution dans les divers pays .....	22
<i>Les trois principales économies</i> .....	22
<i>Autres grandes économies industrielles</i> .....	29
<i>Autres pays industriels</i> .....	32
Les contraintes financières freinent l'activité réelle .....	35
<i>Contraintes affectant l'offre de crédit</i> .....	36
<i>Charges d'endettement du secteur privé</i> .....	39
III. Evolution dans les autres pays .....	43
Faits saillants .....	43
Production réelle, inflation et échanges commerciaux dans les pays en développement et les NEI .....	44
<i>Evolution dans les NEI</i> .....	46
<i>Production réelle et inflation dans les pays en développement</i> .....	47
<i>Evolution des échanges et des paiements courants dans les pays en développement</i> ..	52
<i>Endettement extérieur des pays en développement</i> .....	55
Evolution en Europe de l'Est .....	58
<i>Evolution dans les pays parvenus à un stade avancé de transition</i> .....	60
<i>Pays se trouvant aux premiers stades de la transition</i> .....	65
<i>Pays se situant à divers stades de désintégration</i> .....	66
<i>Orientations communes et problèmes en suspens</i> .....	70
<i>Nécessité de la réforme budgétaire</i> .....	71
<i>Endettement extérieur de l'ex-Union soviétique et des pays d'Europe de l'Est</i> .....	75
IV. Echanges et paiements internationaux .....	77
Faits saillants .....	77
Commerce international .....	78
<i>Evolution</i> .....	78
<i>Politiques commerciales</i> .....	80
Evolution des paiements courants des pays industriels et des nouvelles économies industrielles d'Asie (NEI) .....	84
<i>Etats-Unis</i> .....	85
<i>Japon</i> .....	86
<i>Europe occidentale</i> .....	88
<i>Autres pays industriels</i> .....	91
<i>Les NEI d'Asie</i> .....	92

	Page
Europe de l'Est: échanges, convertibilité extérieure et taux de change .....	93
<i>Redéploiement du commerce vers l'Occident</i> .....	93
<i>Convertibilité extérieure et politique de taux de change</i> .....	95
Union soviétique: désintégration et échanges commerciaux .....	99
<i>Commerce international, fuite des capitaux et rouble</i> .....	99
<i>Difficulté des relations entre les républiques</i> .....	100
Rôle croissant de la Chine dans le commerce mondial .....	102
Principaux mouvements de capitaux .....	106
<i>Investissements directs</i> .....	106
<i>Investissements de portefeuille</i> .....	108
<i>Financement des principaux déséquilibres</i> .....	108
Réserves internationales .....	110
V. Politique monétaire: aspects internes et internationaux .....	117
Faits saillants .....	117
Les politiques monétaires en 1991-92 .....	117
<i>Politiques de taux d'intérêt dans les principaux pays</i> .....	117
<i>Politiques de taux d'intérêt dans les autres pays du SME</i> .....	120
<i>Politiques de taux d'intérêt dans les autres pays industriels</i> .....	121
Efficacité de la politique monétaire .....	123
<i>Approches différentes de la politique monétaire et mécanisme de transmission</i> .....	123
<i>Mécanismes de transmission des taux d'intérêt</i> .....	125
<i>Prix des actifs et endettement</i> .....	128
<i>Les agrégats monétaires et le mécanisme de transmission</i> .....	130
<i>Rôle du crédit dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire</i> .....	133
<i>Incertitudes inhérentes à la situation actuelle</i> .....	136
Le fonctionnement du SME et le programme d'union monétaire européenne .....	137
<i>Problèmes actuels de fonctionnement du SME</i> .....	137
<i>L'accord de Maastricht</i> .....	139
<i>Critères de convergence</i> .....	141
<i>Conséquences pratiques de l'union monétaire</i> .....	141
Coordination et coopération internationales dans le monde .....	145
VI. Marchés nationaux des actifs, taux de change, or .....	148
Faits saillants .....	148
Evolution des taux d'intérêt à long terme .....	149
Cours des actions .....	153
Prix de l'immobilier .....	158
Marchés des changes .....	162
<i>Evolution des principales devises</i> .....	162
<i>Taux de change bilatéral du yen et du franc suisse par rapport au deutsche mark</i> .....	167
<i>Evolution au sein du mécanisme de change du SME</i> .....	168
<i>La couronne suédoise et le mark finlandais</i> .....	173
Or .....	174
VII. Marchés internationaux des capitaux .....	180
Faits saillants .....	180
Vue d'ensemble de l'activité du marché .....	181
Le marché bancaire international .....	183
<i>Structure par nationalité de l'activité bancaire internationale</i> .....	185
<i>Evolution dans les divers centres</i> .....	187
<i>Prêts directs au secteur non bancaire intra-zone</i> .....	188
<i>Evolution de l'activité avec les pays hors zone</i> .....	191
<i>Le marché des crédits consortiaux</i> .....	193

	Page
Les marchés internationaux des titres .....	194
<i>Le marché des effets à court et à moyen terme</i> .....	194
<i>Le marché obligataire international</i> .....	196
<i>Les emprunteurs sur l'ensemble des marchés des titres</i> .....	200
Marchés des instruments financiers dérivés .....	202
<i>Instruments financiers à terme et options négociées sur les marchés organisés</i> .....	202
<i>Contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises</i> .....	204
<i>Modifications structurelles et préoccupations concernant les marchés</i> .....	206
Marché de l'Écu privé .....	208
Pays en développement et marchés internationaux des capitaux .....	210
<b>VIII. Aspects structurels des marchés des capitaux et surveillance prudentielle</b> .....	<b>216</b>
Faits saillants .....	216
Principaux développements de caractère structurel .....	216
Évaluation de la déréglementation et de l'innovation financière .....	222
Défis immédiats .....	229
Défis à plus long terme .....	233
<b>IX. Activités de la Banque</b> .....	<b>241</b>
Coopération entre banques centrales et organisations internationales .....	241
Fonctions d'Agent et de Mandataire (Trustee) .....	243
<i>Agent du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM)</i> .....	243
<i>Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé</i> .....	245
<i>Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux</i> .....	245
Assistance financière aux banques centrales .....	246
Opérations du Département bancaire .....	246
<i>Passif (composition des ressources)</i> .....	247
<i>Actif (utilisation des ressources)</i> .....	251
Bénéfice net et répartition .....	253
Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction .....	254
Conclusion .....	255
Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1992 .....	267
Conseil d'administration .....	272
Direction .....	273

## Liste des graphiques (\*) et tableaux

	Page
<b>Une croissance plus faible qu'escompté généralement</b>	
Croissance de la production mondiale .....	5
<b>Evolution dans les pays industriels</b>	
Taux de chômage* .....	12
Hausse des prix à la consommation .....	14
Demande intérieure globale en volume* .....	16
Épargne nette des ménages* .....	18
Taux d'intérêt à long terme réels* .....	20
Taux de rentabilité du capital dans le secteur des entreprises* .....	21
Variation du PNB/PIB réel et des composantes de la demande	
dans les grands pays industriels .....	24
Sélection d'indicateurs économiques des nouveaux Länder allemands .....	28
Variation du PIB et de l'investissement fixe, en termes réels,	
dans les autres pays industriels .....	33
Financement externe du secteur des entreprises non financières aux Etats-Unis* .....	37
Ratio patrimoine net/revenu disponible des ménages* .....	40
Charges d'intérêts et revenu* .....	41
<b>Evolution dans les autres pays</b>	
Croissance du PIB dans les pays en développement et les NEI .....	45
Inflation dans les pays en développement et les NEI .....	47
Balance des paiements courants des pays en développement .....	52
Indicateurs du commerce extérieur des pays en développement .....	53
Evolution du PIB réel .....	59
Prix à la consommation (IPC) et salaires nominaux (S) .....	61
Taux de chômage .....	62
Variation du crédit intérieur et des encaisses monétaires en termes réels .....	64
Evolution de l'épargne des ménages .....	65
Républiques soviétiques: indicateurs économiques de base (données de 1988) .....	67
Républiques yougoslaves: indicateurs économiques de base (données de 1990) .....	69
Indicateurs de l'évolution budgétaire .....	72
<b>Echanges et paiements internationaux</b>	
Indicateurs du commerce mondial* .....	79
Flux commerciaux en 1990 .....	81
Demande intérieure relative et taux de change effectif réel* .....	84
Balance des paiements courants des Etats-Unis .....	85
Balance des paiements courants du Japon .....	87
Balance des paiements courants de l'Allemagne .....	89
Balance des paiements courants des pays industriels et des NEI d'Asie .....	91
Echanges commerciaux de l'Europe de l'Est avec les pays industriels .....	94

Taux de change effectif réel: Pologne et Yougoslavie*	98
Production et commerce du pétrole dans l'ex-Union soviétique	100
Echanges commerciaux des ex-républiques soviétiques	101
Echanges de la Chine avec l'étranger: comparaison internationale*	103
Chine: statistiques des balances du commerce extérieur et des paiements	104
Tendances globales des investissements directs	106
Investissements de portefeuille dans les pays industriels	107
Mouvements de capitaux: Etats-Unis, Japon et Allemagne	109
Variation des réserves mondiales	111
Réserves officielles (or non compris), par pays	113
Composition des réserves officielles en devises	115

## Politique monétaire: aspects internes et internationaux

Taux d'intérêt officiels et taux du marché*	119
Taux du marché monétaire et rendement des obligations d'Etat dans les pays membres du SME	121
Taux d'intérêt et rendement des obligations dans quelques pays*	122
Relations de taux d'intérêt*	127
Passifs et actifs financiers du secteur privé non financier*	129
Agrégats de monnaie et de crédit: objectifs et taux de croissance	131
Agrégats de monnaie et de crédit et PIB*	133
Evolution de certains prêts bancaires selon leur usage	134
Evolution du crédit bancaire au secteur privé	135
SME: indicateurs de convergence et critères de l'UEM	143
Coût horaire de la main-d'œuvre dans l'industrie de transformation: pays de la CE	144

## Marchés nationaux des actifs, taux de change, or

Taux d'intérêt à long terme et écart par rapport aux taux d'intérêt à court terme*	150
Cours des actions*	154
Cours des actions corrigés de la hausse des prix*	157
Prix de l'immobilier en termes nominaux	159
Prix des terrains au Japon	160
Prix de l'immobilier corrigés de la hausse des prix*	161
Taux de change bilatéral du dollar EU par rapport à quelques monnaies*	163
Ecart de taux d'intérêt vis-à-vis des Etats-Unis*	164
Taux de change bilatéral du yen et du franc suisse par rapport au deutsche mark*	167
Position des pays membres dans les marges du MCE*	169
Ecart de taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne*	171
Origine et utilisation de l'or (estimations)	174
Production mondiale d'or	176
Cours de l'or dans quelques monnaies*	177
Volatilité des cours quotidiens de l'or	178

## Marchés internationaux des capitaux

Activité sur les marchés internationaux des capitaux*	181
Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)	182
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale	184
Différentes catégories d'avoirs et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques	186
Evolution dans les divers centres déclarants: avoirs	188
Evolution dans les divers centres déclarants: engagements	189
Créances des banques déclarantes sur le secteur non bancaire dans les pays du Groupe des Dix	190

Dépôts du secteur non bancaire des pays du Groupe des Dix sur le marché bancaire international .....	191
Activité des banques déclarantes avec les pays hors zone .....	192
Marchés nationaux et internationaux du papier commercial et d'effets à moyen terme .....	195
Principales caractéristiques du marché obligataire international .....	196
Rendement de certaines obligations internationales et taux des dépôts en eurodollars* .....	197
Volume des émissions d'obligations et taux de change effectif du dollar EU* .....	198
Structure par catégorie et par monnaie des obligations internationales .....	199
Emissions sur les marchés obligataires nationaux et internationaux .....	200
Emissions du secteur privé sur les marchés nationaux et internationaux des titres .....	201
Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés dans le monde .....	203
Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt .....	204
Composition des contrats d'échange de devises conclus au 1er semestre de 1991 .....	205
Marché de l'Écu privé .....	209
Octrois de prêts des banques déclarantes à certains pays en développement .....	211

### Aspects structurels des marchés des capitaux et surveillance prudentielle

Expansion de certains marchés d'instruments dérivés .....	217
Opérations transfrontières sur actions et obligations .....	218
Croissance des actifs des investisseurs institutionnels .....	219
Endettement du secteur privé dans certains pays .....	220
Revenus hors intérêts des banques .....	221
Indicateurs d'expansion de l'activité financière .....	222
Indicateurs de tendance du volume des transactions sur les marchés des titres* .....	224
Indicateurs de tendance du montant des paiements* .....	225
Indicateurs de volatilité des rendements boursiers* .....	226
Prêts bancaires immobiliers dans certains pays .....	228
Marges bénéficiaires des banques .....	230
Variation à long terme des cours des actions des banques .....	231

### Activités de la Banque

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1992 .....	245
Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices .....	247
Evolution des ressources au cours des cinq derniers exercices .....	247
Fonds empruntés d'après leur origine .....	249
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir .....	249
Evolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature .....	251
Dépôts à terme et avances, titres du secteur public et autres titres à terme, d'après leur durée restant à courir .....	252

## 62ème Rapport annuel

*soumis à l'Assemblée générale ordinaire  
de la Banque des Règlements Internationaux  
tenue à Bâle le 15 juin 1992*

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le soixante-deuxième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1991 et clos le 31 mars 1992.

Après transfert de 3.650.285 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de 11.000.000 de francs or à la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 119.460.160 francs or, contre 114.892.783 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 32.460.160 francs or au paiement d'un dividende de 200 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 26.100.000 francs or au Fonds de réserve générale, 3.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 57.900.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1991-92 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1992.

## I. Une croissance plus faible qu'escompté généralement

Le ralentissement économique, qui a duré plus longtemps qu'on ne le prévoyait il y a un an, s'est étendu dans le courant de 1991, en présence d'un affaiblissement de l'activité au Japon et en Allemagne, les deux économies qui connaissaient encore un rythme d'expansion soutenu au début de l'année passée. Avec un accroissement global de la production inférieur à 1% (voir tableau de la page 5), les pays industriels ont enregistré leur plus faible croissance depuis 1982 et, pour la première fois depuis huit ans, le chômage a augmenté, atteignant 7½% à la fin de l'année. Le Chapitre II examine un certain nombre de facteurs spécifiques qui peuvent expliquer pourquoi la plupart des pronostics sur les perspectives économiques à court terme dans les pays industriels ont péché par excès d'optimisme. Le poids de l'endettement du secteur privé, accentué par la chute des prix des actifs en termes réels, semble en avoir été la cause principale. En outre, la confiance des ménages et des milieux d'affaires n'a pas permis de soutenir le redressement économique amorcé après la cessation des hostilités dans le Golfe, celle-ci retombant à de nouveaux creux au second semestre de 1991. Dans le même temps, les premiers signes de récession qui venaient d'apparaître dans les pays accusant un important déficit des paiements courants ont eu tendance à atténuer les déséquilibres internationaux l'an dernier. Une exception notable à cet égard, examinée au Chapitre IV, a été la vive augmentation de l'excédent japonais.

Le tassement de l'activité a entraîné un assouplissement des politiques macro-économiques dans quelques pays, notamment aux Etats-Unis, en Australie et, plus tard, au Japon. Ailleurs, cependant, comme l'explique le Chapitre V, la politique monétaire n'a pas visé des objectifs anticycliques, même lorsque la faiblesse inattendue de la demande est devenue manifeste. De fortes tensions inflationnistes sont apparues, en effet, en Allemagne, en Italie et dans d'autres pays européens, excluant tout relâchement de la rigueur monétaire. Dans d'autres cas, les autorités ont donné la priorité à leurs objectifs de taux de change, même si elles devaient ainsi mener une politique plus restrictive que ce qui était jugé souhaitable pour des considérations internes. Dans le domaine budgétaire, même les stabilisateurs automatiques n'ont pu entrer en jeu que modérément, pour ne pas donner l'impression aux marchés des capitaux que l'assainissement des finances publiques ne figurait plus au premier rang des actions à entreprendre au niveau de l'offre. A l'approche des élections, cependant, cette détermination s'est quelque peu relâchée dernièrement dans certains pays.

L'absence de fortes réactions de la politique macro-économique dans de nombreux pays traduit sans aucun doute le sentiment général d'une

confiance moindre dans les bienfaits de la stimulation à court terme, concernant à la fois son efficacité et son opportunité, compte tenu du préjudice qu'elle peut causer aux objectifs à moyen terme. On peut également y voir la conviction que les risques d'une détérioration de l'activité sont limités et que le danger d'une dépression imminente à l'échelle mondiale est minime. Cette conviction repose sur des éléments assez probants: les récentes améliorations structurelles n'ont pas été remises en cause; les marges bénéficiaires de l'industrie n'ont pas trop diminué par rapport à leurs niveaux plus florissants de la seconde moitié des années quatre-vingt. Un tassement conjoncturel de la demande, même s'il est parfaitement synchronisé d'un pays à l'autre, doit être considéré comme normal, surtout après une reprise aussi longue, aussi vigoureuse et tout aussi synchronisée que celle qu'on a enregistrée entre 1983 et 1990.

Un aspect positif de la situation est la manière dont l'inflation a réagi dans divers pays à la pression moins forte de la demande. Aux Etats-Unis, la hausse des prix à la consommation vient de tomber à son niveau le plus bas depuis 1986, meilleure année après 1965; au Canada, il faut remonter à trois décennies pour trouver des chiffres de l'ordre de grandeur actuel. Au Royaume-Uni et en Suède, le rythme de l'inflation au cours des douze derniers mois a été inférieur de plus de moitié à celui d'il y a seulement deux ans. En Australie et en Nouvelle-Zélande, les prix n'ont pratiquement pas augmenté l'an passé. Le seul pays à faire «bande à part» est l'Allemagne, dont le taux d'inflation est le plus élevé des pays du Groupe des Sept derrière l'Italie. Bien que tous ces résultats soient en partie faussés par des mesures fiscales, des variations des taux hypothécaires ou l'évolution des prix de l'énergie, ils donnent à penser cependant que la «stagflation», qui traduit le manque de réaction de l'inflation à la faiblesse de l'activité économique, ne constitue pas pour l'instant une menace sérieuse dans la plupart des pays, même si, dans bien des cas, la rigidité du marché du travail demeure préoccupante.

Un autre aspect des événements économiques observés au cours de la période sous revue procure également un certain réconfort, dans un contexte essentiellement marqué par de mauvaises nouvelles. La reprise constatée dans les pays d'Amérique latine qui ont mis en œuvre, ces dernières années, des politiques anti-inflationnistes rigoureuses et des réformes structurelles est des plus encourageantes. De telles politiques sont appliquées depuis longtemps dans de nombreux pays d'Asie où la croissance est demeurée élevée l'an passé, en dépit de la récession dans les pays industriels. Dans le même temps, le revenu réel par habitant a continué de régresser en Afrique subsaharienne et, par suite de la guerre du Golfe, l'expansion en volume de la production a fortement fléchi au Moyen-Orient.

Il ne fait guère de doute, cependant, que le ralentissement actuel dans le monde industriel a accentué les difficultés des pays qui sont en train de passer d'un système à planification centralisée à une économie de marché. L'éclatement brutal de la Yougoslavie et la désagrégation de l'Union soviétique ont ajouté un épisode supplémentaire à cette histoire particulièrement dramatique, où les nouvelles fondamentalement bonnes, en termes de

Croissance de la production mondiale <sup>1</sup>							
Groupe de pays et région	1984-86	1981-86	1987	1988	1989	1990	1991
	PIB	moyenne					
	en % du total	variation en % du PIB en volume					
Sept principaux pays	59,0	2,7	3,3	4,5	3,3	2,5	1,0
Autres pays industriels <sup>2</sup>	12,7	2,3	3,2	3,5	3,6	2,7	0,5
Pays en développement	18,5	3,4	4,0	4,3	3,4	3,4	3,5
Principaux producteurs de pétrole <sup>3</sup>	6,4	0,6	0,5	1,7	3,0	4,4	2,3
Autres pays en développement	12,1	5,1	6,0	5,7	3,6	2,8	4,1
Afrique et Moyen-Orient	1,8	3,2	3,4	4,5	1,0	3,0	3,1
Asie	6,6	7,0	8,1	9,2	5,4	5,2	5,4
dont: NEI <sup>4</sup>	1,6	7,5	12,1	9,5	6,3	6,7	7,2
Amérique latine	3,7	2,5	3,3	0,1	1,6	-1,4	2,2
Europe orientale <sup>5</sup>	9,8	3,0	1,8	3,7	1,7	-4,1	-16,8
Monde	100,0	2,8	3,3	4,3	3,2	2,1	-0,4
<i>Pour mémoire:</i>							
<i>Monde, sauf Europe orientale</i>		2,8	3,4	4,4	3,4	2,7	1,4

<sup>1</sup> Les taux de croissance moyens pour les sept principaux pays et les autres pays industriels sont calculés sur la base des pondérations du PIB et taux de change de 1989, tandis que les autres moyennes sont obtenues à partir des pondérations du PIB et taux de change de 1984-86, incluant tous les pays dont le PIB de 1989 atteignait au moins \$EU 0,1 milliard. <sup>2</sup> Comprend les pays du tableau de la page 33, l'Islande, le Luxembourg et Malte. <sup>3</sup> Pays de l'OPEP, Mexique et Trinité-et-Tobago. <sup>4</sup> Nouvelles économies industrielles: Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. <sup>5</sup> Les chiffres sur la production nationale sont convertis à des taux de change non commerciaux.

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

reconquête de liberté et d'initiative économique, risquent constamment d'être remises en question par de multiples problèmes exigeant des solutions rapides. Le Chapitre III décrit la situation difficile dans laquelle se trouvent les pays d'Europe orientale, dont la production continue à baisser en volume alors que le chômage est en forte hausse.

Les aspects économiques de la transition sont déjà complexes en eux-mêmes. La réforme structurelle est, presque par définition, un processus lent, à plus forte raison si elle doit tout remettre en cause. Sur le plan interne, la question la plus importante examinée au Chapitre III est celle de la situation budgétaire, qui risque de devenir incontrôlable dans presque tous ces pays où les recettes et les dépenses suivent des trajectoires extrêmement divergentes. La politique macro-économique y est sérieusement entravée parce qu'elle doit utiliser des instruments nouvellement adoptés qui ne peuvent pas fonctionner convenablement dans des marchés insuffisamment développés. Dans le même temps, les autorités de ces pays ne peuvent pas revenir aux anciens mécanismes de politique économique s'ils veulent assurer aux marchés une marge d'expansion adéquate. Cela revient souvent à tenter de résoudre la quadrature du cercle. L'un des éléments essentiels de ce processus consiste à ouvrir les marchés internes à la

concurrence internationale et à donner aux chefs d'entreprise locaux la possibilité d'exploiter les opportunités offertes par les marchés mondiaux. Le Chapitre IV passe en revue les actions en cours pour réformer la politique commerciale et assurer la convertibilité des monnaies dans les anciens pays communistes ainsi qu'en Chine.

Cependant, même une stratégie économique saine peut ne pas suffire. Le processus politique de transition requiert un vaste soutien populaire, puisque les réformes en Europe orientale sont de nature démocratique. Les habitants de ces pays ne comparent pas – et en fait ne peuvent pas comparer – l'expérience actuelle avec ce qui aurait pu arriver si les anciens régimes avaient réussi à se maintenir au pouvoir; ils font généralement des rapprochements avec une période antérieure, lorsque la faillite du socialisme n'apparaissait pas encore de manière aussi évidente. Cette perception faussée crée, sur le front politique, des difficultés d'autant plus sérieuses que la reprise économique tarde à se faire sentir. Une assistance financière extérieure peut s'avérer nécessaire à fortes doses, ne serait-ce que pour fournir la lueur d'espoir indispensable pour persévérer dans l'action politique.

Dans ces conditions, des enseignements importants peuvent toutefois être tirés de la transition qui s'effectue simultanément dans la partie orientale de l'Allemagne, où, comme s'il s'agissait pratiquement d'une expérience contrôlée, l'aide extérieure est disponible en abondance à tous les niveaux – financier, gestion d'entreprise, technique et administratif –, où il n'y a pas de barrières linguistiques, où l'on possède un nouveau cadre juridique fiable et une monnaie solide, où des responsables expérimentés sont aux commandes de la politique macro-économique et où, malgré tout, le processus de transition est loin de s'opérer sans heurts. Il est vrai qu'en contrepartie de tous ces avantages incontestables des inconvénients non négligeables existent, qu'on ne retrouve généralement pas dans les autres anciens pays socialistes. Le plus gênant peut-être, abstraction faite de la réévaluation considérable résultant du passage à l'union monétaire, est l'explosion des attentes provoquée par l'union politique. Ce que révèlent cependant les frustrations du processus de transition en Allemagne, c'est que l'aide extérieure, quelle qu'en soit l'abondance, ne saurait être une panacée permettant d'effacer rapidement les séquelles du socialisme: détention par l'Etat des moyens de production; retard technologique dans quasiment tous les domaines; délabrement des infrastructures, de l'équipement industriel et du stock de logements; irrespect absolu de l'environnement; profondes distorsions dans la structure des prix; absence totale de compétences sur le plan commercial. Ce sont là des obstacles de taille à un redémarrage rapide de la croissance dans les conditions d'une économie de marché, que l'assistance extérieure, de quelque nature qu'elle soit, ne peut aider à surmonter à bref délai.

La forme d'assistance qui peut le mieux contribuer au processus de transition et à la stimulation de la croissance économique dans les pays d'Europe orientale consiste à leur offrir un accès totalement libre aux marchés occidentaux. La plupart des pays industriels ont continué, ces dernières

années, à s'écarter des idéaux de libre-échange dont ils se réclament, alors que de nombreux pays en développement ont entrepris résolument d'ouvrir leur économie. De toutes les négociations menées dans le cadre du GATT, l'Uruguay Round est celle qui a le plus traîné en longueur. Les parties en présence semblent de plus en plus opposées à toute nouvelle concession réciproque. Les accords commerciaux régionaux, qui sont devenus une composante importante des relations commerciales internationales, détournent l'attention des problèmes globaux. Cette question est examinée assez longuement au Chapitre IV puis reprise dans la Conclusion. Elle est de la plus haute importance non seulement pour les pays qui sont dans une phase de transition, mais aussi pour la prospérité de l'économie mondiale. A cet égard, ce ne sont pas uniquement les anciens Etats socialistes, mais tous les pays qui devraient s'engager sur la voie d'une économie de marché libre et plus ouverte. Les distorsions et obstacles qui entravent la concurrence sont aussi préjudiciables à l'échelle internationale qu'ils le sont au niveau national.

Peut-on partir de l'hypothèse que ce qui vaut pour les marchés des biens s'applique également aux marchés des capitaux ou faudrait-il, pour des questions de stabilité financière et/ou d'efficacité de la politique monétaire, une réglementation spécifique? Ce point fait l'objet d'une attention particulière dans le présent Rapport, d'abord au Chapitre V à propos du mécanisme de transmission de la politique monétaire puis, d'une manière plus générale, au Chapitre VIII, qui analyse certains aspects des modifications structurelles sur les marchés des capitaux dans une perspective à plus long terme, et enfin dans la Conclusion. On ne peut fournir de réponse catégorique: les responsables de la réglementation et de la surveillance ont, à l'évidence, un rôle à jouer non seulement dans le secteur, étroitement défini, de l'activité bancaire, mais aussi dans d'autres compartiments des services financiers. Il s'agit de savoir où placer la limite entre l'intervention officielle et les forces du marché, question à laquelle les divers pays ont généralement répondu de manière assez différente. Pourtant, la mondialisation croissante des marchés des capitaux exige une coordination des efforts nationaux dans ce domaine. Les ratios de fonds propres définis à Bâle sont le fruit d'une telle coordination. Ils ont suscité quelques critiques, mais rares sont ceux qui oseraient prétendre qu'il serait prudent de laisser les banques exercer leur activité avec des niveaux de fonds propres nettement inférieurs à ceux que ces ratios imposent. Certes, tout dispositif réglementaire doit être adapté aux nouveaux développements qui surviennent sur les marchés; c'est pourquoi, après avoir mis l'accent exclusivement sur les risques de crédit, les ratios de Bâle devront, par la suite, être modifiés afin de tenir compte des divers types de risques de marché, ce qui, techniquement, est loin d'être facile.

Les agrégats sur l'activité bancaire internationale ont diminué en valeur absolue en 1991, et ce pour la première fois depuis que de telles données sont disponibles. Cependant, ce recul ne reflète pas une «rétention» des prêts internationaux («credit crunch»). Il concerne surtout les opérations interbancaires des établissements japonais et traduit généralement une

modification de stratégie des banques, qui ont délaissé «l'expansion à tout prix» au profit de la reconstitution de leurs marges bénéficiaires. Les rendements obligataires se sont montrés très indépendants des taux d'intérêt internes à court terme mais fortement interdépendants d'un pays à l'autre. Cela s'est traduit, selon l'orientation de la politique monétaire, par des courbes de rendements à forte pente ou nettement inversées (voir Chapitres V et VI). S'il n'est pas douteux que les anticipations inflationnistes internes exercent une grande influence sur les rendements obligataires nationaux, elles ne doivent pas, toutefois, être toujours considérées comme la cause essentielle des divergences d'évolution entre le court et le long terme. L'énigme des taux d'intérêt «réels» élevés est examinée au Chapitre II, mais force est de reconnaître que l'expérience de 1991 n'a guère permis de progresser sur le plan de l'analyse dans ce domaine. Les marchés des actions, qui avaient fait apparaître des interconnexions étroites en 1987 et, à un degré moindre, en 1989, ont suivi une évolution autonome en 1991, après leur hausse synchronisée à la fin de la guerre du Golfe. On ne peut mettre en évidence des liens avec la situation conjoncturelle des pays concernés – et, en particulier, avec les niveaux actuels et escomptés des bénéfices des entreprises – qu'en tenant compte de décalages relativement longs, de plusieurs années en fait (voir Chapitre VI).

Les prix de l'immobilier ont été soumis à des pressions exceptionnellement fortes dans un certain nombre de pays, ajoutant ainsi une page supplémentaire à l'histoire de l'inflation des prix des actifs et de ses liens avec la hausse des prix en général, les bulles spéculatives et la situation économique globale. La déflation des prix de l'immobilier, comme on pourrait l'appeler, constituerait un phénomène nouveau dans l'évolution économique de l'après-guerre dans les pays industriels, même si des baisses des prix de l'immobilier d'entreprise, au lendemain des excès inflationnistes des années soixante-dix, ont également revêtu une grande ampleur dans certains pays. Il a fallu, à n'en pas douter, une brèche sérieuse dans la tendance inflationniste pour rendre possible une déflation des prix des actifs. Si elle n'est pas contenue, elle pourrait non seulement grever davantage les institutions financières des pays concernés, mais affecter aussi les perspectives de reprise globale de l'activité économique. Compte tenu du manque d'expérience dans ce domaine, il est difficile d'évaluer le danger potentiel d'un cercle vicieux de baisses alimentant des baisses. Il convient de se rappeler, cependant, que de tout temps les économies industrielles ont été plus exposées à l'inflation qu'à la déflation et que les craintes antérieures de spirales déflationnistes se sont toujours révélées sans fondement.

Aucune tendance notable n'est apparue dans les relations entre les grandes monnaies sur l'ensemble de la période sous revue. Cela peut paraître surprenant, compte tenu de la divergence sensible des politiques monétaires. Le dollar EU a néanmoins suivi un cycle relativement long de hausses et de baisses. Des interventions ont été effectuées au moment où ce cycle se situait à peu près à son maximum, puis de nouveau au début de cette année lorsque la monnaie américaine a repris son ascension. Malgré leur forte expansion, les flux de capitaux n'ont pas été de nature à perturber

les marchés des changes. Au sein du SME, aucun réaligement n'est intervenu et les tensions dues aux spéculations sur des modifications des parités ont été relativement brèves. Le Sommet de Maastricht n'a exercé que des effets à court terme sur les marchés des capitaux. Ceux-ci ont paru ne pas vouloir se prononcer immédiatement et prendre quelque recul pour en évaluer les implications pour le SME durant l'étape intermédiaire. Cette impression peut ne pas correspondre aux hypothèses, largement répandues, sur les rythmes de l'ajustement des marchés des capitaux. Les dispositions du Traité sur l'union monétaire ne sont pas un simple ensemble d'informations que les marchés peuvent assimiler rapidement. Elles comprennent une série très complexe de lignes d'action possibles qui dépendent d'un certain nombre de conditions, et il est extrêmement difficile, à ce stade, de prédire quels seront les pays qui pourront remplir ces conditions et avec quelle rigueur elles seront appliquées.

Le Traité constitue un accord sur les grands axes d'une union économique et monétaire, et de nombreux points importants doivent encore être résolus. Curieusement, le fait d'être parvenu à ce consensus fondamental ne semble nullement avoir facilité la solution des questions en suspens. Les gouvernements qui s'étaient engagés en faveur d'un accord de principe n'ont pas été mécontents de l'absence de débat public dans leur pays avant le Sommet de Maastricht et n'ont pratiquement rien fait pour le stimuler. Ayant réussi à lancer ce programme en prenant par surprise un public qui n'y était guère préparé, ils se voient confrontés à présent, pratiquement en fin de parcours, à un débat et à des dissensions. Les perspectives de sa mise en application s'en trouvent quelque peu assombries, même si, dans aucun pays membre, l'opposition parlementaire à la ratification du Traité ne s'est fortement mobilisée. Comme l'explique de manière assez détaillée le Chapitre V, une union monétaire entre des économies aussi divergentes à certains égards que celles des pays membres de la CE – même si les critères de convergence sont rigoureusement appliqués – est une entreprise comportant beaucoup d'incertitudes, qui peuvent fort bien aboutir à des points de vue contrastés lorsqu'on arrivera au cœur du débat sur les conséquences pratiques de cette union.

La structure du Rapport est quelque peu différente de celle des dernières années. Les trois chapitres qui suivent demeurent consacrés à l'évolution économique dans divers groupes de pays et à la situation des balances de paiements. Le Chapitre V examine la politique monétaire dans une perspective à la fois nationale et internationale. Le Chapitre VI concerne les marchés des capitaux sous tous leurs aspects, y compris les marchés des changes, et, sous une forme résumée, les marchés immobiliers. Comme à l'accoutumée, les marchés internationaux des capitaux couverts par les statistiques de la BRI font l'objet d'un chapitre séparé. Enfin, cette année, un chapitre spécifique analyse les modifications structurelles sur les marchés des capitaux et leurs implications.

## II. Evolution dans les pays industriels

### Faits saillants

Le ralentissement de l'activité économique amorcé en 1990 s'est poursuivi tout au long de l'année dernière et s'est étendu à la quasi-totalité du monde industriel. Près d'un tiers des économies sont demeurées en récession, l'expansion rapide en Allemagne et au Japon a pris fin, tandis que divers pays d'Europe dont les résultats étaient relativement favorables en 1990 ont vu leur situation économique se détériorer. Au total, le retournement à la baisse a été moins marqué que celui du début des années quatre-vingt et du milieu des années soixante-dix, du fait principalement de tensions inflationnistes internes moins sévères et de hausses plus faibles des cours du pétrole dans la période qui l'ont précédé. L'inflation est néanmoins devenue un sérieux sujet de préoccupation en Allemagne et continue de poser des problèmes dans plusieurs autres grands pays européens. Les efforts entrepris pour la combattre et les contraintes de taux d'intérêt résultant du régime de change du SME ont contribué à maintenir les taux d'intérêt réels à des niveaux élevés dans tous les pays d'Europe. Par ailleurs, les tensions et déséquilibres financiers qui s'étaient principalement accumulés durant la phase précédente d'expansion ont revêtu une acuité inhabituelle au cours de ce cycle, alors que la persistance, dans nombre de pays, de difficultés budgétaires dans le secteur public a limité les possibilités de recours à la stimulation budgétaire. La conjonction de ces éléments donne à penser que les facteurs de freinage de la demande, tout en étant moins incisifs qu'au cours des cycles passés, ont cependant été plus prononcés, plus durables et plus généralisés que prévu il y a un an.

### Evolution du cycle conjoncturel

La croissance n'a atteint que 0,9% en moyenne en 1991 dans le monde industriel pris dans son ensemble, soit le rythme global le moins rapide depuis 1982, et a été sensiblement plus faible qu'en 1990 dans presque tous les pays. L'année dernière a également été marquée par la fin du boum des investissements productifs en Europe ainsi qu'au Japon et par la montée du chômage, tandis que les politiques macro-économiques ont buté sur de sérieuses contraintes dans de nombreux pays.

Le recul de la production s'est poursuivi sur l'ensemble ou la plus grande partie de 1991 au Royaume-Uni, en Australie, en Suède, en Finlande et en Nouvelle-Zélande. Par ailleurs, si la récession semble avoir pris fin aux Etats-Unis, au Canada et en Suisse, la croissance y a été pratiquement nulle au cours des quatre trimestres. A l'exception des Etats-Unis, le ralentissement dans ces pays a principalement été la conséquence de la surchauffe

Faible croissance  
en 1991

antérieure ainsi que des tensions inflationnistes qui l'ont accompagnée et qui ont amené les autorités à mettre en œuvre des politiques monétaires d'une grande rigueur. L'infléchissement de l'activité a en général commencé plusieurs trimestres avant le conflit du Golfe; en Australie et en Finlande, son intensité a égalé ou dépassé celle des cycles précédents d'après-guerre. Si, aux Etats-Unis, le repli conjoncturel a été relativement modéré, il a en revanche duré plus longtemps que prévu. Au printemps de 1991, l'activité s'était bel et bien redressée aux Etats-Unis et au Canada, mais s'est essoufflée par la suite, en raison notamment de la reprise moins vigoureuse qu'escompté de la consommation.

Fin de l'expansion  
rapide au Japon

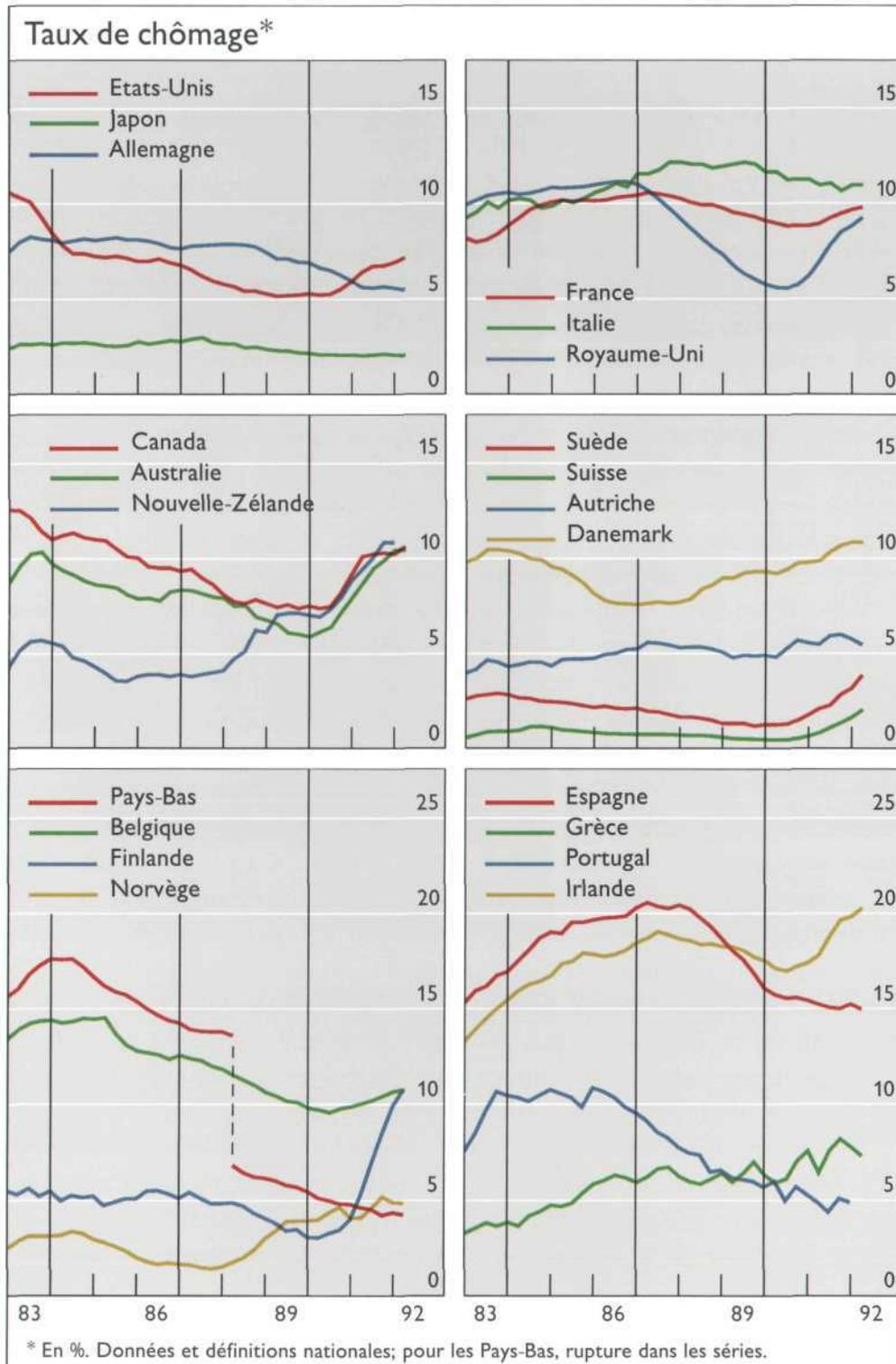
De nouvelles et importantes sources de faiblesse sont apparues l'an dernier, du fait de l'arrêt de l'expansion rapide au Japon et en Allemagne. La croissance de la production globale au Japon s'est fortement ralentie tout au long de 1991 pour s'interrompre au dernier trimestre, tandis que dans la partie occidentale de l'Allemagne l'activité s'est inscrite en recul durant le second semestre. Au Japon, le tassement de la conjoncture a été principalement imputable à la décélération de l'investissement productif et de l'investissement en logements, à partir, il est vrai, d'un rythme de progression exceptionnellement élevé pendant les cinq années précédentes. L'évolution du revenu des ménages, de l'emploi, des taux d'intérêt et des autres composantes clés de la demande y a été plus favorable que dans la plupart des autres pays. Cependant, le marasme persistant des marchés immobiliers et boursiers et la chute brutale de la confiance des entreprises depuis la fin de 1991 ont avivé les craintes au sujet de l'ampleur que le ralentissement de l'activité menaçait de prendre.

Sous l'influence  
de l'Allemagne ...

En Allemagne occidentale, la contraction de l'activité, légèrement amplifiée par le relèvement des impôts du milieu de l'année, reflète également une orientation nettement moins dynamique de la demande. En particulier, celle en provenance des nouveaux Länder, qui a été surtout à l'origine de la croissance en 1990 et au début de 1991, a accusé une forte décélération sous l'effet du tassement des achats par les ménages de biens de consommation durables et du ralentissement des dépenses publiques, principal soutien des dépenses dans cette région. Cette diminution des dépenses publiques a correspondu à des goulets d'étranglement temporaires dans le domaine des investissements en infrastructures et probablement, dans une certaine mesure, à la stabilisation de la production amorcée dans les Länder de la partie orientale vers le milieu de 1991. La croissance moins forte de l'investissement productif au second semestre de 1991 et des exportations au dernier trimestre a constitué un facteur supplémentaire de la décélération de la demande globale en Allemagne.

Le changement de tendance de la croissance dans ce pays a comporté des implications susceptibles de revêtir une grande importance pour les autres pays européens. En 1990, et jusque vers le milieu de 1991, l'expansion rapide des dépenses en Allemagne avait profité à ses partenaires européens en raison de la saturation de plus en plus patente des capacités de production dans la partie occidentale. Du fait notamment de cette situation, les exportations des autres pays européens ont connu un assez vif essor et ont

vigoureusement stimulé le développement de la demande globale. Ce facteur a joué un rôle essentiel dans les performances relativement favorables enregistrées en 1990 en Belgique, en Autriche et aux Pays-Bas, dont les exportations vers l'Allemagne représentent au moins un dixième du total de leur production. Dans la plupart des pays européens, l'incidence bénéfique des ventes à l'Allemagne semble avoir largement compensé les effets de la hausse des taux d'intérêt au cours de cette période.



... la croissance se ralentit en Europe continentale

En 1991, la croissance s'est considérablement ralentie en Autriche, en Belgique et aux Pays-Bas, a continué de reculer en Espagne et au Portugal et s'est montrée très hésitante en France et en Italie. Le ralentissement a été dû, pour une bonne part, à la décroissance des investissements, puisque les exportations étaient demeurées relativement bien orientées au premier semestre. Au second, en revanche, la progression des ventes à l'étranger a commencé à s'infléchir sensiblement, du fait, en grande partie, d'une forte décélération des importations allemandes. La stimulation conjoncturelle fournie par l'Allemagne au reste de l'Europe semble donc s'être progressivement atténuée au cours de l'année.

Aggravation du chômage

La persistance et la propagation de la récession dans les pays industriels ont provoqué une dégradation sérieuse de la situation sur le marché du travail l'an dernier, ce qui a probablement contribué à l'érosion de la confiance des ménages. A l'exception – notable – du Japon, la plupart des pays ont connu soit un arrêt, soit une diminution de la croissance. Pour la première fois depuis 1983, le taux moyen du chômage a augmenté d'environ 1 point dans les pays industriels. D'une manière générale, les taux de chômage ont moins monté que durant la phase de recul conjoncturel du début des années quatre-vingt et demeurent inférieurs aux maximums atteints à cette époque. Une assez vive poussée s'est néanmoins produite dans un certain nombre de pays, en particulier dans ceux qui sont toujours en récession, et les taux enregistrés en Irlande, en Australie et dans plusieurs pays nordiques se situent à présent à leurs plus hauts niveaux depuis plus de trois décennies.

Quelques progrès dans la lutte contre l'inflation

Par suite en grande partie de la baisse des cours du pétrole et d'autres matières premières, l'inflation moyenne des pays industriels est tombée à 4,1% sur les douze mois de 1991, contre 5,7% en 1990. L'inflation sous-jacente n'a toutefois guère varié pour le groupe considéré dans son ensemble. Quelques pays sont cependant parvenus à ralentir substantiellement la hausse des prix et à atténuer les tensions sous-jacentes sur les coûts de production par rapport aux niveaux élevés précédents; il s'agit plus spécialement du Royaume-Uni et de l'Australie, où les augmentations de salaires ont été pratiquement réduites de moitié, ainsi que du Canada, de la Suède, de la Finlande et de l'Islande. L'inflation sous-jacente s'est stabilisée ou légèrement inscrite en recul aux Etats-Unis, au Japon et dans un certain nombre d'autres pays, mais, dans la plupart des cas, elle s'est maintenue bien au-dessus de la moyenne de 1986–88. En Allemagne occidentale, en revanche, les tensions inflationnistes sous-jacentes ont continué de s'intensifier en 1991, du fait essentiellement de la forte accélération des augmentations de salaires depuis 1989.

Réduction des taux d'intérêt en Amérique du Nord et au Japon ...

Comme les tensions inflationnistes ont diminué ou ont été contenues à des niveaux modérés, les autorités américaines et japonaises se sont explicitement engagées sur la voie d'une réduction notable des taux d'intérêt en 1991. Aux Etats-Unis, les taux à court terme nominaux ont baissé de plus de 2½ points durant l'année, tombant ainsi à leur plus faible niveau depuis près de vingt ans, alors qu'au Japon ils ont reculé de quelque 2 points. Fin 1991, les taux à long terme réels s'établissaient dans les deux pays à leurs

niveaux minimums depuis le début des années quatre-vingt. Les taux d'intérêt ont également enregistré une forte baisse au Canada et en Australie ainsi qu'au Royaume-Uni au premier semestre de 1991. Les signes de reprise des investissements en logements au Canada et aux Etats-Unis donnent à penser que l'allègement du coût de l'argent commence à stimuler l'activité globale.

En Europe continentale, la détente des taux a été nettement moins prononcée qu'aux Etats-Unis ou au Japon, tandis que les taux réels sont demeurés élevés. En Allemagne, les taux d'intérêt à court terme ont continué de monter en raison de la poursuite de la lutte contre l'inflation. Dans la plupart des autres pays européens, le loyer de l'argent à court terme, qui se situait généralement assez près des taux allemands, soit est resté inchangé, soit s'est inscrit seulement en légère baisse. Une forte réduction des taux à des niveaux nettement inférieurs à ceux en vigueur en Allemagne eût été incompatible avec le maintien d'une configuration de taux de change que presque tous les pays européens se sont officiellement ou officieusement

... mais peu de changements en Europe continentale

Hausse des prix à la consommation							
Pays	1981-85	1986-89	1990	1991			1992
			Déc.	Juin	Sept.	Déc.	Mars
	moyenne annuelle		variation en % en glissement sur douze mois <sup>1</sup>				
Etats-Unis	5,5	3,6	6,1	4,7	3,4	3,1	3,2
Japon	2,8	0,9	3,8	3,4	2,7	2,7	2,0
Allemagne	3,9	1,0	2,8	3,5	3,9	4,2	4,8
France	9,6	3,0	3,4	3,3	2,6	3,1	3,2
Italie	13,9	5,6	6,4	6,9	6,2	6,0	5,5
Royaume-Uni	7,2	5,1	9,3	5,8	4,1	4,5	4,0
Canada	7,4	4,4	5,0	6,3	5,4	3,8	1,6
Afrique du Sud	14,0	15,5	14,6	15,2	15,4	16,2	15,8
Australie	8,3	8,1	6,9	3,4	3,3	1,5	1,7
Autriche	4,9	1,9	3,5	3,8	3,2	3,1	4,1
Belgique	7,0	1,8	3,5	3,6	2,5	2,8	2,7
Danemark	7,9	4,3	1,9	2,9	1,8	2,3	2,6
Espagne	12,2	6,4	6,5	6,2	5,7	5,5	6,9
Finlande	8,5	4,7	4,9	4,2	3,3	3,9	2,8
Grèce	20,7	16,6	22,9	18,9	18,2	18,0	18,3
Irlande	12,3	3,3	2,7	3,1	3,5	3,6	3,7
Israël	195,4	25,5	17,6	19,3	20,9	18,0	17,3
Norvège	9,0	6,8	4,4	3,5	3,3	2,9	2,5
Nouvelle-Zélande	12,0	10,2	4,9	2,8	2,2	1,0	0,8
Pays-Bas	4,2	0,3	2,6	3,3	4,4	4,9	4,2
Portugal	23,2	10,8	13,7	12,6	10,2	9,6	8,5
Suède	9,0	5,2	10,9	10,3	8,3	8,1	2,6
Suisse	4,3	1,8	5,3	6,6	5,7	5,2	4,9
Turquie	38,3	53,6	60,4	64,9	66,9	71,1	78,7
Moyenne <sup>2</sup>	7,0	3,7	5,7	5,0	4,2	4,1	3,9

<sup>1</sup> Chiffres trimestriels pour l'Australie, l'Irlande et la Nouvelle-Zélande. <sup>2</sup> Chiffres établis sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1989.  
Sources: données nationales.

engagés à respecter. L'abaissement des taux directeurs en France, puis en Suède, a dû être partiellement inversé par la suite, tandis que l'assouplissement des taux débiteurs de base au Royaume-Uni a été stoppé, en grande partie pour les mêmes raisons. L'évolution des taux d'intérêt nominaux est en effet devenue étroitement synchronisée dans les pays européens, de sorte que la France et quelques autres pays à inflation relativement faible ont à présent des taux d'intérêt réels plus élevés que l'Allemagne.

Les politiques budgétaires ont également été soumises à d'importantes contraintes dans nombre de pays industriels. Le déficit budgétaire des administrations publiques de ce groupe de pays a atteint en moyenne quelque 2,5% du PIB en 1991, soit environ  $\frac{3}{4}$  point de plus que durant l'année précédente et près de  $1\frac{1}{2}$  point de plus qu'en 1989. Cette détérioration a été due en grande partie au ralentissement de l'activité économique. A l'exception de l'Allemagne, les budgets n'ont généralement fourni qu'un stimulant très modeste ou, comme en France, au Canada et dans plusieurs autres pays, ont restreint l'activité par une neutralisation partielle de l'action des stabilisateurs automatiques au travers de la limitation des dépenses ou de l'augmentation des impôts. Les propositions budgétaires actuelles donnent à penser de surcroît que, mis à part le Royaume-Uni et dans une moindre mesure la France et l'Italie, les politiques budgétaires revêtiront un caractère légèrement plus restrictif en 1992 qu'en 1991, étant donné que des programmes d'assainissement des budgets publics sont à présent mis en œuvre aux Etats-Unis, au Canada et dans divers autres pays.

### Comparaison du cycle actuel avec les phases précédentes de recul conjoncturel

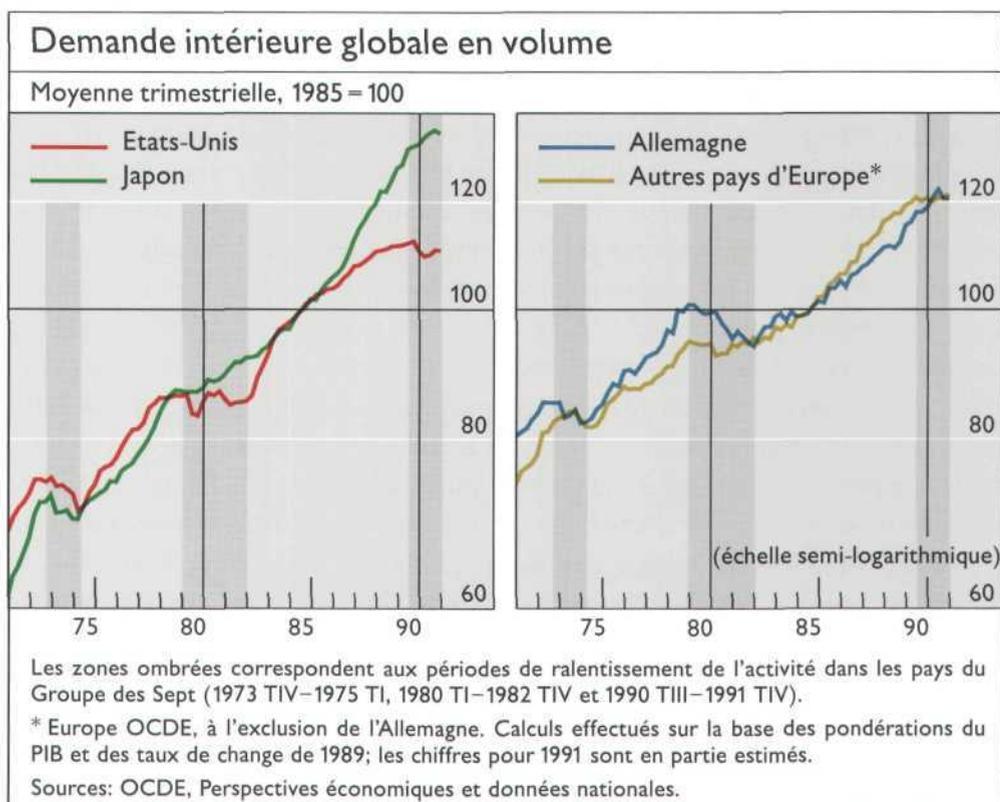
L'année 1991 a marqué la troisième phase de recul général de l'activité économique dans les pays industriels depuis les années soixante. La comparaison avec les données antérieures confirme que le ralentissement conjoncturel a été dans l'ensemble moins prononcé qu'au milieu des années soixante-dix et qu'au début des années quatre-vingt, du fait notamment que les facteurs, principalement l'inflation, à l'origine des récessions précédentes ont été plus favorables dans le cycle actuel. Le ralentissement s'est néanmoins poursuivi plus longtemps que prévu dans certains pays et les contraintes affectant généralement la demande se révèlent à présent plus sévères qu'escompté. Deux éléments semblent avoir été surtout responsables de cette situation. Tout d'abord, les ajustements structurels opérés par le secteur privé aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans plusieurs autres pays pour alléger ses charges et déséquilibres financiers ont freiné la demande davantage que dans les cycles antérieurs. Ensuite, l'inflation en Europe, tout en ayant reculé fortement en moyenne par rapport aux deux décennies précédentes, demeure ou est devenue une préoccupation importante dans plusieurs pays clés, et plus spécialement en Allemagne. De ce fait, et compte tenu des contraintes imposées par le SME, les taux d'intérêt réels se sont maintenus à un niveau élevé en Europe, malgré le tassement de l'activité.

Les deux cycles conjoncturels antérieurs, ayant respectivement débuté en 1974 et 1980, ont été déclenchés tous deux par un renchérissement brutal des cours du pétrole, mais les retournements à la baisse du cycle économique qui s'ensuivirent ont revêtu un caractère fort différent. Le premier, qui a succédé à un quasi-quadruplement des prix pétroliers en 1973, a provoqué en l'espace de quelques trimestres une vive contraction de la production dans presque tous les pays industriels, à l'exception du Canada, contraction qui, dans la plupart des cas et d'une manière globale, s'est révélée la plus sévère de la période d'après-guerre. Cependant, en une douzaine de mois, elle a fait place, en général, à une reprise assez vigoureuse. En revanche, les reculs conjoncturels de 1980 et 1981, consécutifs au triplement des cours du pétrole de 1979-80, ont été dans l'ensemble plus modérés, mais l'activité, et plus spécialement la demande intérieure, a manqué de dynamisme pendant plus longtemps. La croissance enregistrée en 1980-82 a été la plus lente de toute la période comparable de l'après-guerre. Le développement de la demande intérieure s'est situé en moyenne à moins de 0,3% par an dans les pays industriels de 1980 à 1982, contre une moyenne de 1,3% durant les trois années qui ont suivi le premier choc pétrolier. La faiblesse de l'activité a été particulièrement persistante en Europe, surtout en Allemagne, où la demande intérieure s'est maintenue au-dessous du maximum de 1979 jusqu'en 1985.

Faiblesse prolongée au début des années quatre-vingt

Comparée aux deux périodes précédentes, la phase de ralentissement actuel s'est révélée, à de nombreux égards, modérée jusqu'à présent. La production a progressé dans l'ensemble des pays industriels en 1991, alors qu'elle s'inscrivait en baisse en 1975 et 1982. Aux Etats-Unis et au Canada,

Retournement à la baisse moins prononcé que lors des récessions précédentes ...



la récession a été environ moitié moins grave qu'en 1980–82, mais elle a été extrêmement sévère en Australie et en Finlande.

L'affaiblissement des principales composantes de la demande a aussi été nettement moins prononcé que précédemment. En particulier, l'investissement productif et la consommation ont été mieux orientés en 1991 qu'au cours des deux cycles antérieurs, qu'il s'agisse de l'évolution moyenne ou de celle constatée dans la plupart des pays; à quelques exceptions notables près, la même observation s'applique aux investissements en logements. De plus, le ralentissement de l'investissement productif succède à un boom extrêmement vigoureux en Europe et au Japon durant la seconde moitié des années quatre-vingt. Au cours de cette période, les dépenses d'investissement, en hausse de près de 50% en Europe et de près des deux tiers au Japon, ont été sensiblement plus dynamiques que durant les phases d'expansion qui ont précédé les récessions de 1974–75 et 1980–82.

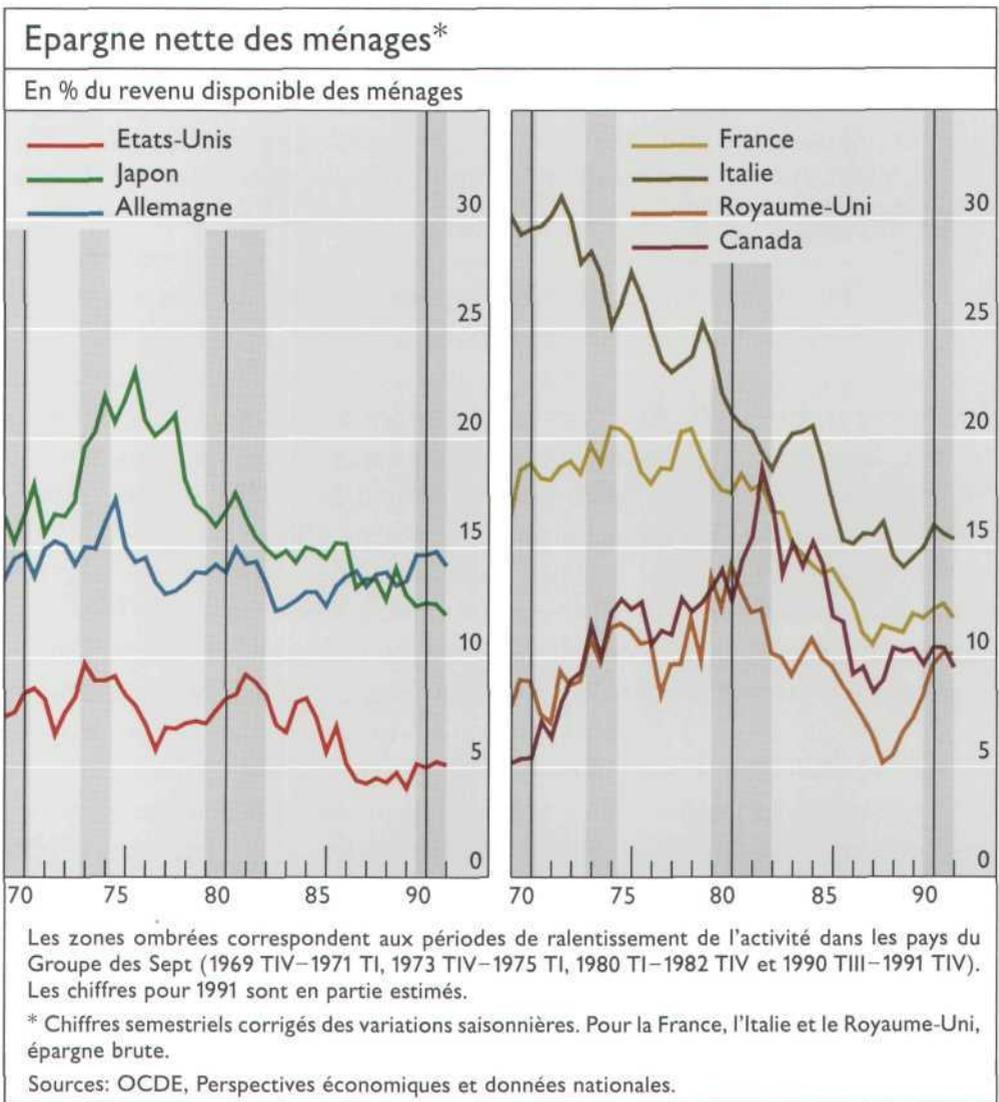
... mais quelques exceptions notables

A signaler, cependant, quelques cas particuliers. Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en France, la consommation a été légèrement plus faible par rapport à l'activité globale que durant les cycles passés. Les ventes d'automobiles aux Etats-Unis, dans de nombreux pays européens et au Japon ont marqué un palier ou se sont inscrites en baisse pendant deux longues années. Au Royaume-Uni et dans plusieurs pays nordiques, le secteur du logement a été particulièrement déprimé, au même titre d'ailleurs que l'investissement dans l'immobilier d'entreprise aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et en Norvège.

Fluctuation moins marquée des stocks et de l'épargne des ménages

Deux autres différences par rapport aux cycles antérieurs permettent de comprendre, d'une certaine façon, pourquoi la vive reprise constatée après 1975, et brièvement en 1980, ne s'est pas produite dans le cas présent. Les variations des investissements en stocks, qui ont souvent exercé une forte influence dans le passé sur le rythme et l'ampleur du retournement conjoncturel, ont été moins prononcées dans l'ensemble, principalement aux Etats-Unis mais aussi, dans une large mesure, dans d'autres grands pays. L'instabilité moindre de cette composante de la demande reflète essentiellement une gestion plus tendue des stocks, par suite notamment de taux d'intérêt réels relativement élevés. De plus, les taux d'épargne des ménages ont été caractérisés, ces dernières années, par une variabilité généralement moins forte qu'au cours des cycles précédents. En revanche, avant les pics conjoncturels qui ont précédé les récessions de 1974 et 1981–82, les taux d'épargne s'étaient généralement orientés à la hausse, pour ensuite s'inscrire en recul pendant plusieurs trimestres après l'amorce de la phase descendante, fournissant ainsi une impulsion à la consommation, qui a été largement absente en 1991. Le Royaume-Uni constitue une exception importante à cet égard, puisque le taux d'épargne des ménages y a presque doublé depuis 1988, après avoir baissé de plus de moitié au cours des sept années précédentes. C'est ce qui explique en grande partie l'extrême faiblesse de la consommation dans ce pays.

La relative modération du recul conjoncturel actuel est principalement due au fait que la hausse des cours du pétrole et la poussée des coûts intérieurs, facteurs déterminants des récessions précédentes, ont été moins



marquées, en termes généraux tout au moins. En particulier, le renchérissement des cours du pétrole en 1990 a été nettement plus faible qu'en 1973 et 1979 et il s'est rapidement inversé; son incidence sur les revenus réels a donc été très limitée et n'a été que passagère. Les cours d'autres matières premières n'ont pas non plus augmenté dans les mêmes proportions que précédemment et, dans certains cas, ils ont fortement baissé.

Plus important encore est le caractère relativement peu marqué, à quelques exceptions notables près, des tensions inflationnistes sous-jacentes qui ont précédé la phase actuelle. Avant les récessions de 1974 et 1980-82, les tensions sur les coûts intérieurs s'étaient considérablement intensifiées et avaient entraîné la mise en œuvre d'une politique de rigueur monétaire et une vive hausse des taux d'intérêt, ce qui avait fortement accentué le tassement de l'activité. La poussée des coûts avait été particulièrement prononcée au Japon avant le premier choc pétrolier et le recul conjoncturel qui s'ensuivit fut le pire que ce pays ait connu depuis la fin de la guerre. Dans la plupart des pays cependant, les autorités eurent tôt fait d'assouplir leur politique après la récession de 1974; par la suite, la reprise fut encore stimulée par d'importantes mesures de relance budgétaire en Europe et au

Japon. A la fin des années soixante-dix, les tensions sous-jacentes des coûts intérieurs dans les plus grands pays industriels, à l'exception du Japon, étaient aussi fortes, voire plus fortes, qu'au début des années soixante-dix et plus profondément enracinées. Aussi, les autorités monétaires des Etats-Unis et de la majorité des grands pays européens ont continué de freiner l'activité beaucoup plus longtemps que durant le cycle précédent. Au Japon, et un peu plus tard en Europe, la demande a été en outre affaiblie par un assainissement de grande ampleur des finances publiques, destiné à réduire les déficits budgétaires et à ralentir la progression rapide de l'endettement public.

Globalement, les tensions inflationnistes ont été moins vives ...

Globalement, les tensions inflationnistes, qui étaient principalement à l'origine de l'apathie prolongée de l'activité au début des années quatre-vingt, sont à présent nettement moins vives. Avant la phase descendante actuelle, l'inflation et les tensions sous-jacentes sur les coûts ont été sensiblement plus faibles en moyenne dans la plupart des pays. Pour cette raison notamment, le resserrement monétaire et le relèvement des taux d'intérêt ont été moins prononcés. Aux Etats-Unis, et dans une certaine mesure au Japon, les autorités ont donc pu abaisser le loyer de l'argent un peu plus tôt que lors du cycle précédent. Enfin, comme dans le passé, le ralentissement de l'activité a été généralement fort sévère dans les pays aux prises avec les problèmes d'inflation les plus sérieux.

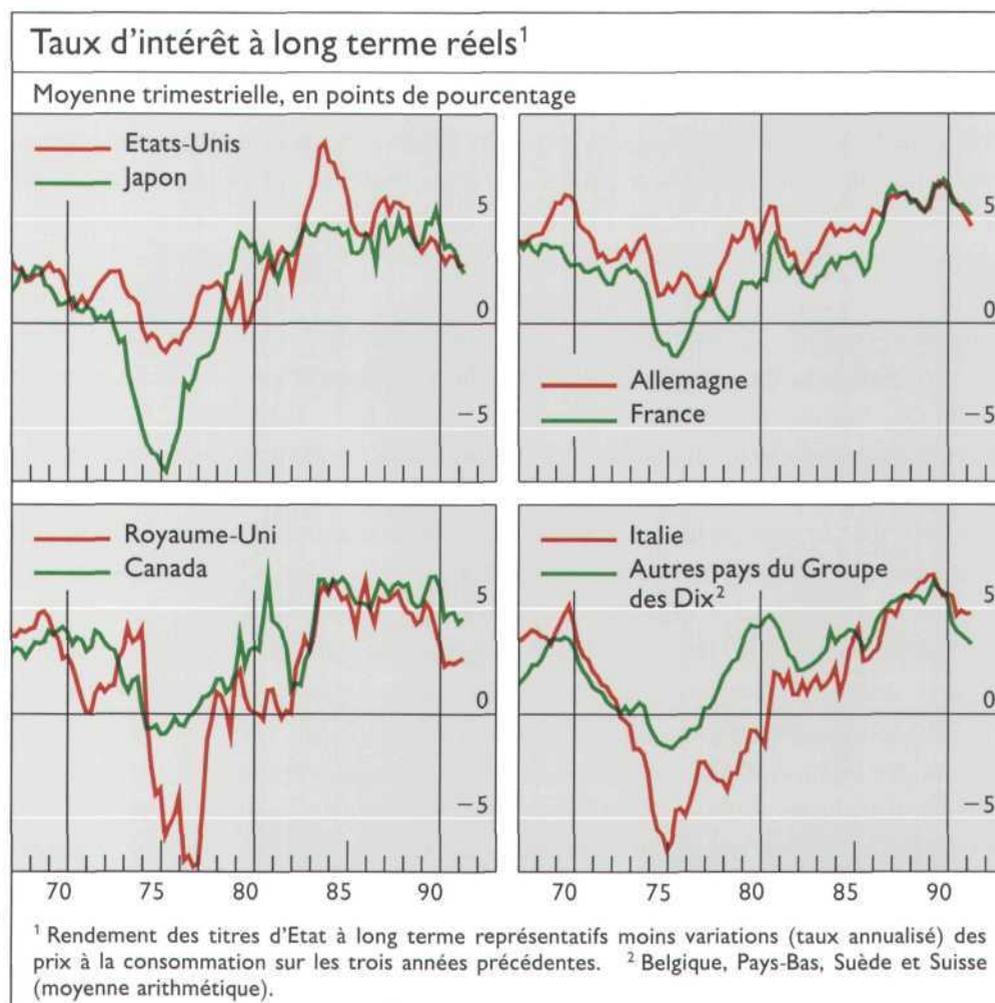
... mais les déséquilibres financiers du secteur privé plus prononcés

Deux aspects de la situation actuelle risquent néanmoins de poser davantage de problèmes. Tout d'abord, les difficultés et les déséquilibres financiers résultant de charges d'endettement élevées, de la détérioration de la qualité et de la baisse des prix des actifs ont joué un rôle nettement plus marqué dans la présente phase de ralentissement qu'au cours des cycles précédents. L'analyse à la fin de ce chapitre montre que, à l'exception dans une certaine mesure des Etats-Unis, les contraintes affectant l'offre de crédit n'ont exercé jusqu'à présent aucune incidence notable sur la dépense globale. Au Japon cependant, les restrictions du crédit risquent d'entraver plus sérieusement l'activité au cas où la baisse des prix des actifs conduirait à une nouvelle et importante détérioration des bilans des institutions financières. L'analyse indique par ailleurs que le fardeau de l'endettement relativement lourd, notamment dans le secteur des ménages, conjugué au fléchissement des prix de l'immobilier et des cours des actions, a amplifié et prolongé l'affaiblissement de la demande dans plusieurs grands pays. C'est ainsi que l'accroissement du taux d'épargne et l'atonie exceptionnelle de la consommation et du marché du logement au Royaume-Uni semblent dus en partie aux efforts entrepris par les ménages pour ramener leur endettement à des niveaux plus supportables. De même, mais à un degré moindre, des ajustements de bilan ont été opérés aux Etats-Unis comme en Norvège et en Suède. Il est très difficile de prédire jusqu'où iront les ajustements dans ces pays. En outre, le marasme inhabituel du secteur de l'immobilier d'entreprise aux Etats-Unis, en Australie, en Norvège et, dans une certaine mesure, au Royaume-Uni est fondamentalement imputable à l'accumulation de capacités excédentaires alimentée par l'abondance relative du crédit durant la phase d'expansion précédente.

Deuxièmement, l'inflation est devenue un sujet de préoccupation plus sérieux en Europe que ne le révèlent les résultats globaux, en raison surtout des problèmes de l'Allemagne. Ainsi, les hausses de salaires et de rémunérations en Allemagne ont pratiquement rejoint en 1991 leurs maximums du début des années quatre-vingt. Les expériences passées de nombreux pays industriels indiquent qu'une réduction substantielle des tensions sous-jacentes des salaires et des coûts s'accompagne presque toujours d'un ralentissement important et prolongé de la croissance de la production. De plus, l'inflation en Allemagne a été moins sensible à la baisse d'activité que dans les autres grands pays industriels. Certes, les conditions actuelles se prêtent peut-être mieux à une modération des revendications salariales que dans le passé. Les tensions sur les prix et les coûts sont, en particulier, plus fortes et probablement moins profondément enracinées en Allemagne. L'expérience antérieure tendrait néanmoins à prouver que, dans ce pays, de nombreuses années de croissance largement en deçà du potentiel peuvent se révéler nécessaires pour ramener l'inflation salariale aux niveaux observés au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt.

La montée de l'inflation en Allemagne ...

Le resserrement monétaire induit par l'aggravation des tensions inflationnistes a conduit à une hausse sensible des taux d'intérêt nominaux en Allemagne ces dernières années et à des relèvements parallèles en France,

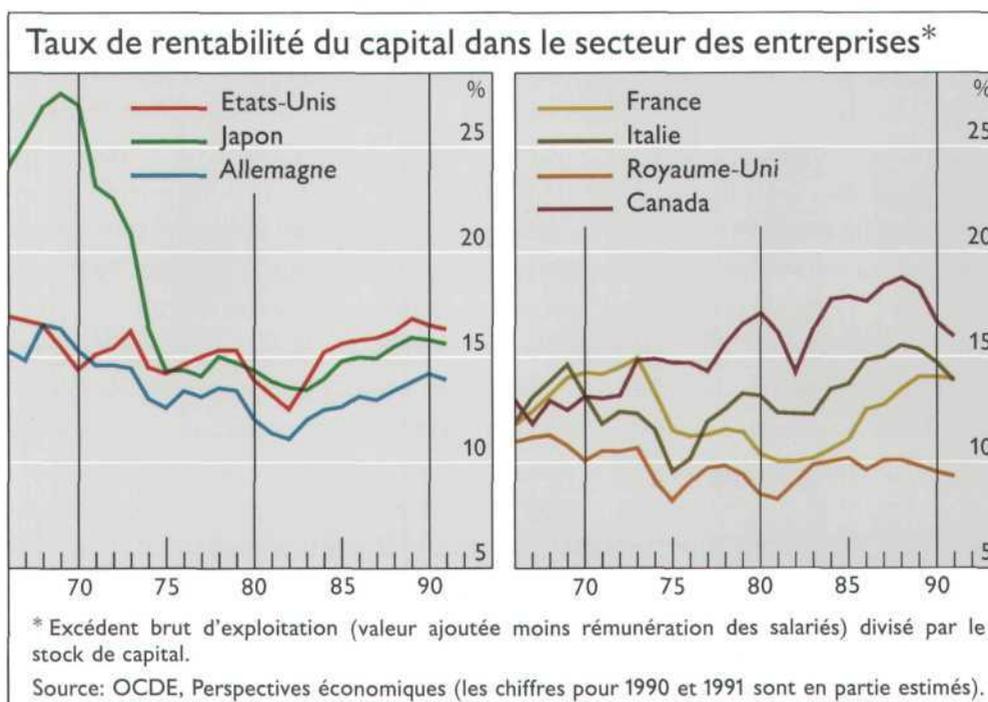


... a maintenu les taux d'intérêt à un niveau élevé dans toute l'Europe

en Italie et dans les autres pays participant au MCE étroit. Les corrélations entre les taux d'intérêt nominaux en Europe ont été beaucoup plus grandes que dans les cycles précédents du fait de l'élargissement du SME et de la plus grande mobilité des flux financiers entre ses membres. Comme le montre le graphique ci-après, les taux d'intérêt réels enregistrent aussi une forte hausse. Certes, il est difficile de mesurer de façon précise les taux d'intérêt réels; leur véritable niveau a été presque certainement supérieur durant les années soixante-dix et au début des années quatre-vingt à ce qui est indiqué dans le graphique, puisqu'une grande partie de l'accélération de l'inflation au cours de ces périodes n'était pas anticipée. Il n'en demeure pas moins que le niveau actuel des taux d'intérêt réels en Allemagne et dans la majorité des pays d'Europe continentale, et plus spécialement dans ceux à inflation plus faible, est particulièrement élevé par rapport aux chiffres des années antérieures et se situe sensiblement au-dessus de celui de la phase descendante de 1980-82. Les taux réels dans ces pays sont également supérieurs à ceux des Etats-Unis et du Japon, et l'écart s'est élargi au cours des douze derniers mois.

Incidence incertaine sur la dépense

Il est difficile d'évaluer l'incidence des taux d'intérêt réels sur la dépense. Les taux réels se sont maintenus à un niveau élevé durant les années quatre-vingt par rapport à ceux des années soixante-dix et, dans la plupart des pays, des années soixante. Cependant, comme mentionné précédemment, la seconde moitié de la décennie a été marquée par le boum le plus vigoureux et le plus généralisé de l'investissement productif fixe des entreprises à la fois en Europe et au Japon depuis les années soixante. La simultanéité de l'essor de l'investissement et de la cherté de l'argent en termes réels s'explique probablement en partie par l'amélioration substantielle des taux de profit pendant les années quatre-vingt, indiquée dans le graphique ci-dessous. C'est en Europe et au Japon tout particulièrement



que l'investissement a également été stimulé durant les années quatre-vingt par les efforts entrepris en vue d'économiser de la main-d'œuvre et, plus généralement, de réduire les coûts, compte tenu de la nécessité de préserver la compétitivité internationale devant l'appréciation des cours de change. L'investissement en Europe s'est en outre ressenti favorablement de la préparation des entreprises à l'avènement du marché unique.

Cependant, l'affaiblissement de l'investissement dans la majorité des pays européens, qui, dans de nombreux cas, a précédé le ralentissement de l'activité en Allemagne, donne à penser que les taux d'intérêt réels commencent à exercer à présent un effet restrictif plus marqué sur la dépense qu'au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt. Plusieurs facteurs qui ont traditionnellement joué un rôle important dans les décisions d'investissement, en particulier le taux de profit et la confiance des chefs d'entreprise, se sont fortement détériorés l'an passé, même si, dans la plupart des cas, ils demeurent plus favorables que durant la dernière phase de recul. La bonne tenue de l'investissement, dans ces conditions et compte tenu de la persistance de taux d'intérêt réels élevés, constitue un facteur déterminant de l'évolution des perspectives à moyen terme des économies européennes.

## Evolution dans les divers pays

### *Les trois principales économies*

La récession aux *Etats-Unis* s'est apparemment terminée au début de 1991 mais n'a pas été suivie d'une véritable reprise. La croissance, tirée par la consommation, a connu une embellie au printemps de 1991, mais a tourné court au fil des mois devant le nouvel affaiblissement de la consommation. L'investissement des entreprises a reculé en 1991, en dépit de la poursuite de l'essor des exportations et de quelques signes de reprise dans le secteur du logement au deuxième trimestre.

La reprise aux  
Etats-Unis  
s'émousse

Le marasme persistant de l'économie américaine reflète, pour une large part, les ajustements opérés bien avant la contraction de l'activité de 1990. Les dépenses des ménages se sont ressenties, en particulier dans le domaine du logement, des automobiles et des autres biens de consommation durables, des efforts de réduction du fardeau de l'endettement accumulé pendant la précédente période d'expansion. Les facteurs structurels tels que les réorganisations des entreprises ont conduit à des pertes d'emplois plus importantes et plus généralisées durant le cycle actuel, surtout dans les services, ce qui a probablement contribué à la chute exceptionnelle de la confiance des ménages. De même, la stagnation des investissements productifs au cours des douze derniers mois reflète, pour une bonne part, le recul persistant, depuis 1985, des dépenses au titre de la restructuration des entreprises. La faiblesse de cette composante de la demande est principalement imputable aux surcapacités considérables dans le bâtiment au début de la décennie; les dépenses de construction des entreprises pourraient rester déprimées pendant quelque temps, étant donné que le taux d'inoccupation des immeubles d'entreprise demeure élevé par comparaison avec le passé.

Poursuite des  
ajustements  
structurels

Vigueur des exportations

Les exportations, en hausse de près de 7% en termes réels pendant les quatre trimestres de 1991, ont constitué une exception notable à l'atonie générale de la demande. Leur essor traduit des gains significatifs de parts de marché dans les pays industriels, du fait principalement de la position concurrentielle relativement favorable des industries exportatrices américaines et de l'accroissement des importations des pays d'Amérique latine.

Taux d'intérêt plus bas ...

Hormis les exportations, les perspectives de redémarrage de l'activité dépendent dans une large mesure d'un redressement des dépenses des ménages, à la faveur d'un allègement du coût de l'argent. Par suite de la persistance de signes d'atténuation de l'inflation sous-jacente et de la poursuite de l'affaiblissement conjoncturel, la politique monétaire a été considérablement assouplie en 1991. Les taux d'intérêt du marché se sont sensiblement détendus et, à la fin de 1991, les taux longs, y compris les taux hypothécaires, se situaient à leurs plus bas niveaux depuis près de cinq ans. La baisse des taux d'intérêt a réduit le poids du service de la dette des ménages et permis à un plus grand nombre d'entre eux d'accéder au crédit au logement. Grâce notamment à la diminution des charges d'endettement, les ménages et les entreprises ont pu alléger dans une certaine mesure leur endettement en 1991.

... mais déficits budgétaires élevés

Les possibilités de relance de l'économie par la voie budgétaire ont été sérieusement limitées par l'ampleur du déficit du budget fédéral, qui a représenté 4,8% du PIB pour l'exercice 1991, soit un taux proche du maximum de 5,2% de l'exercice 1986. Outre les paiements visant à renflouer le fonds d'assurance des dépôts bancaires, la progression par rapport à l'exercice 1990 a été principalement attribuable à l'affaiblissement de l'activité économique, et l'on s'attend à une forte aggravation du déficit en 1992 pour la même raison. La contribution du budget fédéral à l'activité économique a été légèrement moindre en 1991 qu'après les phases antérieures de ralentissement. Un nouvel assainissement au cours des prochaines années est stipulé dans l'accord budgétaire de 1990. Enfin, l'effet restrictif du budget fédéral a été notablement amplifié par le relèvement des impôts et la compression des dépenses dans de nombreux Etats aux prises avec des situations budgétaires nettement plus défavorables que durant les cycles précédents.

Décélération brutale au Japon

Au Japon, l'activité économique s'est ralentie progressivement, mais plus fortement qu'on ne l'avait escompté en 1991, son taux de croissance tombant à son plus bas niveau depuis 1986. La demande extérieure nette est intervenue pour plus d'un tiers dans l'accroissement du PNB; sur les quatre trimestres de 1991, l'expansion de la demande intérieure a été la plus faible depuis 1983. Cette décélération reflète l'essoufflement inévitable de l'essor exceptionnel des investissements mentionné précédemment. Les investissements en logements ont commencé à reculer en 1990 à partir, il est vrai, de niveaux inhabituellement élevés, et leur baisse persistante en 1991 s'est traduite par une diminution de près de  $\frac{3}{4}$  point de l'accroissement du PNB. Les investissements productifs qui se sont accrus à un rythme annuel moyen de plus de 10% entre 1988 et 1990 ont connu une forte décélération en 1991. Le mouvement de contraction de la demande a pris

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

Pays et période	PNB/PIB <sup>1</sup>	Demande intérieure globale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investissement fixe non résidentiel du secteur privé <sup>3</sup>
			Consommation privée	Dépenses publiques <sup>2,3</sup>	Investissement fixe global du secteur privé <sup>3</sup>	Variation des stocks <sup>4</sup>	Exportations nettes <sup>4</sup>	
variation en %								
<b>Etats-Unis</b>								
1982-89 moyenne	3,7	3,9	3,7	3,2	4,4	0,2	-0,3	3,2
1989	2,5	1,9	1,9	1,5	0,4	0,3	0,6	2,2
1990	1,0	0,5	1,2	3,2	-1,6	-0,7	0,6	1,2
1991	-0,7	-1,3	-0,1	0,9	-7,6	-0,3	0,7	-6,7
1991 TIV <sup>5</sup>	0,4	0,1	0,5	-1,6	-5,7	0,9	0,3	-7,1
<b>Japon</b>								
1982-89 moyenne	4,3	4,5	3,8	1,4	8,4	0,1	-0,2	9,6
1989	4,8	5,8	4,3	0,1	12,5	0,2	-0,9	16,5
1990	5,3	5,5	4,3	3,3	10,7	-0,2	-0,3	12,4
1991	4,4	3,0	2,6	3,7	3,3	0,1	1,4	6,2
1991 TIV <sup>5</sup>	3,2	1,9	3,0	4,2	-1,8	0,1	1,3	1,5
<b>Allemagne</b>								
1982-89 moyenne	2,5	2,5	2,2	1,2	3,4	0,3	0,2	4,7
1989	3,9	2,7	2,1	-1,1	7,4	0,4	1,2	8,5
1990	4,7	4,7	4,6	2,5	9,7	-0,3	0,1	10,5
1991	3,2	3,0	2,5	0,9	7,4	-0,1	0,3	8,6
1991 TIV <sup>5</sup>	0,9	1,6	1,0	3,4	2,8	-0,3	-0,6	0,2
<b>France</b>								
1982-89 moyenne	2,5	2,6	2,5	2,3	3,0	0,0	-0,2	3,9
1989	4,1	3,7	3,3	0,8	7,6	0,2	0,3	7,8
1990	2,2	2,6	2,9	2,2	2,7	-0,1	-0,4	4,3
1991	1,1	0,9	1,4	4,2	-2,1	-0,5	0,2	-2,1
1991 TIV <sup>5</sup>	1,8	0,9	2,1	3,1	-1,7	-0,7	0,9	-3,9

Voir notes et sources du tableau ci-contre.

de l'ampleur par la suite, du fait d'un ralentissement sensible de la consommation et des exportations et d'un début d'ajustement des stocks, qui avaient fortement progressé par rapport aux ventes. On s'attend qu'une réduction importante des stocks vienne peser sur la dépense globale pendant la plus grande partie de 1992.

Il n'en demeure pas moins que nombre de composantes essentielles de la demande tendancielle demeurent relativement bien orientées. La croissance de l'emploi et des revenus des ménages ne s'est que très faiblement ralentie. Si les bénéfices des entreprises sont en recul, c'est par rapport à des niveaux fort élevés. Surtout, la situation est sensiblement meilleure sur le plan de l'inflation et du budget que dans la plupart des autres pays industriels. Les prix à la consommation ont augmenté de moins de 3% en 1991 et les hausses de salaires continuent à être plus tempérées,

Une situation de hausse des prix et de taux d'intérêt relativement favorable

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

Pays et période	PNB/PIB <sup>1</sup>	Demande intérieure globale	Composantes de la demande					Pour mémoire: investissement fixe non résidentiel du secteur privé <sup>3</sup>
			Consommation privée	Dépenses publiques <sup>2,3</sup>	Investissement fixe global du secteur privé <sup>3</sup>	Variation des stocks <sup>4</sup>	Exportations nettes <sup>4</sup>	
variation en %								
<b>Italie<sup>6</sup></b>								
1982-89 moyenne	2,8	3,3	3,0	2,7	3,2	0,0	-0,3	n.d.
1989	3,0	3,0	3,6	0,9	4,6	-0,3	-0,1	5,2
1990	2,2	2,4	2,8	1,3	3,3	-0,2	-0,3	3,1
1991	1,4	2,3	2,8	1,7	0,9	0,1	-0,9	0,7
1991 TIV <sup>5</sup>	1,5	2,8	2,7	1,4	3,8	0,1	-1,3	6,3
<b>Royaume-Uni</b>								
1982-89 moyenne	3,5	4,4	4,6	1,0	8,6	0,2	-1,1	9,8
1989	2,3	3,3	3,5	3,0	5,0	-0,3	-1,2	8,1
1990	1,1	-0,1	0,8	3,5	- 3,9	-0,7	1,1	- 1,1
1991	-2,3	-3,1	-1,7	0,9	-10,7	-0,6	1,2	-11,9
1991 TIV <sup>5</sup>	-1,5	-1,6	-1,3	0,4	- 8,6	0,4	0,6	-10,4
<b>Canada</b>								
1982-89 moyenne	4,1	4,7	4,2	2,4	6,5	0,4	-0,7	5,5
1989	2,5	3,8	3,2	3,6	5,2	0,1	-1,3	6,0
1990	0,5	-0,2	1,3	3,6	- 4,6	-0,9	0,8	- 3,2
1991	-1,5	-0,5	-1,1	2,2	- 3,9	0,4	-0,5	- 1,9
1991 TIV <sup>5</sup>	-0,2	1,4	-0,8	1,0	4,1	0,9	-1,4	3,2
<b>Moyenne<sup>7</sup></b>								
1982-89 moyenne	3,6	3,8	3,5	2,4	5,8	0,2	-0,3	6,1
1989	3,3	3,3	2,8	1,2	6,5	0,2	0,0	8,8
1990	2,5	2,3	2,4	3,0	4,0	-0,5	0,3	5,9
1991	1,0	0,5	0,9	1,5	- 1,6	-0,1	0,6	- 0,2
1991 TIV <sup>5</sup>	1,1	0,9	1,2	0,5	- 2,5	0,4	0,3	- 2,2

<sup>1</sup> PNB pour le Japon et l'Allemagne. <sup>2</sup> Consommation publique et investissement fixe public. <sup>3</sup> Pour l'Allemagne (1991 TIV) et l'Italie (ensemble des années), les dépenses publiques comprennent uniquement la consommation publique; l'investissement fixe global du secteur privé inclut l'investissement public et l'investissement fixe non résidentiel du secteur privé ne comprend que les machines et les équipements. <sup>4</sup> Contribution en points de pourcentage à la croissance du PNB/PIB. <sup>5</sup> Variation sur quatre trimestres. <sup>6</sup> La moyenne pour 1982-89 est établie sur la base des comptes aux prix de 1980. Les chiffres pour les années 1989 à 1991 sont établis sur la base des prix de 1985. <sup>7</sup> Pondérations proportionnelles au PIB et aux composantes de la demande de 1989.

Sources: OCDE et données nationales.

même si la situation sur le marché du travail reste tendue par comparaison avec les résultats antérieurs du Japon. Les accords de salaires négociés au printemps de 1992 prévoient des améliorations légèrement plus modérées en moyenne que celles de l'année précédente. L'inflation étant apparemment maîtrisée, les autorités ont pu abaisser très nettement les conditions monétaires. Les taux d'intérêt à long terme sont tombés au-dessous de 5,5% au commencement de 1992, soit le niveau le plus faible de tous les autres grands pays industriels et le plus bas en termes réels depuis le début

des années quatre-vingt. Les possibilités de relance de l'activité par la voie budgétaire se présentent également sous un jour un peu meilleur qu'ailleurs. Le budget des administrations publiques demeure excédentaire et le déficit de l'Etat, tout en dépassant pour l'exercice 1991 les projections initiales du fait du ralentissement de l'activité, a été somme toute relativement modeste. Ce budget a modérément stimulé la croissance en 1991; cependant, le projet de loi de finances pour l'exercice 1992 ne prévoit guère ou pas de nouvelles interventions discrétionnaires, malgré une forte progression des dépenses de travaux publics concentrée sur le premier semestre.

Les incertitudes majeures entourant les perspectives économiques au Japon portent sur la situation financière et sur l'ampleur de la décélération de l'investissement. La dépense globale ne semble pas s'être sensiblement ressentie en 1991 du recul brutal des prêts bancaires, du fait essentiellement de l'abondance d'autres moyens de financement à la disposition des grandes sociétés. L'activité pourrait néanmoins être affectée plus sérieusement si une nouvelle et importante baisse des prix de l'immobilier et des cours des actions devait déboucher sur un resserrement du crédit plus prononcé. Il est particulièrement difficile d'évaluer l'ampleur probable de l'ajustement des investissements en capital. Les dépenses de logements ont régressé davantage qu'au cours de la phase de contraction plus prolongée de l'activité du début des années quatre-vingt, tout en se maintenant au-dessus des tendances antérieures. Les enquêtes menées début 1992 auprès des entreprises prévoient un fléchissement notable de l'investissement, notamment dans l'industrie manufacturière, durant l'exercice 1992. Cependant, les études effectuées l'année précédente avaient considérablement sous-évalué la vigueur de l'investissement des entreprises et, au vu de l'expérience passée, les dépenses pourraient s'accroître en cas d'amélioration des perspectives économiques globales.

En *Allemagne occidentale*, le ralentissement de l'activité, amplifié par les effets du relèvement de l'impôt sur le revenu et des impôts indirects au milieu de l'année, reflète néanmoins un profond affaiblissement de la demande tendancielle. Aussi la production industrielle a-t-elle reculé en 1991 et l'amélioration de l'emploi a pris fin. Comme indiqué précédemment, la décélération de la croissance a été due essentiellement à la modification de la situation dans les Länder de la partie orientale et à ses conséquences sur la politique budgétaire ainsi qu'au comportement des prix. Jusqu'à mi-1991, l'accroissement des dépenses publiques au titre des nouveaux Länder avait alimenté une vague de dépenses, qui s'était dirigée en grande partie vers l'Allemagne occidentale et d'autres pays européens. Ce stimulant a perdu de son intensité au cours de l'année 1991 et la demande s'est également ressentie du ralentissement des exportations vers les autres pays et de l'investissement des entreprises.

Du fait surtout de la stabilisation de la production dans les nouveaux Länder et du relèvement des impôts, le déficit budgétaire des administrations publiques a moins progressé qu'en 1990. Il s'est néanmoins établi à 3,1% du PIB de la partie occidentale, soit un pourcentage presque aussi fort

Risques potentiels de la baisse des prix des actifs

Arrêt de l'expansion allemande par suite de l'érosion du stimulant budgétaire ...

... mais les  
taux d'intérêt  
demeurent  
élevés ...

que celui qu'affichait la République fédérale d'Allemagne au début des années quatre-vingt. De plus, les taux d'intérêt sont demeurés élevés et les taux courts se sont tendus en 1991 sous l'effet du resserrement progressif de la politique monétaire opéré pour combattre l'inflation. A la fin de 1991, les taux longs avaient pratiquement atteint le même niveau, en termes réels, qu'au début des années quatre-vingt. Il est assez difficile de déterminer la mesure dans laquelle l'augmentation des taux d'intérêt a freiné l'activité. L'investissement global a progressé de 2,8% au cours des quatre trimestres de 1991, mais le rythme s'est sensiblement ralenti par rapport aux deux années précédentes. En outre, cette amélioration s'est produite presque en totalité au premier trimestre, les dépenses en capital ayant baissé le reste de l'année.

... et les craintes  
d'inflation  
s'intensifient

Les perspectives d'évolution des taux d'intérêt, et en grande partie de l'économie globale, sont conditionnées de façon déterminante par l'évolution des salaires, dont les hausses accordées en 1991 ont atteint en moyenne près de 7%, soit un chiffre proche du maximum de 1980-81. Les gains de productivité de l'économie de l'Allemagne occidentale se sont situés en moyenne légèrement au-dessous de 2% au cours de la décennie passée, de sorte que le maintien du rythme de progression des salaires de l'année dernière pourrait se traduire par un taux tendanciel d'inflation un peu supérieur aux 4% enregistrés en 1991. Les conventions négociées à la fin de l'année et au début de 1992, notamment dans l'industrie sidérurgique, donnent à penser que l'accélération des augmentations salariales touche probablement à son terme. Cependant, les accords conclus ne représentent pas non plus un freinage important par rapport à la tendance actuelle d'évolution des salaires moyens et le degré de modération des accords futurs demeure hautement incertain. Les taux d'utilisation des capacités se sont toujours situés, en 1991, au-dessus du maximum de 1979 ainsi qu'au niveau à partir duquel les hausses de salaires ont commencé à se ralentir au début des années quatre-vingt.

Le recul de la  
production est  
stoppé dans la  
partie orientale  
de l'Allemagne

*Situation en Allemagne orientale.* Près d'un an après l'unification, l'activité industrielle dans les Länder de la partie orientale s'est stabilisée aux environs des deux tiers du niveau moyen de 1990 et semble avoir amorcé ensuite un léger redressement au second semestre. Les ordres passés à l'industrie se sont inscrits en nette hausse et l'on constate une reprise de l'activité et des commandes dans le secteur de la construction. L'emploi a néanmoins continué de diminuer et les enquêtes de conjoncture récentes montrent que ce mouvement se poursuivra sans doute. Le chômage officiellement recensé s'est établi à près d'un sixième de la population active au début de 1992 du fait de l'arrivée à échéance d'un ensemble de systèmes d'aide à l'emploi.

L'arrêt de la baisse de l'activité signifie en fait que la production est tombée au niveau financé par les transferts massifs du gouvernement fédéral. Les paiements nets représentent plus de 50% du PNB total des Länder de la partie orientale. Les crédits d'Etat à taux d'intérêt bonifiés ont principalement été à l'origine de l'augmentation des commandes étrangères à l'industrie de la partie orientale de l'Allemagne et les investissements dans

le domaine des infrastructures publiques expliquent, pour l'essentiel, la reprise de l'activité dans le secteur de la construction.

Malgré quelques progrès encourageants, la production demeure déprimée en Allemagne orientale, étant donné que les entreprises autrefois gérées par l'Etat ne sont généralement pas compétitives à l'échelle internationale. Une reprise véritable passe par une amélioration substantielle et durable de la productivité et de la qualité des produits des industries clés. Ce processus nécessitera des investissements massifs sur plusieurs années si l'on veut éliminer les écarts de productivité vis-à-vis de l'Allemagne occidentale.

Gains de productivité nécessaires pour combler le retard sur la partie occidentale

Sélection d'indicateurs économiques des nouveaux Länder allemands				
Indicateur	1990	1991		1992
	SII	Année	SII	TI
	variation en % par rapport à la même période de l'année précédente			
Production industrielle	-19,5 <sup>1</sup>	-36,4	-35,1	..
Formation brute de capital fixe	n.d.	n.d.	37,0	..
Coût de la vie	1,9 <sup>2</sup>	21,3 <sup>3</sup>	21,4	15,1 <sup>4</sup>
Rémunération par salarié dans l'industrie	n.d.	61,0 <sup>5</sup>	40,7 <sup>6</sup>	..
Rémunération par heure ouvrée dans l'industrie	n.d.	87,9 <sup>5</sup>	71,5 <sup>6</sup>	..
niveau				
Formation brute de capital fixe/PNB (%)	22,6	33,5	34,6	..
PNB/demande intérieure (%)	n.d.	55,0	..	..
Emploi total (millions)	8,5	7,5	7,3	..
dont: salariés travaillant à horaires réduits <sup>7</sup> (%)	20,0	21,3	17,8	..
Taux de chômage (%)	6,3 <sup>8</sup>	10,4	11,7	15,5 <sup>4</sup>
en % du PNB de l'Allemagne occidentale				
Pour mémoire:				
PNB	7,8	7,4	8,5	..
PNB par personne occupée	n.d.	30,0	n.d.	..

<sup>1</sup> Décembre par rapport au troisième trimestre de 1990. <sup>2</sup> Décembre par rapport à 1989. <sup>3</sup> De décembre à décembre. <sup>4</sup> Mars. <sup>5</sup> De janvier à décembre 1991 en taux annuel. <sup>6</sup> De juin à décembre 1991 en taux annuel. <sup>7</sup> En % de l'emploi total. <sup>8</sup> Quatrième trimestre.

Sources: données nationales.

Des progrès importants, mais assez inégaux, ont été réalisés durant l'année écoulée pour établir la base institutionnelle requise par le développement des Länder de la partie orientale de l'Allemagne. Le nouveau cadre juridique régissant la propriété privée et les activités commerciales est désormais en place, bien que les dispositions relatives aux restitutions de biens à leurs anciens propriétaires demeurent une source d'incertitude dans divers domaines. Près de 1.300 sur plus de 5.000 entreprises industrielles détenues initialement par la Treuhandanstalt ont été transférées au secteur privé. La majorité d'entre elles sont relativement petites, de sorte que, pour l'essentiel, les difficiles efforts de restructuration et de privatisation des grandes entreprises industrielles restent à accomplir.

Progression des investissements

Le montant élevé et croissant consacré à l'investissement productif a correspondu pour les douze derniers mois à plus de 30% du PNB de cette région. Les dépenses d'infrastructure ont pris un bon départ, les collectivités publiques ayant affecté en 1991 DM 45 milliards aux transports, communications et équipements correspondants dans les nouveaux Länder. Ces dépenses représentent près de 60% du montant total de l'investissement productif dans ces Länder pour cette année. L'investissement privé, encouragé par d'importantes subventions de l'Etat, a également connu une forte progression. Les enquêtes menées l'an dernier indiquent qu'un sixième de l'investissement privé total en République fédérale pourrait être affecté à des projets dans la partie orientale en 1992.

En dépit de la réaction encourageante notée jusqu'à présent, les incitations à l'investissement dans les Länder de l'Est sont limitées par un certain nombre de facteurs et, dans un domaine important, se sont probablement détériorées. Les ambiguïtés concernant la restitution des biens aux anciens propriétaires et les charges imposées aux entreprises pour lutter contre la pollution demeurent autant de sources d'incertitude pour les investisseurs potentiels. Les accords de privatisation restreignent dans de nombreux cas la faculté des sociétés à comprimer les effectifs lors du processus de restructuration, ce qui réduit, dans une certaine mesure, la rentabilité des investissements, tout au moins au début.

Ecart grandissant entre les salaires et la productivité

Les fortes hausses de salaires consenties en 1991 risquent de poser un problème plus grave. Selon des chiffres provisoires, les rémunérations par salarié dans l'industrie ont augmenté de quelque 60% dans les nouveaux Länder pendant l'année. Pour partie, ces hausses ont visé à compenser l'accroissement des prix à la consommation, qui a été supérieur à 20% en 1991, lié principalement à la réduction des subventions aux ménages, pour les loyers notamment. Des accords ont néanmoins été négociés dans l'industrie bancaire et un certain nombre d'autres secteurs pour parvenir en quelques années à la parité – ou à une quasi-parité – avec les salaires de l'Allemagne occidentale.

En conséquence, l'écart entre les barèmes de salaires et la productivité dans les industries clés s'est presque sûrement creusé. Cette situation pourrait se révéler un obstacle de plus en plus sérieux à un flux d'investissement soutenu dans les Länder de l'Est, d'autant que les salaires sont sensiblement moins élevés dans plusieurs autres pays membres de la Communauté européenne. Enfin, le déséquilibre croissant entre salaires et productivité industrielle implique également des dépenses publiques accrues pour soutenir l'industrie et l'emploi à un niveau donné et pour maintenir les incitations à l'investissement.

#### *Autres grandes économies industrielles*

Tant le *Royaume-Uni* que le *Canada* ont réalisé d'importants progrès en 1991 sur la voie de la réduction des tensions inflationnistes, principalement à l'origine de la récession, mais aucun de ces deux pays n'a été en mesure de générer une reprise durable. En *France* et en *Italie*, l'activité a redémarré,

encore que la croissance ait perdu progressivement de sa vigueur, du fait notamment de la contrainte que n'ont cessé d'exercer le niveau élevé des taux d'intérêt et le ralentissement conjoncturel en Allemagne.

Au *Royaume-Uni*, les ajustements financiers de grande ampleur opérés dans le secteur privé ont considérablement aggravé et prolongé la récession la plus longue depuis la fin de la guerre. L'arrêt de la flambée des prix de l'immobilier et le poids exceptionnellement lourd de la dette des ménages ont fortement contribué au marasme persistant de la consommation des ménages et des investissements en logements. De même, les charges financières des entreprises, accentuées par les capacités excédentaires dans quelques secteurs, ont été les causes principales de la contraction sévère de l'investissement immobilier d'entreprise.

Des progrès sensibles ont cependant été accomplis dans la mise en œuvre des conditions de base nécessaires à la reprise. Si la décélération des prix à la consommation l'an passé a été quelque peu surestimée, en raison de la baisse des cours du pétrole et des taux d'intérêt, une amélioration substantielle et en profondeur s'est néanmoins produite. A la fin de 1991, les négociations salariales portaient généralement sur des relèvements compris entre 4 et 5%, soit la moitié environ de la moyenne de l'année précédente. La modération de l'inflation a permis aux autorités de réduire les taux d'intérêt à court terme de près de 3 points au premier semestre de 1991, tandis que les taux longs ont rétrogradé de plus de 1 point. L'écart de taux d'intérêt entre le Royaume-Uni et l'Allemagne avait presque disparu à la fin de l'année dernière. En dépit de l'accroissement du déficit de l'Etat, à plus de 1% du PIB, le budget n'a, fondamentalement, pas fourni de stimulant discrétionnaire à l'économie en 1991. Cependant, le projet de loi de finances pour l'exercice 1992 contient une bonne dose d'incitation et devrait se traduire par un nouvel élargissement du déficit.

Les effets favorables de la baisse des taux d'intérêt se sont surtout manifestés dans le secteur des entreprises, où l'on note un léger recul des déficits financiers et une amélioration modeste de la trésorerie des entreprises industrielles. La confiance des entreprises s'est vivement raffermie en 1991 et les enquêtes effectuées à la fin de l'année indiquent que l'investissement productif pourrait se ranimer en 1992. Néanmoins, si la situation financière des ménages s'est également redressée, il est difficile de prédire l'ampleur que revêtiront les ajustements de leurs bilans.

Au *Canada*, la demande intérieure a partiellement redémarré au début du printemps de 1991. Le secteur du logement s'est ranimé et l'investissement productif a donné quelques signes de renouveau. La consommation a cependant laissé à désirer et la demande extérieure a décliné, par suite de l'essoufflement de la reprise américaine. La production a donc pratiquement stagné à partir du deuxième trimestre.

Les déséquilibres financiers du secteur privé n'ont eu que de faibles incidences sur la récession au Canada, contrairement notamment à la contraction de l'activité de 1981-82, lorsque les excédents de capacité dans le secteur énergétique constituaient un sérieux problème. La réduction de l'inflation et la poursuite de l'assainissement budgétaire étaient les conditions

Au Royaume-Uni, la récession se poursuit

L'inflation marque un net recul

Légère amélioration de la situation financière du secteur privé

Progrès sur le front de l'inflation au Canada ...

préalables essentielles d'une reprise soutenue, et des progrès importants ont été réalisés dans ces deux domaines en 1991. Les hausses moyennes de salaires ont commencé à se ralentir nettement. Les prix à la consommation, hors alimentation, énergie et impôts indirects, ont sensiblement moins augmenté en 1991 que l'année précédente et se sont situés dans la fourchette que sous-tendent les objectifs à plus long terme de la Banque du Canada en matière d'augmentation des prix. Du fait en partie de cette évolution, les taux d'intérêt se sont fortement détendus, en termes tant réels que nominaux, et l'écart par rapport aux taux américains s'est notablement rétréci. De plus, les déficits de l'Etat et des administrations publiques, corrigés des effets du cycle, tout en étant supérieurs en 1991 à leur niveau de 1990, en raison du ralentissement économique, enregistrent néanmoins une amélioration significative. Un nouvel et important effort est prévu pour assainir la situation budgétaire en 1992. Des bases solides ont donc été établies sur le plan interne pour favoriser la reprise, mais les perspectives sont tributaires dans une large mesure du redémarrage de la croissance aux Etats-Unis.

... mais la reprise est tributaire des Etats-Unis

Croissance hésitante en France

En France et en Italie, les charges d'endettement du secteur privé et les problèmes connexes semblent avoir été relativement modérés. L'activité s'est de plus en plus ressentie en 1991 du niveau élevé des taux d'intérêt réels et, vers la fin de l'année, du ralentissement conjoncturel en Allemagne. En France, la croissance a été positive en 1991, mais assez hésitante. Bien que légèrement plus rapide que dans la plupart des autres grands pays, l'accroissement de la consommation a été en retrait par rapport aux deux années précédentes. L'activité a également été confortée par l'essor assez vigoureux des exportations pendant la plus grande partie de 1991. Les conditions fondamentales de croissance restent relativement favorables. En particulier, les tensions inflationnistes ont été assez modérées et l'inflation sous-jacente est demeurée la plus faible des pays industriels. Si le déficit budgétaire des administrations publiques s'est élevé à 1,9% du PIB en 1991, du fait surtout de la mollesse de l'activité, il se situe toujours nettement au-dessous de la moyenne de ces pays. Le budget a exercé un effet légèrement restrictif sur l'activité économique en 1991, mais il devrait être un peu incitatif en 1992.

Les conditions de la demande se sont néanmoins détériorées pendant l'année. Les exportations ont connu une forte décélération durant les derniers mois de 1991. La confiance des ménages, déjà assez ténue avant le retournement conjoncturel en cours et en recul depuis bon nombre d'années, a continué de fléchir, pour se situer à son plus faible niveau depuis le début des années quatre-vingt. Le taux du chômage a frôlé la barre des 10% en 1991, et ce pour la première fois depuis près de cinq ans, malgré la légère augmentation du niveau de l'emploi.

La contraction des investissements productifs et en logements, amorcée en 1990, s'est poursuivie tout au long de l'année dernière, malgré une reprise modérée de l'activité au second semestre. Si la faiblesse de l'investissement reflète en partie le ralentissement de l'activité globale, la cherté exceptionnelle de l'argent peut avoir également joué un rôle

important. Avec des taux d'intérêt nominaux à long terme dépassant de près de 6 points le rythme tendanciel d'inflation, les taux d'intérêt à long terme réels sont à présent les plus élevés depuis plus de vingt ans et supérieurs à ceux de tous les autres grands pays industriels.

Taux d'intérêt élevés malgré une inflation modérée

Le PIB s'est accru de 1,4% en *Italie* en 1991; ce résultat est néanmoins un peu trompeur puisque la production industrielle n'a pratiquement pas cessé de baisser depuis 1990. L'expansion de la consommation a été presque aussi vigoureuse qu'avant la guerre du Golfe et les investissements en équipements des entreprises ont aussi enregistré une vive progression.

La situation demeure très sérieuse sur le plan de l'inflation et des finances publiques et, compte tenu du ralentissement de l'activité en *Allemagne*, on peut se demander si la croissance est à même de se poursuivre longtemps. L'inflation, également en net repli par rapport au maximum du début des années quatre-vingt, ne s'est guère modifiée depuis 1989 et se situe sensiblement au-dessus des taux de la plupart des principaux partenaires commerciaux de l'*Italie*. Les hausses de salaires, notamment dans le secteur public, se sont substantiellement accélérées en 1991. La conjonction d'une forte inflation et d'un taux de change nominal stable au sein du SME a provoqué une dégradation prononcée de la compétitivité industrielle du pays. Cette détérioration a été en grande partie à l'origine du vif recul des exportations amorcé en 1990, et ses conséquences se manifestent dans la chute de la production industrielle.

Problèmes sérieux sur le plan de l'inflation et du budget en *Italie*

Par ailleurs, si l'effet net du budget sur l'activité a été restrictif, l'assainissement s'est révélé très difficile à mettre en œuvre. L'objectif de réduction des déficits en 1991 du gouvernement italien n'a pas été atteint, malgré les relèvements d'impôts et d'autres mesures correctrices prises au milieu de l'année. Les projets actuels destinés à équilibrer le budget primaire (hors paiements d'intérêts) au cours de l'exercice 1992 s'appuient sur l'hypothèse d'une forte reprise de l'activité. En tout état de cause, un nouvel et important resserrement monétaire et budgétaire sera nécessaire pendant quelque temps si l'on veut que les critères requis pour la participation à l'union monétaire européenne soient remplis.

### *Autres pays industriels*

La performance globale des économies industrielles de plus petite dimension en 1991 a été semblable à maints égards à celle des sept grands pays. La croissance s'est ralentie, s'établissant à quelque 0,5% en moyenne. La contraction de l'investissement a été particulièrement marquée, tandis que la consommation a également été peu soutenue dans de nombreux pays. Comme dans les économies plus importantes, les résultats ont été déterminés, à des degrés divers, par la lutte contre l'inflation, les taux d'intérêt réels élevés, l'assainissement budgétaire, les ajustements financiers du secteur privé et, en Europe, la croissance en *Allemagne*.

Si la *Suède*, la *Finlande*, la *Suisse*, l'*Australie* et la *Nouvelle-Zélande* sont demeurées en récession l'an dernier, elles ont réalisé des progrès substantiels dans la résorption de l'inflation. Le ralentissement de l'activité en

Poursuite de la récession mais recul de l'inflation

Variation du PIB et de l'investissement fixe, en termes réels, dans les autres pays industriels									
Pays	PIB de 1989 en milliards de dollars EU	PIB réel <sup>1</sup>				Formation brute de capital fixe en termes réels			
		1980-88	1989	1990	1991 <sup>2</sup>	1980-88	1989	1990	1991 <sup>2</sup>
		variation en %							
Afrique du Sud	89	1,5	2,3	-0,5	-0,6	-2,8	5,1	- 1,7	- 8,4
Australie	284	3,3	4,1	1,2	-2,1	3,3	10,3	- 7,1	-11,5
Autriche	126	1,7	3,7	4,6	3,0	1,1	5,4	6,5	5,0
Belgique	153	1,6	3,8	3,7	1,4	0,4	14,6	7,4	1,7
Danemark	106	2,3	0,8	1,7	1,0	2,1	-0,6	- 0,5	- 2,1
Espagne	380	2,6	4,8	3,6	2,4	3,6	13,8	6,9	1,6
Finlande	116	3,3	5,4	0,4	-6,2	3,4	14,1	- 4,9	-17,0
Grèce	54	1,5	3,5	-0,1	1,2	-1,9	10,0	4,8	- 2,1
Irlande	34	2,7	6,4	7,1	2,1	-2,1	15,8	9,5	- 4,7
Israël	44	3,3	1,6	5,1	5,2	1,3	-4,8	17,1	45,0
Norvège	90	2,8	0,6	1,8	1,9	3,4	-3,9	-26,6	1,0
Nouvelle-Zélande	42	2,3	0,4	1,4	-2,2	5,5	9,3	1,3	-17,0
Pays-Bas	224	1,3	4,2	3,9	2,1	1,9	4,6	4,2	- 0,4
Portugal	45	2,2	5,5	4,2	2,0	2,0	8,3	7,3	2,8
Suède	190	2,1	2,4	0,4	-1,1	2,8	11,8	- 0,9	- 7,3
Suisse	177	1,8	3,9	2,2	-0,5	4,4	5,8	2,2	- 2,8
Turquie	79	5,3	1,9	9,2	1,5	4,9	-1,0	14,1	- 1,0
Moyenne <sup>3</sup>	-	2,4	3,6	2,7	0,5	2,5	8,3	1,5	- 2,5

<sup>1</sup> Pour la Turquie, PNB réel. <sup>2</sup> Chiffres provisoires. <sup>3</sup> Chiffres établis sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1989.  
Sources: OCDE et données nationales.

Finlande, bien plus prononcé que dans tout autre pays industriel, a été fortement aggravé par la baisse des prix à l'exportation des matières premières et plus spécialement par la diminution de 65% de son commerce avec l'ex-Union soviétique; cette réduction entre, à elle seule, pour plus d'un quart dans la chute de 6% de la production de la Finlande en 1991. La poussée des salaires a été sensiblement atténuée, notamment en Australie, en Finlande, en Nouvelle-Zélande ainsi qu'en Suède, où un accord de modération salariale entre le gouvernement et l'industrie a eu un succès notable. En Irlande, où l'inflation a été assez faible, la croissance a nettement baissé en 1991, en raison de la vive contraction de la demande en provenance du Royaume-Uni. Du fait surtout de cette évolution, le chômage s'est fortement aggravé et se situe, avec celui de l'Espagne, au niveau le plus élevé du monde industriel.

En Autriche, en Belgique, en Norvège et aux Pays-Bas, la croissance a été supérieure à la moyenne des pays industriels en 1991. Cependant, la décélération marquée de l'investissement fixe en Belgique et aux Pays-Bas ainsi que l'accumulation de stocks en Autriche ont conduit à un ralentissement prononcé de l'augmentation du PIB par rapport à 1990. La demande extérieure a été presque intégralement à l'origine de la croissance au Danemark et en Norvège, bien que la demande intérieure dans ce premier

Ralentissement chez les partenaires commerciaux directs de l'Allemagne

pays ait continué de se remettre modérément des baisses antérieures. La demande extérieure nette a aussi alimenté quelque peu l'activité aux Pays-Bas, mais a reculé légèrement en Autriche et en Belgique. Dans ces trois pays, et dans une moindre mesure au Danemark et en Norvège, la demande est assez tributaire des exportations vers l'Allemagne et risque donc de se ressentir d'une contraction prolongée du PNB allemand. Les taux d'intérêt réels sont également assez élevés dans ces pays et la marge de manœuvre est limitée à cet égard du fait des objectifs de taux de change. L'inflation est demeurée relativement modérée dans la plupart des cas. L'appartenance du Danemark au SME et les réformes structurelles entreprises pendant les dernières années semblent avoir sensiblement modifié les comportements en matière salariale, puisque la poussée des salaires a continué de s'atténuer. Aux Pays-Bas, en revanche, l'augmentation des salaires s'est fortement accentuée au cours des deux années passées et la hausse des prix à la consommation s'est accélérée à près de 5% en 1991, du fait en partie, il est vrai, de l'augmentation des taxes sur les carburants et du relèvement des plafonds des tarifs médicaux et des loyers. En outre, les majorations de salaires en Autriche se sont aussi nettement intensifiées.

En Espagne et au Portugal, la croissance a également été plus vigoureuse que la moyenne des pays industriels en 1991, tout en s'inscrivant en retrait par rapport à 1990. En Espagne, l'investissement productif a enregistré une vive décélération et l'expansion de la consommation s'est quelque peu ralentie. L'activité a progressivement faibli depuis 1988, la stimulation des dépenses de logements et de la consommation des ménages fournie par l'ample mouvement de déréglementation financière de la fin des années quatre-vingt étant allée en s'atténuant. De plus, la politique monétaire a été resserrée à partir de 1990 pour combattre l'inflation. Une réduction durable des tensions inflationnistes et la pleine réalisation du potentiel de croissance relativement élevé de l'Espagne passent par des améliorations structurelles, notamment dans le domaine de la mobilité de la main-d'œuvre et de la flexibilité des salaires. Au Portugal, la demande intérieure a continué d'afficher une assez bonne vitalité en 1991. La persistance de fortes tensions inflationnistes a néanmoins sérieusement entamé la compétitivité du pays, ce qui a provoqué une décélération marquée de l'expansion des exportations.

Dans quelques économies de plus petite dimension, des problèmes se sont également posés dans le secteur bancaire et d'autres difficultés financières, semblables à certains égards à celles notées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, se sont manifestées. Les grandes banques des pays nordiques ont subi des pertes considérables, qui ont entraîné une prise de contrôle par l'Etat en Norvège de deux établissements occupant la deuxième et la troisième place ainsi qu'une intervention du gouvernement dans une importante banque à la fois en Suède et en Finlande. Les difficultés financières ne semblent pas avoir affecté sérieusement les dépenses du fait, sans doute, que la demande de crédit était déjà faible, notamment en Suède et en Finlande. La demande d'investissement en Norvège, et dans une certaine mesure en Suède, s'est aussi sensiblement ressentie de l'offre

Persistance de la  
décélération de  
la croissance en  
Espagne

Tensions  
financières dans  
plusieurs pays  
nordiques

Vastes efforts  
d'assainissement  
budgétaire

excédentaire et de la baisse des prix dans les secteurs de l'immobilier d'entreprise et d'habitation. En Australie, les interactions entre la libéralisation financière et l'inflation élevée durant la majeure partie des années quatre-vingt ont donné lieu au même genre de problèmes. Comme au Royaume-Uni, les ajustements à ces déséquilibres sont pour l'essentiel à l'origine de l'aggravation et de la prolongation de la récession.

Nombre de pays de plus petite dimension ont entrepris ou poursuivi des efforts d'assainissement budgétaire en 1991 avec, comme conséquence, un freinage important de la demande globale dans plusieurs cas. En Grèce, le déficit des administrations publiques, tout en s'inscrivant en baisse, représente toujours près d'un sixième du PNB. La production s'est légèrement redressée, mais aucun progrès n'a pratiquement été réalisé sur la voie de la réduction de l'inflation exceptionnellement élevée de ce pays. Les compressions budgétaires aux Pays-Bas, où la diminution du déficit des administrations publiques a représenté près de 1 point du PIB, ont joué un rôle essentiel dans le ralentissement de la croissance réelle. Un nouveau resserrement, un peu moins prononcé cependant, est prévu pour l'exercice 1992 dans le cadre d'une action durable de réduction du ratio élevé de l'endettement public (près de 80% du PIB actuellement). Le processus d'assainissement budgétaire à long terme se poursuit également en Belgique, où l'endettement public est supérieur à la production nationale et où les paiements d'intérêts représentent près d'un cinquième de la dépense totale de l'Etat. En Suède, le déficit budgétaire de l'Etat s'est fortement accru en 1991, et le budget des administrations publiques, qui avait enregistré un excédent de 3,9% du PIB en 1990, est devenu déficitaire pour la première fois depuis 1986. Le nouveau gouvernement a néanmoins décidé de réduire les engagements à hauteur d'environ 1% de la dépense totale, mais les économies ont été sensiblement contrebalancées la première année par un relèvement temporaire des ressources consacrées au programme d'encouragement de l'emploi ainsi que par l'abolition ou la diminution de plusieurs taxes.

### Les contraintes financières freinent l'activité réelle

Les contraintes financières revêtent une acuité exceptionnelle dans le cycle actuel et l'on craint que deux problèmes en particulier ne viennent handicaper sérieusement l'activité dans divers pays. On redoute tout d'abord que la limitation de l'offre de crédit, engendrée par la détérioration de la qualité des actifs et la faible rentabilité du secteur bancaire, n'accentue, au travers de la compression des dépenses, le tassement général de l'activité. Dans les pays suivants, les bilans des banques ont donné des signes de fragilité: Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, Australie, Finlande, Norvège et Suède. L'autre préoccupation est que l'alourdissement du service de la dette du secteur privé, aggravé dans certains cas par la baisse des prix des actifs, ait pu déclencher un processus de restructuration des bilans susceptible de freiner les dépenses. D'importantes questions se posent sur le plan des définitions et des statistiques pour déterminer si une véritable «rétention du

crédit» («credit crunch») – situation dans laquelle des banques ou d'autres prêteurs refusent d'accorder des crédits ou des moyens de financement aux taux de prêt en vigueur à des clients même solvables et présentant des projets solides – entrave sérieusement la croissance dans quelques pays. Tout compte fait, selon les informations disponibles, la réduction de l'offre de crédit semble avoir joué un rôle relativement mineur, l'année dernière, dans la détermination de l'évolution économique, même si une moindre disponibilité du crédit demeure un risque potentiel pour l'activité dans certains pays. Des indices assez nombreux donnent à penser que les charges d'endettement élevées, notamment dans le secteur du logement, ont contribué au recul conjoncturel, tout au moins aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans plusieurs pays nordiques.

Les lourdes charges d'endettement sont plus importantes que les problèmes de crédit

### *Contraintes affectant l'offre de crédit*

Dans de nombreux pays industrialisés (y compris les Etats-Unis, le Canada, le Japon et une grande partie des pays d'Europe du Nord), la croissance du crédit bancaire au secteur privé, qui avait déjà enregistré une vive décélération avant 1991, a continué de se ralentir ou a marqué un palier l'an passé. Ce ralentissement est essentiellement attribuable à l'affaiblissement général de la demande globale. Cependant, on redoute dans certains pays que l'érosion de la rentabilité des banques et la détérioration de la situation des bilans n'aient pu inciter les banques à se montrer plus prudentes en matière d'octroi de crédit et que le resserrement qui en est résulté ait accentué fortement le repli de l'activité.

La croissance du crédit bancaire reste faible

A divers égards, la vulnérabilité potentielle de l'activité économique aux restrictions de l'offre de crédit est nettement moins prononcée que par le passé. Précédemment, les contractions brutales de l'expansion du crédit étaient généralement dues à un processus rapide de désintermédiation. Ainsi, le resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis dans les années soixante avait provoqué une réduction brusque des dépôts bancaires, en raison de l'existence de la Réglementation Q plafonnant les taux d'intérêt créditeurs, ce qui limitait la capacité de prêt des banques. La libéralisation financière a aboli ces réglementations et encouragé la concurrence entre les établissements de crédit ainsi que la mise au point de nouveaux instruments financiers. Ce phénomène, ajouté à la vive expansion des marchés du papier commercial et des obligations, a entraîné une diminution correspondante de la dépendance de certaines sociétés, notamment celles de grande dimension, vis-à-vis du secteur bancaire. Il apparaît néanmoins que les sources de financement de substitution ne se sont pas développées au même rythme pour les petites et moyennes entreprises, qui risquent donc d'être plus exposées à la raréfaction de l'offre de crédit.

Dépendance moins grande vis-à-vis du secteur bancaire

En dépit de l'amélioration globale de la flexibilité dans le secteur financier, plusieurs données indiquent que les restrictions du crédit bancaire aux Etats-Unis et dans quelques autres pays ont sérieusement entravé diverses composantes clés des dépenses. Comme indiqué précédemment, les marchés des biens de consommation durables, du logement et de l'immobilier

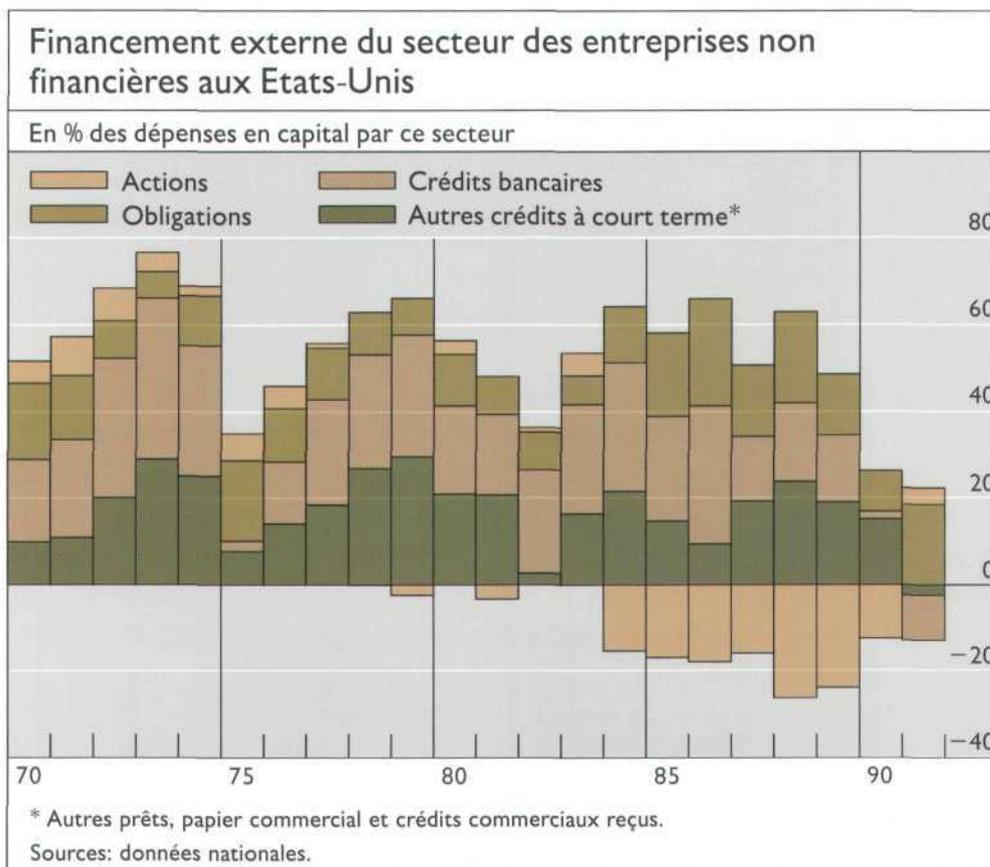
Durcissement  
des conditions  
de crédit

d'entreprise ont connu une faiblesse inhabituelle dans divers pays. Les marges d'intermédiation bancaire se sont élargies, ce qui en soi n'est pas inhabituel en période de détérioration de la capacité d'endettement des emprunteurs. Aux Etats-Unis, les enquêtes effectuées à cet égard montrent que l'offre de crédit bancaire s'est trouvée réduite en raison du durcissement des commissions de prêts.

Mais même aux Etats-Unis, les limitations du crédit, qui ont revêtu une certaine importance dans telle région ou tel secteur, semblent n'avoir exercé qu'une incidence globale réduite sur l'activité. La faiblesse du secteur de l'immobilier d'entreprise paraît, en particulier, directement imputable aux capacités excédentaires, à la contraction de la demande induite par l'affaiblissement général de l'activité et aux charges d'endettement élevées. Cette opinion est corroborée d'ailleurs par une analyse du financement extérieur des entreprises aux Etats-Unis.

Financement  
extérieur des  
entreprises aux  
Etats-Unis

Les sources externes de financement, qui avaient contribué pour quelque 50% aux dépenses d'investissement totales aux Etats-Unis durant la première moitié des années quatre-vingt et pour environ 30% durant la seconde, se sont fortement contractées en 1990, puis de nouveau en 1991. Ce recul est dû, en grande partie, à une réduction des prêts bancaires. Cette évolution est néanmoins cohérente tant avec la baisse de la demande d'investissement qu'avec la réduction de l'offre de crédit. On peut se faire une idée de l'importance relative de ces deux facteurs en examinant le recours des entreprises aux financements externes qui constituent des substituts aux emprunts bancaires. Contrairement aux cycles précédents, les



autres sources de financement à court terme, y compris les émissions de papier commercial, semblent également manquer de dynamisme, ce qui donne à penser que les influences s'exerçant du côté demande ont été très marquées. En outre, au cours des années quatre-vingt, les ressources internes et externes ont été plus que suffisantes pour financer les dépenses d'investissement des entreprises et les liquidités se sont fortement gonflées. Ces dernières servent à amortir la raréfaction des prêts bancaires. Malgré le ralentissement de l'expansion du crédit, l'acquisition nette de disponibilités est demeurée positive. On a constaté un renversement de la tendance des émissions d'actions – avec des émissions nettes positives en 1991 pour la première fois depuis 1983 – et un pourcentage plus élevé d'investissements a été financé par voie d'emprunts obligataires. Ces développements sont tous deux compatibles avec la restructuration des bilans des entreprises comme indiqué précédemment.

Des considérations semblables donnent à penser que les restrictions de l'offre de crédit n'ont pas joué un rôle notable au Royaume-Uni ni au Japon. Au Royaume-Uni, la gravité des problèmes du secteur bancaire n'a pas été de nature à entraver le développement des crédits. Si, selon certaines indications, les banques ont durci les conditions d'octroi des prêts, on ne peut guère affirmer qu'elles aient ainsi fait plus que ce qui était justifié au vu de la situation et des perspectives du secteur des entreprises. Au Japon, où les concours bancaires constituent traditionnellement une importante source de financement externe pour le secteur des entreprises, la déréglementation financière de ces dernières années s'est traduite par un élargissement de la gamme d'instruments disponibles, à la fois sur le plan interne et sur les marchés étrangers des capitaux, ce qui a permis une réduction de la dépendance vis-à-vis des banques. Aussi le marché du papier commercial créé en 1987 a-t-il connu une expansion rapide. Au Royaume-Uni ou au Japon, le ralentissement de l'octroi de crédit n'a pas entraîné un affaiblissement inhabituel des dépenses des entreprises, secteur immobilier mis à part. Au Japon, la croissance des prêts au secteur immobilier a été plafonnée du printemps de 1990 jusqu'à la fin de 1991, mais cette mesure a probablement hâté un processus déjà engagé plutôt qu'affaibli ce secteur.

Les problèmes bancaires se sont posés avec plus d'acuité dans plusieurs pays nordiques. L'effet de la vive contraction de l'expansion du crédit bancaire a néanmoins été atténué par divers facteurs. Le plus important d'entre eux est la facilité d'accès des grandes sociétés aux sources de financement extérieur et le désir des gouvernements d'intervenir de façon à assurer la continuité de l'offre de crédit. C'est ainsi qu'en Norvège des fonds publics ont été utilisés pour renforcer le capital des banques. En mai 1992, le gouvernement suédois a annoncé un plan visant à racheter les actions encore en circulation de la deuxième banque du pays, contrôlée par l'Etat.

En définitive, la réduction générale de la croissance du crédit semble avoir été davantage un phénomène de demande que d'offre. Si l'on a constaté une légère incidence de l'offre de crédit sur l'activité réelle aux

Peu de signes de rétention du crédit au Royaume-Uni et au Japon

Les problèmes bancaires sont plus préoccupants dans plusieurs pays nordiques ...

... et présentent toujours un risque potentiel pour l'activité dans certains pays

Etats-Unis, elle n'a guère été importante globalement. C'est plutôt la demande de crédit qui a été généralement faible. Cependant, les contraintes affectant l'offre de crédit pourraient entraver l'activité dans certains pays, et plus spécialement au Japon et dans quelques pays nordiques, si la demande d'investissement se révélait plus vigoureuse que ce qui est prévu actuellement, ou si les prix des actifs continuaient de baisser avec, comme conséquence, un nouvel affaiblissement du secteur bancaire.

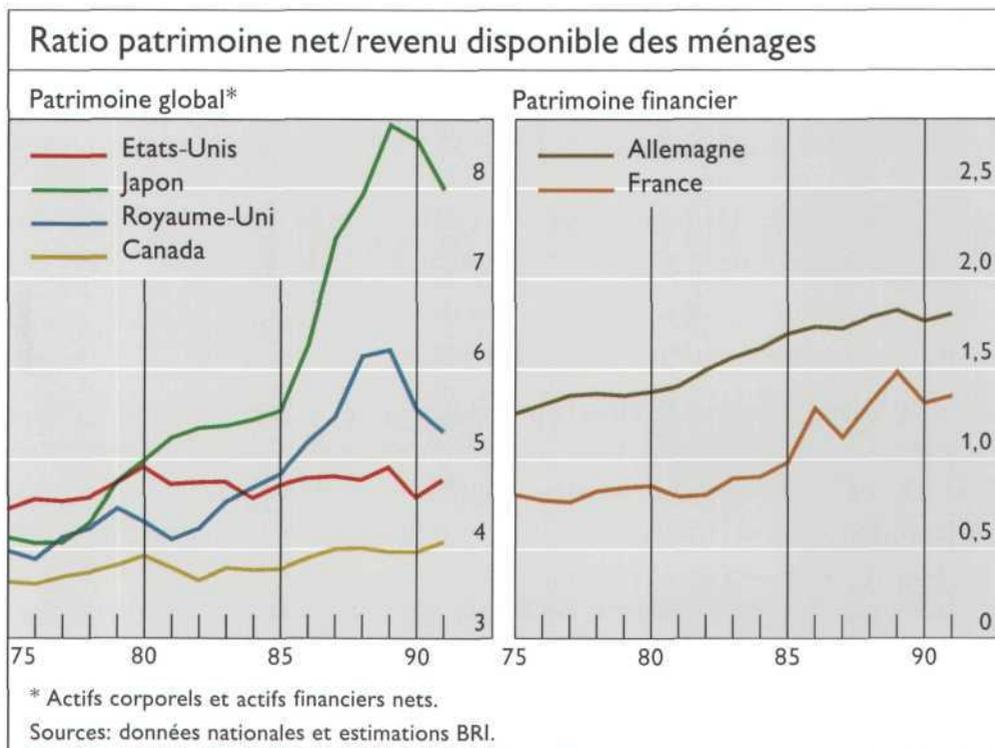
### *Charges d'endettement du secteur privé*

Réduction des dépenses parallèlement à la correction des déséquilibres des bilans

Le coût de l'endettement élevé du secteur privé a constitué une entrave plus sérieuse et plus générale à l'activité du secteur réel de l'économie en 1991. On en veut pour preuve la multiplication des problèmes de trésorerie qui ont accompagné l'accroissement de la dette, dans les cas notamment où les flux de revenus ont été comprimés par le ralentissement de l'activité économique, où les paiements d'intérêts réels ont considérablement augmenté et où la chute de la valeur des actifs a provoqué une dégradation sensible des patrimoines nets. Dans certains pays, ces problèmes ont conduit à un processus de restructuration financière et à une période d'amputation de dépenses. Dans quelques autres cas, on a assisté à un relèvement des taux d'épargne. Les niveaux d'endettement ont fortement monté dans divers pays industrialisés au cours des années quatre-vingt, mais l'incidence négative de l'alourdissement du poids de la dette a été particulièrement manifeste aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et dans plusieurs pays nordiques. Si un assainissement financier a été opéré à la fois dans le secteur des ménages et dans celui des entreprises, ce sont surtout les ajustements dans le premier qui semblent avoir principalement pesé sur l'activité du secteur réel. L'endettement du secteur privé a également connu une vive accélération au Japon; cependant, rien n'indique que cela ait constitué jusqu'ici un frein à la croissance économique.

Patrimoine net des ménages

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni notamment, le secteur des ménages a été très touché; en effet, les charges d'intérêts par rapport au revenu ont le plus augmenté et le patrimoine net ne s'est pas amélioré ou a régressé. Dans la plupart des pays d'Europe continentale et au Japon, l'incidence sur la dépense a été moindre, soit parce que les charges d'intérêts ont été moins lourdes ou que le niveau de patrimoine net était plus élevé. Au cours des années quatre-vingt, l'expansion rapide des achats de biens de consommation durables et de logements a été générale et financée dans une large mesure par l'emprunt. La conjonction de l'atténuation des entraves au financement du logement et de l'introduction d'une fiscalité favorable aux paiements d'intérêts a suscité un vif développement de l'endettement hypothécaire dans un certain nombre de pays. Cependant, l'augmentation de la valeur des actifs – en particulier les cours des actions et les prix de l'immobilier d'entreprise – a en général été supérieure à celle des passifs. Par voie de conséquence, le ratio patrimoine net/revenu a eu tendance à s'accroître dans les grands pays industrialisés, à l'exception des Etats-Unis et du Canada. C'est au Japon que ce ratio a enregistré la



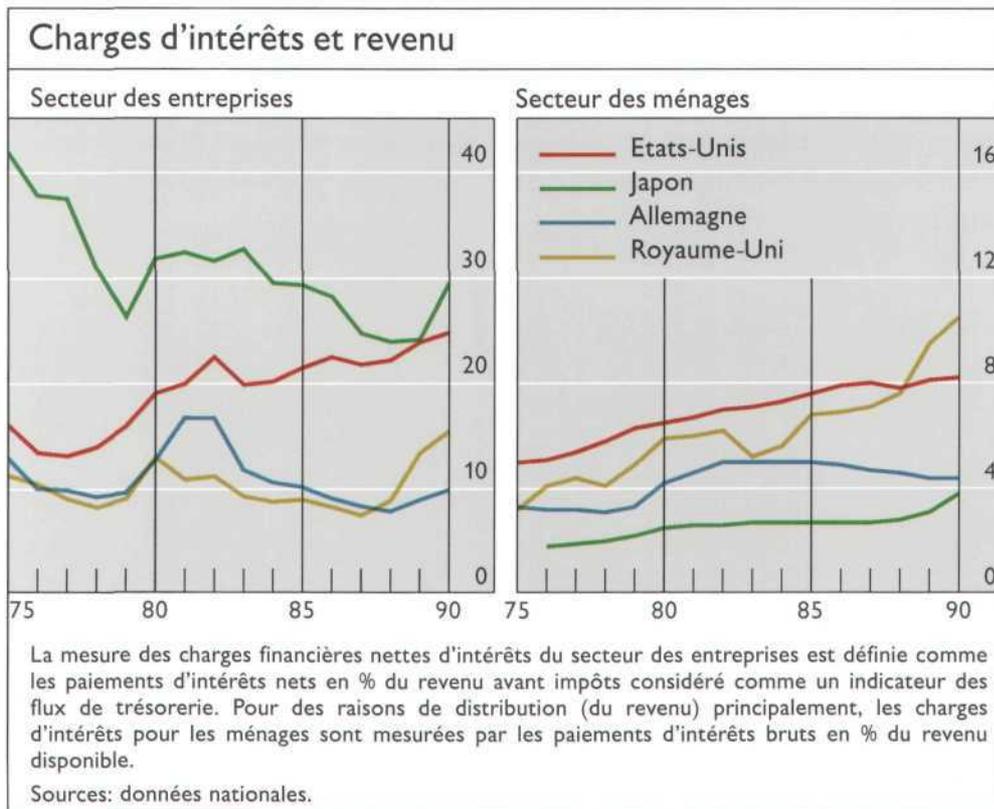
progression la plus vive, tandis qu'au Royaume-Uni, en France et en Allemagne, elle a été plus modérée. Plus récemment, ce ratio est revenu au niveau de la fin des années quatre-vingt, mais les gains des années précédentes ont été préservés. Les dépenses des ménages ont été plus faibles au Royaume-Uni, où le patrimoine net a fortement diminué, et en Amérique du Nord, où le ratio de l'espèce s'est maintenu pratiquement au même niveau tout au long de la décennie.

Les modifications du ratio charges d'endettement/revenu des ménages, mesuré par les paiements d'intérêts bruts rapportés au revenu disponible, ont conforté le désir de restructurer les bilans. A la suite de la déréglementation financière, on a assisté à une tendance croissante à l'endettement, accentuée par le resserrement de la politique monétaire dans certains pays sous l'effet de l'intensification des tensions inflationnistes à la fin des années quatre-vingt. L'endettement des ménages par rapport au revenu a atteint des niveaux particulièrement élevés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Le poids du service de la dette a commencé à s'alléger à partir de 1990 par suite de la réduction des taux d'intérêt ainsi que du remboursement des crédits à la consommation. Au Royaume-Uni, le taux d'épargne, en forte baisse entre 1985 et 1988, s'est redressé depuis lors, tout comme en Suède. En Norvège, le taux d'épargne des ménages est devenu positif en 1989 pour la première fois depuis la suppression de l'encadrement du crédit pour les banques privées en 1984.

Le secteur des entreprises de ces pays a suivi des évolutions semblables. On a dit que les entreprises ont pu être incitées à s'endetter en raison de la législation fiscale, d'une meilleure gestion des risques ou de la perspective d'une plus grande efficacité économique. L'incidence d'un endettement accru dépend également en partie du fait de savoir si les

Atténuation du coût du service de la dette

Restructuration des entreprises surtout aux Etats-Unis



modifications se produisent dans des industries plus vulnérables à une contraction de l'activité économique ou dans des entreprises à l'abri des variations du cycle économique. Pour illustrer l'importance que représente l'augmentation du niveau d'endettement pour le secteur des entreprises, on peut se référer au ratio charges d'intérêts nettes/revenu avant impôts. Au Canada, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ce ratio s'est inscrit en hausse. L'accroissement du niveau d'endettement signifie que les paiements d'intérêts par rapport au revenu ont été plus élevés que pendant le cycle précédent. La restructuration des entreprises a été particulièrement prononcée aux Etats-Unis, où elle a été facilitée par la baisse du coût des emprunts obligataires des entreprises et la bonne tenue de la Bourse, ce qui a encouragé le retour aux émissions d'actions. En revanche, l'endettement des entreprises par rapport au revenu a fléchi au Japon et en Allemagne au cours des années quatre-vingt, malgré la légère progression depuis 1988.

En conclusion, dans la plupart des pays le ralentissement de l'octroi de crédit semble avoir reflété davantage une réduction de la demande de prêts qu'une réticence inhabituelle des banques à accorder de nouveaux crédits. Le principal facteur ayant agi sur l'activité du secteur réel a été l'ampleur de l'endettement du secteur privé. En 1991, le processus de restructuration financière a contribué à la diminution des dépenses des entreprises et des ménages. Il reste à déterminer dans quelle mesure la déréglementation et les innovations de produits financiers et de technologie auxquelles on a assisté au cours des dix dernières années peuvent soutenir durablement une hausse des niveaux d'endettement. Une grande incertitude règne donc au sujet des incidences conjoncturelles que peut exercer un fort endettement

Les facteurs financiers ont accru l'incertitude

du secteur privé sur l'ampleur et le déroulement de la reprise économique. Enfin, les conditions de crédit risquent de devenir une contrainte plus sérieuse pour l'activité économique dans certains pays, au cas où la demande d'investissement se révélerait plus vigoureuse que prévu actuellement avant que la situation ne se soit sensiblement améliorée dans leur secteur bancaire.

### III. Evolution dans les autres pays

#### Faits saillants

Des différences très marquées ont caractérisé l'an dernier l'évolution de la production réelle dans les pays en développement et les nouvelles économies industrielles (NEI), sous l'influence du ralentissement de la croissance dans les pays industriels ainsi que des développements et des politiques internes. Les pays asiatiques, qui n'ont été que faiblement affectés par la baisse des échanges mondiaux, ont enregistré une expansion rapide de la production, et en Amérique latine la demande intérieure s'est fortement redressée. En revanche, les pays du Moyen-Orient ont été durement frappés par la guerre du Golfe et le revenu réel par habitant de l'Afrique subsaharienne a baissé pour la troisième année consécutive.

Ces importantes disparités d'une région et d'un pays à l'autre valent également pour l'évolution de l'inflation, des échanges extérieurs, des balances des paiements et de la dette extérieure. Le rythme de l'inflation s'est ralenti de manière spectaculaire en Amérique latine, alors qu'il restait le plus souvent élevé ou s'accélérait même légèrement dans les autres pays en développement. Globalement, le déficit des paiements courants du monde en développement s'est vivement creusé, du fait de transferts massifs effectués par les producteurs de pétrole du Moyen-Orient, de l'expansion vigoureuse des importations en Amérique latine et d'un affaiblissement généralisé de la demande d'exportations et des termes de l'échange. Parallèlement, les conditions de financement se sont sensiblement améliorées, et certains des pays les plus lourdement endettés ont réalisé des progrès dans la réduction du fardeau excessif de leur dette extérieure.

L'année 1991 aura été difficile pour l'Europe de l'Est puisque la chute de la production réelle s'est accentuée et que le chômage est monté en flèche durant cette période. Une des raisons de ces résultats décevants est la diminution substantielle et inattendue des exportations vers l'ex-Union soviétique, qui a amplifié les effets du démantèlement du système d'échanges commerciaux du CAEM. Dans plusieurs pays, la production et la demande se sont également ressenties de la désintégration des systèmes de production et de distribution, et les autorités ont poursuivi des politiques monétaires et budgétaires restrictives afin de limiter le risque d'une poussée excessive de la demande.

Si les perspectives à terme rapproché d'un retour à une croissance positive sont le plus souvent médiocres, des progrès ont été réalisés dans certains domaines. Ces pays sont pour la plupart parvenus à réduire leur taux d'inflation pendant l'année dernière, malgré d'importantes hausses de prix exceptionnelles consécutives aux réformes et la suppression des subventions, et en dépit de l'apparition de signes indubitables de tensions sur

les coûts. Par ailleurs, comme le montre de manière plus détaillée le Chapitre IV, les déséquilibres des paiements courants ont été en règle générale moins élevés que prévu, du fait notamment d'un accroissement significatif des exportations vers les pays occidentaux. Toutefois, les progrès obtenus ne seront durables qu'à la condition que des réformes budgétaires soient rapidement mises en place, car l'aggravation des déficits des finances publiques menace sérieusement la stabilité monétaire et le taux d'inflation à long terme.

## Production réelle, inflation et échanges commerciaux dans les pays en développement et les NEI

En dépit de la récession dans les pays industrialisés et du ralentissement du commerce mondial, la croissance de la production réelle est restée l'an dernier en grande partie inchangée dans les pays en développement et les nouvelles économies industrielles (NEI). Les taux de croissance moyens, de même que les causes et les problèmes sous-jacents, ont cependant sensiblement varié d'une région à l'autre (voir tableau ci-contre). L'amélioration la plus prononcée a été observée en Amérique latine où plusieurs pays, au terme d'une période de réduction des déficits budgétaires et de l'inflation, ont connu un renforcement marqué de la demande intérieure. L'Asie a une fois de plus distancé les autres zones, mais les différences au sein de la région ont été plus nettes que les années précédentes: certains pays sont en effet entrés dans la phase initiale d'une reprise conjoncturelle, alors que d'autres ont vu leur croissance se ralentir par suite de politiques anti-inflationnistes ou d'une érosion des exportations. La faiblesse de la croissance et la stagnation ou diminution du revenu par habitant ont encore caractérisé la situation en Afrique, tandis que de nombreux pays du Moyen-Orient étaient confrontés à des problèmes exceptionnellement graves, liés aux conséquences de la guerre du Golfe, aux variations des cours du pétrole et à divers chocs financiers.

Parallèlement à une croissance globalement stable, on a assisté à une nette décélération du rythme moyen de l'inflation, qui s'explique cependant entièrement par l'évolution en Amérique latine. En Asie, la hausse des prix s'est légèrement accentuée en moyenne, un certain nombre de pays connaissant des goulets d'étranglement au niveau des capacités de production et des tensions sur le marché du travail. L'inflation a aussi augmenté en Afrique et au Moyen-Orient, en raison de politiques budgétaires peu rigoureuses et du renchérissement des produits importés.

Un certain nombre de facteurs ont joué un rôle notable l'an dernier dans la configuration des échanges commerciaux et des paiements courants des NEI et des pays en développement. Les deux plus importants – marchés d'exportation et prix des produits de base – ont été en grande partie défavorables. Les *marchés d'exportation* ont fortement reculé, la croissance du volume des importations dans les pays industriels étant tombée à moins de la moitié de son niveau moyen des dix années précédentes (5¾%). La contraction de la production en Europe de l'Est et dans l'ex-Union soviétique

Croissance de la production inchangée, avec des différences importantes d'une région à l'autre

Décélération marquée de l'inflation

Influences extérieures défavorables ...

a constitué un autre élément négatif. Si la demande intérieure s'est redressée légèrement dans les pays en développement, son impact sur l'expansion des exportations était insuffisant pour compenser le manque de vigueur dans les pays industriels. Les *prix à l'exportation* (en dollars EU) des pays en développement se sont une fois de plus repliés. Après une chute de près de 7½% en 1990, les cours des produits de base hors combustibles ont décliné de 3½% en 1991, avec une diminution particulièrement brutale des produits sensibles à l'évolution conjoncturelle. La fin de la guerre du Golfe a elle aussi provoqué une rapide correction à la baisse des cours du pétrole, qui n'a été que brièvement interrompue à la fin de 1991, de sorte que ceux-ci sont pratiquement revenus à leur niveau d'avant le conflit.

... avec cependant aussi des facteurs positifs

D'autres éléments plus positifs sont cependant apparus, tout spécialement la *plus grande facilité de financement* des opérations courantes. Un certain nombre de pays d'Amérique latine, en particulier, ont bénéficié d'entrées non négligeables de capitaux, qui leur ont permis d'intensifier leurs achats à l'étranger et de réduire leurs arriérés d'intérêts. Ces apports ont

Croissance du PIB dans les pays en développement et les NEI								
Pays et groupe de pays	1984-86 PIB en milliards de \$EU	1981-86 moyenne	1987	1988	1989	1990	1991	Moyenne 1981-91 par habitant
Afrique	250	2,2	1,6	3,7	3,5	1,9	2,5	-0,6
Nigeria	62	0,2	1,8	9,8	6,1	5,2	4,2	-0,7
Pays subsahariens	109	1,6	2,0	2,7	2,2	1,2	0,8	-1,5
Moyen-Orient	488	0,5	-0,2	0,7	2,5	4,5	0,4	-2,1
Egypte <sup>1</sup>	55	7,1	6,4	4,0	3,0	2,6	2,3	3,0
Iran <sup>2</sup>	173	4,5	-1,1	-6,5	4,3	10,1	9,5	0,2
Asie	950	6,6	7,8	8,9	5,5	5,4	5,5	5,0
Chine	237	10,5	10,2	11,1	3,8	4,8	7,0	7,3
Inde <sup>1</sup>	216	5,2	4,5	9,4	5,0	4,0	2,0	3,0
Indonésie	82	4,3	4,9	5,8	7,5	7,4	6,4	3,3
Malaisie	31	3,9	5,3	9,1	8,6	9,8	8,8	3,4
Philippines	32	-1,3	4,8	6,2	5,9	2,4	-1,0	-0,9
Thaïlande	40	5,4	9,5	13,2	12,0	10,0	7,9	5,7
NEI	208	7,5	12,1	9,5	6,3	6,7	7,2	6,6
Amérique latine	732	1,4	2,8	1,0	1,2	0,6	3,1	-0,8
Brésil	236	3,7	3,6	-0,0	3,3	-4,0	1,2	-0,6
Mexique	163	-0,7	1,7	1,4	3,4	4,4	3,6	-0,5
Argentine	74	0,2	2,5	-2,7	-4,4	0,4	4,5	-2,0
Chili	17	-0,4	5,7	7,4	10,0	2,1	5,0	1,6
Pérou	22	0,5	8,3	-8,3	-11,9	-4,6	2,0	-2,9
Venezuela	58	0,2	4,5	6,3	-7,8	5,3	9,2	-1,7
Ensemble des pays <sup>3</sup>	2.420	3,4	4,0	4,3	3,4	3,4	3,5	1,2

<sup>1</sup> Année budgétaire. <sup>2</sup> Année commençant le 21 mars. <sup>3</sup> Calculs effectués sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1984-86.

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

eu lieu sous forme d'investissements directs étrangers, de capitaux à court terme, d'un rapatriement de capitaux évadés et d'un modeste retour de ces pays sur les marchés financiers internationaux. En outre, la forte *baisse des taux d'intérêt dans le monde*, spécialement des taux courts aux Etats-Unis, a allégé de plus de \$5 milliards les paiements d'intérêts des pays en développement. Comme les taux ont augmenté dans beaucoup de ces pays, les entrées de capitaux ont été encore encouragées et les taux de change soumis à des pressions à la hausse, entraînant, dans certains cas, une érosion de la compétitivité. Enfin, les réformes économiques, notamment la libéralisation des échanges commerciaux, la privatisation et la déréglementation, ont amené une *ouverture accrue aux échanges et aux investissements extérieurs*. A court terme, les balances commerciales se sont détériorées car les mesures prises ont surtout favorisé les importations. Toutefois, à plus long terme, ces réformes s'avéreront sans doute bénéfiques et stimuleront les investissements et le potentiel d'exportations.

### *Evolution dans les NEI*

Les quatre NEI ont traversé l'an dernier différentes phases du cycle conjoncturel. La Corée du Sud et Singapour ont enregistré une baisse de croissance due à des politiques d'assainissement et à une contraction des exportations respectivement, tandis que Taïwan et Hong Kong se trouvaient au premier stade de la reprise. A *Taïwan*, l'impulsion essentielle est venue d'un redressement de l'investissement fixe des entreprises et d'une progression des exportations, qui s'expliquent par la modération des hausses salariales nominales, les retombées des investissements directs effectués précédemment dans les pays de l'ANASE (Association des nations de l'Asie du Sud-Est) et la vigueur de l'activité au sud de la Chine. Ce dernier élément a même revêtu une plus grande importance à *Hong Kong*, le secteur manufacturier employant quelque 3 millions de salariés dans le sud de la Chine, contre moins de 0,7 million à Hong Kong. Il se pourrait, par conséquent, que sur les deux dernières années la croissance annuelle du PNB en volume ait dépassé de 2 points environ celle du PIB réel.

En *Corée du Sud*, la réorientation des priorités de la politique économique vers la réduction de l'inflation et le renforcement de la position extérieure a contribué à freiner sensiblement l'expansion des investissements fixes des entreprises, parallèlement au resserrement de la politique monétaire et au durcissement de la réglementation des permis de construire. Grâce à la dépréciation du taux de change nominal et à la baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre, la progression des exportations s'est légèrement accélérée en volume. Toutefois, en raison de la lente décélération de la croissance de la demande intérieure, la contribution des exportations nettes au PIB a été une nouvelle fois négative, et le déficit courant s'est élevé à près de 3½% du PIB. A *Singapour*, les politiques de régulation de la demande n'ont guère été modifiées, puisque le taux d'inflation s'est maintenu à un faible niveau et que l'excédent des paiements courants s'est accru. La production s'est ralentie sous l'effet du recul de la demande sur

Reprise à Taïwan  
et à Hong Kong ...

... mais ralentis-  
sément de la  
croissance en  
Corée du Sud ...

... et à Singapour

les grands marchés d'exportation, ce qui a provoqué à son tour une réduction des investissements productifs fixes. Enfin, la contraction des activités bancaires extra-territoriales et la diminution du volume des transactions sur le marché des changes ont entraîné, après les taux d'expansion très élevés de ces cinq dernières années, un repli du secteur des services financiers.

### *Production réelle et inflation dans les pays en développement*

Redressement  
de l'activité  
et baisse de  
l'inflation en  
Amérique latine ...

En Amérique latine, la croissance s'est élevée à 3% l'an dernier, malgré une baisse de la demande d'exportations et une dégradation de plus de 5% des termes de l'échange. Pour la première fois depuis 1987, le revenu par habitant ne s'est pas contracté. Le rythme moyen de l'inflation a nettement diminué, revenant de près de 1.600% à moins de 200% (voir tableau ci-dessous). Parmi les pays qui avaient enregistré en 1990 des hausses de prix égales ou supérieures à 1.000%, quelques-uns sont parvenus à supprimer ou à éliminer les principales sources d'inflation. La décélération a aussi été sensible dans les pays où les hausses étaient comprises entre 25–30% en 1990.

... par suite  
de l'adoption  
de réformes et  
de politiques  
plus rigoureuses

Ce résultat positif est imputable dans une large mesure aux politiques poursuivies les trois années précédentes, au cours desquelles certains pays ont adopté des réformes visant à créer des conditions plus favorables à une croissance durable. Dans toute la région, les politiques monétaires et budgétaires ont été resserrées et des mesures ont été prises pour diminuer le

Inflation dans les pays en développement et les NEI							
Pays et groupe de pays	1980–85	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	moyenne	variation en % des prix à la consommation					
Afrique et Moyen-Orient	11,5	11,5	16,5	19,0	17,5	14,0	18,5
Égypte	14,0	23,9	19,7	17,6	21,3	16,8	19,8
Nigeria	18,7	5,4	10,2	38,3	51,0	7,1	15,0 <sup>1</sup>
Asie	7,5	12,4	12,5	18,5	13,5	9,0	9,5
Chine	4,1	7,0	8,8	20,7	16,3	2,1	3,4
Corée du Sud	7,1	2,8	3,0	7,1	5,8	8,6	9,5
Inde	9,3	8,7	8,8	9,4	6,2	9,0	12,0 <sup>1</sup>
Indonésie	9,7	5,9	9,2	8,0	6,4	7,5	9,5
Philippines	20,5	0,8	3,8	8,8	10,5	12,7	18,0
Thaïlande	4,9	1,8	2,5	3,9	5,4	5,9	6,0
Amérique latine	128,5	91,5	130,0	292,0	910,5	1.568	193,0
Argentine	322,5	90,0	131,5	343,0	3.080	2.314	172,0
Brésil	149,0	150,0	219,0	582,0	1.325	3.118	428,0
Mexique	60,5	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7	22,7
Pérou	102,0	77,9	85,8	667,0	3.399	7.482	410,0
Ensemble des pays <sup>2</sup>	45,0	35,5	49,5	101,0	286,0	482,0	67,5

<sup>1</sup> Estimations. <sup>2</sup> Calculs effectués sur la base des pondérations du PIB et des taux de change de 1984–86.  
Sources: FMI, Statistiques financières internationales, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.

rôle du secteur public par la privatisation d'entreprises d'Etat et le démantèlement des réglementations administratives. Les activités financières ont été libéralisées, les subventions de taux d'intérêt réduites ou supprimées et dans la plupart des pays les taux d'intérêt réels sont désormais positifs. Enfin, on s'est généralement efforcé de favoriser une croissance fondée sur l'exportation, notamment par l'adoption de politiques de taux de change plus compétitifs, et l'élimination partielle des taxes à l'exportation et des restrictions aux importations.

Au début, les coûts économiques et sociaux de cette réorientation ont été élevés, avec une contraction cumulée de 3½% du revenu par habitant en 1988–90 et une progression généralisée du chômage. Peu à peu, toutefois, ces nouvelles politiques semblent avoir ramené la confiance parmi les agents économiques étrangers et nationaux. Les entrées nettes de capitaux ont pratiquement doublé l'an passé et, pour la première fois depuis 1981, on a assisté à un transfert net de ressources vers l'Amérique latine. Bien plus, la reprise de la demande intérieure a été tirée par les investissements productifs fixes, financés en partie par des apports de capitaux. Enfin, on a relevé des signes de réduction de la prime de risque sur les actifs financiers et l'on a constaté un moindre besoin d'infléchir massivement les politiques pour signaler les intentions des autorités.

Ces évolutions positives ont été particulièrement manifestes au Mexique et au Chili, qui ont mis en place depuis plusieurs années des programmes d'assainissement et de restructuration. Au Mexique, l'association de la politique des revenus à la rigueur budgétaire a permis de freiner l'inflation et d'intensifier l'expansion des investissements productifs fixes. Même hors recettes des privatisations, le déficit du secteur public de ce pays s'est atténué l'an dernier, ce qui donne à penser que l'aggravation du déficit extérieur est imputable à une insuffisance croissante d'épargne dans le secteur privé. Au Chili, la progression du PIB en volume s'est accélérée en 1991, les politiques étant graduellement assouplies sous l'effet de la décélération de l'inflation. En dépit d'un excédent budgétaire, la banque centrale – désormais indépendante – a rencontré d'importantes difficultés pour modérer l'expansion de la masse monétaire et a eu recours en définitive à une réévaluation du peso afin d'endiguer l'afflux de capitaux étrangers. Au Venezuela, le volume du PIB a augmenté encore plus fortement, en raison d'une politique budgétaire expansionniste et des investissements massifs dans le secteur pétrolier. L'Argentine a connu son rythme de croissance le plus élevé depuis 1986: la suppression de l'indexation des salaires, combinée à l'introduction de la convertibilité extérieure de la monnaie et de réformes budgétaires et monétaires, a en effet permis d'atténuer les anticipations d'inflation. Le Pérou a recouru à des politiques monétaire et budgétaire rigoureuses et à des réformes structurelles pour juguler l'hyperinflation.

Au Brésil, il n'est pas encore certain que la dixième réforme de grande envergure lancée depuis 1979 réussira à enrayer durablement l'inflation et à inverser le recul de la production. La croissance du PIB en volume n'a atteint que 1,2% en 1991 et le rythme d'expansion s'est ralenti au cours de l'année. La capacité de financement du secteur public (concept opérationnel)

Coûts initiaux élevés ...

... mais renforcement de la confiance

Résultat positif au Mexique ...

... au Chili ...

... et dans d'autres pays ...

... mais pas  
encore au Brésil

s'est, semble-t-il, maintenue l'an passé, malgré le dépassement de l'objectif budgétaire dû à des dépenses excessives de l'Etat et des collectivités locales. Un processus de déréglementation et d'ouverture de l'économie à la concurrence étrangère s'est aussi amorcé, mais l'influence du secteur public est toujours importante et plusieurs projets de privatisation ont échoué. Enfin, si le taux d'inflation a sensiblement baissé par rapport à 1990, les hausses de prix mensuelles se sont accélérées au second semestre de 1991, pour s'élever en moyenne à 25% au premier trimestre de cette année. Globalement, il apparaît que les autorités sont parvenues à resserrer progressivement leurs politiques budgétaire et monétaire. Toutefois, en l'absence d'un consensus politique sur des réformes structurelles et d'une nette «rupture» des anticipations d'inflation, ces mesures ont surtout eu pour effet, dans un premier temps, de comprimer la production réelle et l'emploi.

Persistance d'in-  
certitudes sur les  
perspectives à  
terme rapproché

Dans l'ensemble, les résultats macro-économiques des pays d'Amérique latine l'an dernier constituent un changement significatif par rapport aux années d'inflation élevée et de croissance faible ou négative de la production. Il convient néanmoins de ne pas extrapoler mécaniquement les performances récentes. Dans le passé, un certain nombre de réformes avaient tout d'abord donné de bons résultats, pour échouer par la suite du fait de la persistance des déséquilibres fondamentaux. La baisse de l'inflation observée en 1991 découle également de mesures temporaires et/ou d'une appréciation de la monnaie, et les effets de nature exceptionnelle de la diminution des prix expliquent en partie le retour à une croissance positive. En conséquence, les perspectives à terme rapproché dépendront de la consolidation des progrès réalisés sur le plan de l'inflation par le biais de mesures de stabilisation plus vastes. Par ailleurs, dans de nombreux cas, les réformes et le repli de l'inflation se sont accompagnés d'une contraction substantielle de la part des salariés dans le revenu national. En fait, les modifications intervenues dans sa répartition ont été telles qu'une résurgence des revendications salariales en termes réels ne peut être exclue. Au Mexique, les salaires réels ont chuté de plus de 20% depuis 1980, cependant que le revenu réel par habitant reculait de 5%. Au Pérou, l'impact de la redistribution a été encore plus prononcé, avec une érosion des salaires réels de 60% depuis 1980, chiffre plus de deux fois supérieur à celui de la baisse du revenu par habitant. Enfin, même dans les pays où les meilleurs résultats ont été obtenus, les coûts des politiques mises en place ont été élevés, ce qui risque de provoquer une «lassitude des réformes» avant que les acquis ne soient consolidés. Au Chili, ce n'est qu'en 1989 que le revenu réel par habitant a retrouvé son niveau de 1981, et en Bolivie il se situe toujours 20% en deçà de celui de 1980.

Développements  
au Moyen-Orient  
affectés par la  
guerre ...

1991 aura été marquée au *Moyen-Orient* par des différences significatives en termes d'évolution macro-économique, du fait principalement des conséquences de la guerre du Golfe. Ces deux dernières années, l'*Iran* a connu une reprise vigoureuse, due en partie à une hausse de ses recettes pétrolières, mais également au démantèlement du système centralisé en place précédemment. L'expansion de la production a aussi été forte en

Arabie Saoudite, même si les coûts liés à la guerre ont peut-être atteint 40% du PIB, dont moins de la moitié a été compensée par des revenus pétroliers supplémentaires. La fermeture de la Bank of Credit and Commerce International (BCCI) a eu, quant à elle, des répercussions considérables pour les *Etats du Golfe*. Dans d'autres pays, d'importants mouvements de population pendant et après les hostilités ont provoqué de sérieux problèmes d'ajustement. En *Jordanie* et au *Yémen*, le retour des salariés migrants a fait monter le taux du chômage à plus de 25%. Outre les coûts sociaux que cette évolution a entraînés, les pertes liées aux moindres transferts de fonds des travailleurs émigrés vont créer de graves difficultés à moyen terme, même si dans l'immédiat la demande et la production intérieures ont probablement été stimulées. L'*Egypte* est peut-être le pays qui, au niveau économique, a retiré le plus grand bénéfice de la guerre, bien que le retour au pays des salariés migrants soit venu encore accroître le nombre déjà élevé des sans-emploi et que la diminution des transferts de fonds des salariés employés à l'étranger ait amplifié la baisse des revenus réels des ménages. Les transferts en provenance des *Etats du Golfe*, conjugués à un allègement substantiel du fardeau de l'endettement vis-à-vis de l'étranger (voir page 52), ont contribué à améliorer le solde extérieur et à réduire le déficit budgétaire. Par ailleurs, le rythme de l'inflation a été maintenu en deçà de 20% grâce à un resserrement marqué de la politique du crédit. Des mesures ont en outre été prises l'an dernier pour renforcer le secteur financier: déplafonnement des taux d'intérêt, abandon du système de double taux de change, introduction d'adjudications de bons du Trésor et adoption de directives plus strictes en matière d'évaluation des prêts.

... les mouvements de population ...

... et les réformes

La guerre du Golfe et la fermeture de la BCCI ont eu également un impact défavorable sur plusieurs pays d'*Afrique*. Des troubles politiques et sociaux se sont par ailleurs produits dans tout le continent et ont gravement affecté la production nationale et les échanges extérieurs. Il convient de considérer ces difficultés à la lumière d'une décennie de baisse du revenu par habitant (plus de la moitié de la population de l'Afrique subsaharienne vit désormais en situation de «pauvreté absolue»), d'un accroissement du chômage, d'un investissement faible et en recul ainsi que d'un alourdissement du poids de la dette. Les pays africains doivent affronter de nombreux problèmes, mais quatre obstacles principaux entravent la croissance: manque de diversification des exportations et sensibilité élevée aux variations des termes de l'échange; croissance démographique de près de 3% par an et progression encore plus rapide de la population active; insuffisance de l'épargne nationale; politiques structurelles et de régulation de la demande inadaptées. Si ces problèmes sont les plus criants dans les pays à faible revenu, tributaires des exportations de produits de base non pétroliers, ils sont aussi présents au *Nigeria*, où le pétrole représente plus de 95% du total des recettes d'exportations. Au cours de la période 1980-87, le revenu réel par habitant s'y était contracté de plus de 25% et un excédent budgétaire important avait fait place à un déficit. L'an dernier, à la suite de la baisse du prix du pétrole, la croissance du PIB s'est ralentie et l'accroissement du déficit budgétaire a été en grande partie financé par des concours

Problèmes en suspens en Afrique

bancaires, ce qui a entraîné un large dépassement de l'objectif de crédit. Du fait également du renchérissement des coûts intérieurs de l'énergie, le taux d'inflation a plus que doublé, et cette accélération s'est poursuivie en début d'année.

Politiques restrictives en Asie du Sud-Est

L'évolution récente de plusieurs pays de l'ANASE se caractérise par une croissance élevée induite par la demande intérieure et les investissements directs étrangers. Ce schéma s'est cependant quelque peu modifié l'an passé, certains pays ayant dû adopter des mesures restrictives pour faire face à l'aggravation de leurs déficits extérieurs, à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, aux goulets d'étranglement dans le domaine des infrastructures et aux tensions inflationnistes. En *Indonésie*, le resserrement de la politique monétaire (notamment la limitation des emprunts à l'étranger et les taux d'intérêt réels supérieurs à 15%) a tempéré l'expansion de la demande intérieure et contenu le rythme de l'inflation ainsi que le déficit extérieur. En *Malaisie* également, une politique monétaire plus sévère a permis de tempérer l'accélération des prix malgré l'apparition de tensions sur le marché du travail. Néanmoins, les dépenses d'investissement fixe se sont à nouveau fortement accrues et ont augmenté le volume du PIB de près de 25% sur l'ensemble des trois dernières années. Parallèlement, le déficit extérieur s'est creusé, à 10% du PIB, en raison des déséquilibres financiers croissants, dans le secteur tant privé que public. La faiblesse de l'épargne nationale constitue aussi un problème en *Thaïlande*, de même qu'aux *Philippines*, où un taux de 16% seulement est nettement insuffisant pour financer les investissements nécessaires à l'absorption d'une population active en progression rapide. L'an passé, ce dernier pays a enregistré un recul de sa production en volume, dû en partie à une série de catastrophes naturelles, mais aussi au resserrement de ses politiques budgétaire et monétaire. Celles-ci ont contribué à réduire les déficits budgétaire et extérieur, alors que le taux d'inflation n'a amorcé sa décélération qu'en fin d'année.

Forte production en Chine et réformes structurelles en Inde

Les résultats économiques des deux plus grands pays d'Asie font apparaître des différences importantes, et certains de leurs problèmes à long terme ne sont toujours pas résolus. En *Chine*, la croissance du PIB s'est accélérée, stimulée par une vigoureuse expansion de la production industrielle et de toutes les composantes de la demande intérieure. Inversement, en *Inde*, la progression du PIB est tombée à 2% seulement, par suite de la stagnation du secteur industriel et d'une politique budgétaire plus rigoureuse. En *Chine*, la bonne tenue des exportations a constitué un facteur supplémentaire de dynamisme (voir Chapitre IV), alors qu'en *Inde* l'aggravation progressive du déficit commercial et l'érosion des réserves de change ont amené le gouvernement à dévaluer la monnaie en juillet et à introduire une convertibilité partielle en début d'année. Ces mesures font partie de deux programmes visant à ouvrir le pays à la concurrence étrangère et à déréglementer et privatiser l'économie nationale. A ce jour, les réformes n'ont toutefois guère permis de réduire le poids du secteur public. Tel est le cas également en *Chine*, où les entreprises d'Etat déficitaires ont été pour beaucoup dans les dépassements budgétaires. Cependant, contrairement à

l'Inde, où l'épargne privée stagne et où une large part du déficit budgétaire est financée par des crédits bancaires, en Chine, ce déficit ne présente pas de risque majeur pour la hausse des prix ou l'équilibre extérieur, l'épargne des ménages s'étant accrue à plus de 10% du PIB.

### Evolution des échanges et des paiements courants dans les pays en développement

Globalement, le déficit des paiements courants des pays en développement (à l'exclusion des NEI) s'est fortement creusé en 1991 (voir tableau ci-dessous). Les détériorations les plus marquées ont porté sur la balance commerciale et l'excédent traditionnellement important des transferts unilatéraux, qui s'est contracté de près de \$17 milliards.

Cette évolution générale peut en grande partie s'expliquer par la dégradation massive intervenue au *Moyen-Orient*, directement liée aux répercussions du conflit du Golfe. Outre la baisse du prix du pétrole, ce conflit a en effet désorganisé les relations commerciales dans la région, occasionné des dommages importants et obligé ces pays à assumer le coût financier de la guerre puisqu'ils n'ont pas bénéficié des contributions de l'Allemagne et du Japon. L'augmentation des livraisons de pétrole, en provenance surtout d'Arabie Saoudite et d'Iran, n'a pas suffi à compenser ces pertes, tandis que la croissance des exportations des autres pays est demeurée médiocre. Par ailleurs, la reconstruction a nécessité un accroissement des achats à l'étranger, alors que les paiements liés à la guerre gonflaient le déficit des transferts unilatéraux à pratiquement \$30 milliards. Dans la seule Arabie Saoudite, on estime que la hausse vertigineuse des importations et des versements au titre des transferts a creusé le déficit

Détérioration massive au Moyen-Orient ...

Balance des paiements courants des pays en développement <sup>1</sup>									
Groupe de pays	Balance des paiements courants			dont					
				Balance commerciale			Paiements d'intérêts		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
en milliards de dollars EU									
Pays en développement	-45,9	-23,5	-90,8	21,0	51,4	9,3	79,6	80,9	75,2
Afrique	- 8,7	- 4,4	- 8,6	- 2,3	2,9	- 0,9	11,5	12,4	12,4
Asie	-23,9	-17,0	-17,1	-18,9	-12,9	-11,3	16,3	17,1	17,3
Moyen-Orient	- 7,2	2,1	-45,7	12,9	31,6	9,7	12,1	12,6	9,9
Amérique latine	- 6,1	- 4,2	-19,4	29,3	29,8	11,8	39,7	38,8	35,6
<i>Pour mémoire:</i>									
Pays en développement exportateurs de combustibles <sup>2</sup>	-11,2	4,6	-59,7	49,0	78,9	41,9	29,4	29,3	25,6
Pays en développement non exportateurs de combustibles	-34,9	-28,2	-31,0	-28,0	-27,5	-32,5	50,1	51,7	49,7
NEI	24,1	14,5	9,9	19,3	7,5	2,8	5,7	4,8	5,0

<sup>1</sup> A l'exclusion des NEI. <sup>2</sup> Pays dont les exportations de combustibles ont représenté plus de 50% de leurs exportations de biens et services en 1984-86.  
Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.

Indicateurs du commerce extérieur des pays en développement <sup>1</sup>				
Groupe de pays	Période	Exportations en volume	Importations en volume	Termes de l'échange
Pays en développement	1985-89	8,6	0,7	- 7,4
	1990	5,3	3,8	4,7
	1991	3,9	8,0	- 5,3
Afrique	1985-89	3,6	0,9	-15,3
	1990	5,5	4,4	7,2
	1991	4,0	1,2	- 9,2
Asie	1985-89	11,1	1,4	- 4,1
	1990	11,0	4,2	- 1,2
	1991	11,3	8,5	- 0,1
Moyen-Orient	1985-89	10,6	-3,8	-13,4
	1990	-0,5	1,1	16,3
	1991	-3,8	2,5	-10,0
Amérique latine	1985-89	5,0	3,8	- 4,2
	1990	4,6	6,0	- 1,1
	1991	3,2	15,6	- 5,2
<i>Pour mémoire:</i>				
<i>Pays en développement exportateurs de combustibles<sup>2</sup></i>	1985-89	9,0	-2,9	-13,7
	1990	3,1	6,4	15,8
	1991	0,8	9,7	-10,8
<i>Pays en développement non exportateurs de combustibles</i>	1985-89	8,2	3,2	- 3,4
	1990	6,9	1,9	- 3,2
	1991	6,2	6,7	- 1,2
NEI	1985-89	15,5	18,0	2,2
	1990	6,2	10,5	- 1,3
	1991	13,4	18,5	1,0

<sup>1</sup> A l'exclusion des NEI. <sup>2</sup> Pays dont les exportations de combustibles ont représenté plus de 50% de leurs exportations de biens et services en 1984-86.  
Sources: FMI, Perspectives de l'économie mondiale et données nationales.

des paiements courants qui, d'un peu plus de \$4 milliards en 1990, est passé à plus de \$20 milliards l'an dernier.

... et facteurs défavorables en Afrique

Bien que le conflit du Golfe ait aussi affecté les comptes extérieurs d'un certain nombre de pays d'Afrique, leur situation a été essentiellement déterminée par l'évolution défavorable des marchés. Tributaires d'exportations de produits de base sensibles aux aléas de la conjoncture, beaucoup de pays africains ont vu la croissance de leurs ventes à l'étranger se ralentir et leurs termes de l'échange se dégrader de manière significative (voir tableau ci-dessus).

Dégradation aussi en Amérique latine ...

A plus de \$19 milliards, le déficit courant total de l'Amérique latine a fortement augmenté l'an dernier, du fait entièrement de la baisse de l'excédent commercial. En revanche, la diminution des taux d'intérêt dans le monde a sensiblement soulagé ces pays, le coefficient du service des intérêts

étant ramené à un peu plus de 21%, contre un tiers environ au début des années quatre-vingt.

Affaiblie par la surévaluation des monnaies et l'absence de continuité de leurs politiques de stabilisation, la croissance des exportations en Amérique latine a été fort ténue sur l'ensemble des années quatre-vingt, cependant que les importations se redressaient peu à peu après leur chute spectaculaire du début de la décennie. Néanmoins, de nombreux pays d'Amérique latine se sont évertués à améliorer leurs résultats à l'exportation et à accroître l'efficacité de leur économie. Parmi les mesures adoptées figurent notamment le passage à des taux de change plus compétitifs, le démantèlement de barrières commerciales protectionnistes, une plus grande ouverture aux investissements étrangers à vocation exportatrice et, d'une manière plus générale, une diversification des exportations.

La vive accélération des importations l'an dernier doit être considérée comme l'aboutissement des politiques de réformes et de la reprise de la demande intérieure, plutôt que comme la persistance des déséquilibres économiques du début des années quatre-vingt. Parallèlement, l'anémie du principal marché d'exportation de la région, les Etats-Unis, est pour beaucoup dans le manque de vigueur des ventes à l'étranger, même si l'insuffisance des capacités de production, consécutive à la faiblesse des investissements pendant des années, a joué un rôle dans cette évolution. En outre, les tensions sur les taux de change réels provoquées par l'accroissement des entrées de capitaux ont stimulé la progression des importations tout en freinant celle des exportations. L'absence de dynamisme de la demande extérieure a également contribué à une chute de 4½% de la valeur en dollars des ventes à l'étranger, ce qui a entraîné un recul des termes de l'échange pour la septième année de suite.

Ce phénomène a été visible dans la plupart des pays d'Amérique latine l'an dernier, avec une expansion particulièrement vigoureuse du volume des importations en Argentine, au Mexique et au Venezuela. La situation a toutefois été légèrement différente au Brésil et au Chili. Tant les exportations que les importations ont enregistré une progression modeste au Brésil, tandis qu'au Chili la croissance des achats à l'étranger était également faible, en raison surtout des effets différés de politiques d'ajustement antérieures.

Bien que, globalement, la position des paiements courants de l'Asie (à l'exclusion des NEI) ait très peu varié l'an dernier, les évolutions des divers pays ont été très contrastées. D'un côté des déficits importants et croissants (Thaïlande, Indonésie et Malaisie), de l'autre un déficit en baisse (Inde) et un excédent élevé (Chine). De nombreux pays asiatiques ont fait montre d'une remarquable capacité de résistance à la récession dans les pays anglo-saxons et au fléchissement de la croissance dans les autres nations industrialisées, les échanges intra-régionaux poursuivant leur vive expansion. Au total, la croissance en Asie ne s'est guère ralentie, de sorte que les exportateurs de ces pays ont trouvé des marchés dynamiques chez leurs voisins, qui ont en partie compensé l'essoufflement des débouchés ailleurs. Les ventes à l'étranger ont progressé de quelque 11% en volume, sans changement par rapport aux années précédentes. A noter cependant que la persistance

... malgré des politiques de développement des échanges

Raisons de l'affaiblissement de la balance commerciale

Positions extérieures en Asie ...

... caractérisées par la croissance au sein de la région ...

d'une croissance rapide a également entraîné une accélération de l'expansion des achats à l'étranger.

... et des différences d'un pays à l'autre

Les principaux pays à s'être illustrés par le dynamisme continu de leurs exportations et importations sont la Thaïlande et la Malaisie. Les ventes à l'étranger, de produits manufacturés essentiellement, ont été dans une large mesure générées par les investissements directs étrangers à vocation exportatrice. Toutefois, conjuguées à l'essor de la demande intérieure, ces entrées de capitaux ont provoqué une hausse brutale des importations et les déficits courants se sont creusés, pour atteindre entre 8 et 10% du PIB. La Chine a aussi enregistré un développement très vigoureux de ses échanges commerciaux, les exportations et les importations augmentant de près de 20% en dollars courants dans chaque cas (voir Chapitre IV). Ailleurs, les déséquilibres internes et externes ont contraint des pays tels que les Philippines, l'Inde et l'Indonésie à comprimer leur demande de produits étrangers par le biais de politiques nationales plus sévères ou de limitation des importations. Comme les exportations de ces pays n'ont que faiblement progressé, leurs balances du commerce extérieur et des paiements courants se sont peu améliorées.

#### *Endettement extérieur des pays en développement*

L'an dernier, certains des pays à revenu intermédiaire les plus lourdement endettés ont accompli des progrès manifestes dans le règlement à plus long terme des problèmes de la dette extérieure excessive dont ils souffrent depuis près d'une décennie. Parallèlement, nombre de pays parmi les plus défavorisés n'ont pas avancé dans la voie d'une croissance économique durable, et plusieurs autres nations, notamment celles de l'ex-Union soviétique et d'Europe de l'Est (voir page 75), ont rencontré des difficultés de service de la dette qui ne semblent pas prêtes d'être résolues.

Fardeau de la dette globalement peu modifié

Pour le groupe des pays en développement, la dette extérieure totale exprimée en dollars s'est légèrement accrue. Le ratio du service de la dette n'a, en revanche, pas varié cependant que la répartition géographique de l'endettement s'est améliorée. Un certain nombre de pays dynamiques, en particulier ceux d'Asie qui sont capables de faire face à de nouvelles obligations de service de la dette, ont augmenté leurs emprunts étrangers, tandis que les pays lourdement endettés à revenu intermédiaire, notamment ceux qui mettent en œuvre des programmes d'ajustement cohérents, sont parvenus à réduire un peu leur endettement. Autre évolution salubre, des flux substantiels de capitaux ont eu lieu sur une base volontaire, en direction de plusieurs pays débiteurs auparavant en difficulté, surtout en Amérique latine. Du fait de ces entrées, la nécessité s'est moins fait sentir de recourir à de nouveaux montages d'argent frais et au rééchelonnement de dette comme sources de financement extérieur.

Entrées massives de capitaux au Mexique ...

Le Mexique, premier pays à appliquer un plan de réduction de son endettement assorti d'un soutien officiel, a attiré des capitaux étrangers sous diverses formes et a considérablement accru ses réserves de change.

Les flux d'investissements directs et indirects ont totalisé quelque \$12 milliards et les émissions sur le marché international des titres se sont élevées à \$9 milliards. Le retour des capitaux évadés a été chiffré à plus de \$5 milliards.

L'Argentine et le Brésil ont fait des progrès dans la solution de leurs problèmes d'endettement et, à l'instar du Mexique, ont bénéficié d'importants investissements directs étrangers. En avril 1992, l'Argentine a conclu un projet d'accord avec ses créanciers bancaires, couvrant \$11 milliards de dettes à moyen et à long terme et \$8 milliards d'arriérés. Il prévoit une série d'options similaires à celles contenues dans les programmes de l'ancien plan Brady. Le FMI et d'autres créanciers publics soutiendront financièrement ce programme.

... et progrès en Argentine ...

Le Brésil, le plus endetté vis-à-vis de l'étranger de tous les pays en développement, s'efforce actuellement de réaménager sa dette à moyen et à long terme envers ses créanciers publics et privés. En février 1992, un accord de principe a été réalisé avec le Club de Paris portant sur le rééchelonnement de \$23 milliards de dettes à l'égard des créanciers bilatéraux officiels. Peu avant, le FMI avait octroyé un crédit de confirmation de \$2,1 milliards, dont une partie sera affectée à la réduction de la dette bancaire et de son service.

... et au Brésil

L'expérience récente de l'Inde montre comment une action menée au bon moment et de manière coordonnée par les autorités nationales et les institutions financières internationales peut empêcher l'apparition d'une crise de trésorerie et permettre à un pays d'assurer le service de sa dette extérieure. Au premier semestre de 1991, les préoccupations concernant à la fois la stabilité politique, l'alourdissement croissant du fardeau de la dette extérieure et la détermination des autorités à mettre en place des politiques économiques appropriées ont eu pour effet d'inverser les apports soutenus de capitaux enregistrés précédemment en provenance des banques créancières; le pays a ainsi dû opérer des ponctions sévères sur ses réserves de change qui, en août, ne représentaient plus que l'équivalent de trois semaines d'importations environ. L'Inde a alors annoncé une modification radicale de sa stratégie de développement, abandonnant sa politique de repli pour une approche reposant sur une libéralisation progressive et un désengagement de l'Etat dans les domaines commercial et industriel. A l'appui de cette stratégie, et afin de résoudre la crise des paiements, le FMI et la Banque mondiale ont mis des fonds à la disposition du pays et, en mars 1992, les réserves étaient remontées à un meilleur niveau. Toutefois, la dette extérieure de l'Inde s'est régulièrement accrue au cours des dernières années, pour dépasser largement \$70 milliards aujourd'hui, ce qui la place parmi les plus importants débiteurs au sein des pays en développement. En outre, le poids du service de la dette s'est alourdi, car une bonne partie des nouveaux crédits ne sont pas accordés à des conditions privilégiées.

Action menée au moment opportun en Inde ...

Ailleurs, les efforts accomplis pour résoudre les problèmes actuels de la dette ont été laborieux. Au cours de l'été 1991, les Philippines sont devenues le premier pays à bénéficier d'un accord préliminaire concernant un deuxième montage financier dans le cadre du plan Brady. Toutefois, les

... mais prolongement des négociations aux Philippines ...

objectifs du programme du FMI sur lesquels cet accord était établi n'ont pas été atteints et un nouvel accord a dû être négocié avec les banques. L'arrangement ainsi conclu, finalisé en février 1992, couvre pratiquement la totalité des \$5 milliards restants de dette bancaire éligible rémunérée aux conditions du marché. Les créanciers ont le choix entre un rachat au comptant, la conversion de prêts existants en obligations garanties, assorties de taux d'intérêt peu élevés, et un apport d'argent frais.

... et au Nigeria

Les négociations entre le Nigeria et ses banques créancières sur un endettement de plus de \$5 milliards se sont également prolongées. Elles ont finalement abouti en décembre 1991, mais seulement après le règlement immédiat par ce pays de la totalité de ses arriérés d'intérêts. N'ayant pas obtenu de financement officiel pour son programme de réduction de la dette, le Nigeria envisage d'utiliser ses propres ressources. A fin 1991, ses réserves officielles se montaient à \$4,4 milliards, soit l'équivalent de plus de six mois d'importations. L'accord de principe conclu avec les banques prévoit des rachats assortis d'une décote de 60%, une conversion des dettes à leur valeur nominale en obligations garanties et l'apport d'argent frais, mais aucun établissement n'a retenu cette dernière option.

Allègement de la dette: complément aux politiques de stabilisation

L'expérience à ce jour montre que la réduction de la dette et de son service peut compléter utilement un programme vaste et durable d'ajustement structurel et de stabilisation macro-économique. Certains des problèmes potentiels que l'on avait anticipés lorsqu'une réduction de la dette a été proposée pour la première fois ne se sont pas révélés insurmontables. Ainsi, le problème du «resquilleur» («free rider»), qui se pose lorsqu'un créancier refuse de participer à un programme bien que bénéficiant de l'amélioration de la cote de crédit du débiteur, a revêtu moins d'acuité du fait de la prise en compte des prix en vigueur sur le marché secondaire et de la mise à disposition d'un nombre suffisant d'options pour répondre aux besoins variés des différents créanciers. Par ailleurs, ces derniers n'ont pas hésité à accorder de nouveaux prêts spontanés aux pays où des programmes de réduction de la dette sont en place. Trois raisons essentielles sont à l'origine de cette attitude. Premièrement, de tels programmes réduisent le risque de transfert, car ils rendent l'introduction de restrictions administratives moins probable. Deuxièmement, une réduction de la dette associée à des mesures de privatisation a contribué à diminuer les déficits budgétaires et les distorsions que provoque le poids excessif de l'Etat dans l'économie. Enfin et surtout, les plans d'allègement de la dette se sont inscrits dans le contexte de politiques à moyen terme, qui ont renforcé les résultats économiques fondamentaux des pays débiteurs.

Extension de l'allègement à la dette officielle de pays à revenu intermédiaire ...

Le succès de ces programmes est attesté par leur extension en 1991 à certains pays à revenu intermédiaire plus faible à titre de couverture de leur dette officielle. Bien que les créanciers publics aient aidé les débiteurs en difficulté en leur fournissant des capitaux lorsque les prêteurs privés sont devenus plus réticents à accroître leurs engagements, les créanciers bilatéraux officiels du Club de Paris ont longtemps hésité à octroyer des allègements sous forme de réduction pure et simple de la dette à des débiteurs autres que les plus pauvres et les plus endettés. Au printemps de 1991, des

accords de principe sur une réduction de la dette officielle et de son service ont été conclus avec deux pays à revenu intermédiaire, à savoir l'Égypte et la Pologne. La principale différence par rapport aux précédents arrangements avec le Club de Paris réside dans le fait que la totalité de l'encours de la dette éligible est couverte et que des réductions allant jusqu'à 50% de la valeur nette actuelle de la dette bilatérale officielle de ces pays sont envisagées. L'allègement sera échelonné sur un certain nombre d'années et est conditionné par la mise sur pied et le respect d'un accord pluriannuel avec le FMI. L'Égypte a également obtenu un allègement de \$14 milliards sur sa dette officielle bilatérale de la part des États-Unis et de quelques pays du Moyen-Orient, en compensation de sa contribution à la guerre du Golfe.

L'appel lancé au Sommet de Londres de 1991 en faveur d'un allègement supplémentaire, au cas par cas, pour les pays les plus défavorisés et les plus endettés constitue un autre développement nouveau dans ce domaine. S'il est vrai que des réductions avaient été accordées à ces pays selon les modalités fixées à Toronto en 1988, l'allègement obtenu jusqu'ici a été limité et, contrairement à de nombreux débiteurs à revenu intermédiaire, la plupart de ces États sont à présent incapables de faire face au fardeau de leur dette. Ceux qui mettent en œuvre des programmes d'ajustement soutenus par le FMI et la Banque mondiale recevront une assistance supplémentaire sous la forme d'une réduction importante de l'encours et du service de la dette bilatérale officielle.

... et nouvelles mesures en faveur des pays les plus défavorisés

## Evolution en Europe de l'Est

1991 aura été une année beaucoup plus difficile que prévu pour les pays d'Europe de l'Est. La chute du volume de la production s'est intensifiée et, dans plusieurs d'entre eux, la baisse cumulée depuis 1989 atteint 30–35%, avec de faibles probabilités d'un retour à une croissance positive dans un avenir proche (voir tableau ci-contre). Malgré la persistance de sureffectifs, la diminution de la production s'est accompagnée d'une vive poussée du chômage avec, il est vrai, des situations très différentes d'une région et d'un secteur à l'autre dans chaque pays. Même pour les personnes qui disposent encore d'un emploi, le niveau de vie s'est brutalement effondré, la libéralisation des prix l'an dernier ayant entraîné d'exceptionnels ajustements de prix, tandis que les politiques des revenus limitaient la hausse des salaires nominaux. Dans ces conditions, on a vu apparaître des signes évidents de lassitude envers les réformes et d'aggravation des troubles sociaux, qui ont débouché, dans certains cas, sur une véritable guerre.

Détérioration des résultats économiques due à:

Quatre causes principales expliquent ces résultats sombres et décevants. Premièrement, l'effet escompté sur l'offre ne s'est pas concrétisé en raison du retard pris dans la mise en place des réformes structurelles, de l'inadaptation des infrastructures, des pénuries de matières premières et de devises ainsi que d'une désintégration des systèmes de production et de distribution due à l'absence de réformes, aux troubles sociaux ou à une guerre civile caractérisée. Deuxièmement (voir Chapitre IV), dans les pays autres que l'ex-Union soviétique, ces facteurs ont été amplifiés par des chocs

l'absence de réaction de l'offre ...

Evolution du PIB réel <sup>1</sup>						
Pays	1981-86	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>
	variation en %, moyenne annuelle					
Hongrie	1,5	4,1	-0,1	-0,2	- 3,3	- 8,0 (-19,0)
Pologne	-0,8	2,0	4,8	0,3	-11,6	- 9,0 (-12,0)
Tchécoslovaquie	2,3	2,4	2,6	1,4	- 0,4	-16,0 (-23,0)
Albanie	3,4	2,0	2,0	2,0	-10,0	-21,0 (-50,0)
Bulgarie	3,7	6,1	2,6	-1,9	-11,8	-23,0 (-28,0)
Roumanie	3,6	0,7	-0,5	-5,9	- 7,4	-13,5 (-22,0)
Union soviétique <sup>3</sup>	3,0	1,6	4,4	2,5	- 2,3	-17,0 (- 8,0)
Yougoslavie <sup>4</sup>	1,1	-1,1	-1,7	0,6	- 8,5	-15,0 (-20,0)
Moyenne <sup>5</sup>	3,0	1,8	3,7	1,7	- 4,1	-16,8 (-11,0)
OCDE	2,7	3,3	4,4	3,3	2,6	0,9 (- 0,5)

<sup>1</sup> Pour l'Union soviétique, variation du produit matériel net jusqu'en 1989. <sup>2</sup> Chiffres provisoires ou estimations; entre parenthèses: production industrielle. <sup>3</sup> Pour 1981-90, les données s'appliquent à l'ex-Union soviétique et pour 1991 à la CEI. <sup>4</sup> Y compris la Croatie, la Slovénie et la Bosnie-Herzégovine. <sup>5</sup> Moyenne pondérée sur la base de la production et des taux de change non commerciaux de 1984-86.

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

... l'effondrement du marché d'exportation ...

extérieurs ayant résulté de l'effondrement inattendu de leur principal marché d'exportation et de la dégradation substantielle des termes de l'échange consécutifs au démantèlement du système de commerce et de paiements du Conseil d'assistance économique mutuelle (CAEM). L'impact global direct a été profond, quoique difficile à évaluer. Une part importante de l'industrie de ces pays est devenue non rentable, du fait qu'elle était tributaire des exportations vers l'ex-Union soviétique et de sources d'énergie bon marché. Troisièmement, afin de réduire le risque d'une spirale salaires-prix, les politiques budgétaires et monétaires ont été sensiblement resserrées ou sont restées restrictives, tandis que les politiques des revenus, visant à contenir la progression des salaires en termes nominaux et réels, ont comprimé davantage encore la demande intérieure. Enfin, nonobstant un ralentissement marqué de la hausse des prix sur les douze derniers mois (voir tableau de la page 61), divers facteurs d'inflation par les coûts ont eu tendance à maintenir la croissance des prix à un niveau relativement élevé. La lenteur de l'ajustement de l'emploi à la chute de la production montre que la productivité du travail a fortement décliné et que la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est accélérée en dépit de la modération des salaires nominaux. Le renchérissement des importations, de l'énergie surtout, a provoqué des tensions supplémentaires sur les coûts, cependant que la persistance d'un comportement non rentable des entreprises publiques constituait une source additionnelle d'inflation.

... et des facteurs d'inflation par les coûts

Ces facteurs fondamentaux, et les chocs extérieurs en particulier, ont eu toutefois un impact très différent selon les pays. Les fluctuations très prononcées des prix relatifs, conjuguées au démantèlement du système d'échanges commerciaux du CAEM, ont rendu plus difficile une évaluation

précise des chocs extérieurs, mais les variations des exportations et des importations (mesurées en dollars EU) donnent une idée approximative de leur importance relative et des ajustements opérés dans chaque pays. Sur cette base, il apparaît que deux des pays les plus avancés dans le processus de transformation (Hongrie et Tchécoslovaquie) ont été en mesure de compenser en partie les effets de l'effondrement des échanges du CAEM par une intensification de leurs exportations vers l'Occident. La Pologne avait enregistré une augmentation similaire en 1990, tandis que l'an dernier elle a dû faire face essentiellement à une vive accélération des importations, surtout en provenance des pays occidentaux.

Croissance vigoureuse des exportations dans quelques pays ...

Dans un deuxième groupe de pays comprenant la Bulgarie, la Roumanie et plus tard l'Albanie, où le processus de réforme n'a démarré qu'en 1991, les quatre éléments défavorables ont tous été présents. L'ajustement aux chocs des demandes intérieure et extérieure a été gravement entravé par les pénuries de matières premières et de biens intermédiaires ainsi que par l'effondrement de la planification centralisée avant qu'un système de remplacement ait pu être mis en place. Compte tenu de l'insuffisance de leurs réserves en devises et de l'accès limité aux crédits étrangers, ces pays ont été contraints en outre de compenser leurs pertes de recettes d'exportations par une compression des importations, ce qui a encore accentué les pénuries. Des facteurs de désintégration politique et économique ont déterminé l'évolution dans certaines parties de l'ex-Union soviétique et en Yougoslavie, surtout au second semestre, lorsque l'aggravation de l'agitation a débouché sur une guerre civile ouverte.

... mais conditions défavorables dans d'autres

### *Evolution dans les pays parvenus à un stade avancé de transition*

La Hongrie a été le premier pays d'Europe de l'Est à adopter des réformes. Bien que de récents indicateurs macro-économiques puissent laisser croire que les performances économiques se détériorent graduellement, des progrès ont été accomplis dans plusieurs domaines. Malgré l'effondrement des échanges commerciaux du CAEM et la dégradation notable des termes de l'échange, l'excédent des paiements courants s'est encore accru. Ce résultat, dû essentiellement à l'expansion des ventes aux pays occidentaux, donne à penser que l'ajustement des prix relatifs aux conditions du marché mondial a été réussi. En outre, les investissements directs étrangers se sont progressivement développés et l'an dernier le total des entrées de capitaux a atteint pratiquement 5% du PIB. Les réserves de change se sont donc sensiblement étoffées et leur accroissement a persisté pendant les premiers mois de 1992. Dans le même temps, l'endettement extérieur net a enregistré un recul significatif.

Plusieurs aspects positifs en Hongrie ...

Si, jusqu'en 1991, le rythme annuel de l'inflation s'est graduellement accéléré, les efforts entrepris pour freiner la hausse des prix ont donné plus récemment des résultats encourageants. L'application d'une politique monétaire rigoureuse, conjuguée à la modération des salaires, a fortement diminué les effets inflationnistes liés à l'adaptation des prix internes aux niveaux mondiaux ainsi qu'à la suppression des subventions. De fait, les

Prix à la consommation (IPC) et salaires nominaux (S)									
Pays		1980-85	1986	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>1,2</sup>
		variation en %, taux annuel							
Bulgarie	IPC	1,0	2,6	2,7	2,4	6,4	26,3	480,0	73,3
	S	3,3	5,1	4,3	7,7	8,8	36,0	150,0	–
Hongrie	IPC	6,7	5,3	8,2	16,5	17,0	28,3	35,0	24,7
	S	7,1	7,4	8,9	11,0	17,0	20,0	23,5	–
Pologne	IPC	32,5	17,7	25,2	60,2	251,1	585,0	70,4	38,1
	S	28,2	21,1	21,5	84,0	283,0	365,0	76,5	–
Roumanie	IPC	5,0	2,0	0,5	2,9	0,6	4,7	165,0	265,0
	S	4,8	1,0	0,5	2,5	4,0	10,6	122,0	–
Tchécoslovaquie	IPC	2,0	0,5	0,1	0,1	1,5	10,0	58,0	10,8
	S	1,8	1,5	2,0	2,3	2,3	3,7	16,5	–
Union soviétique	IPC	1,0	2,0	1,3	0,6	2,0	4,7	95,0	–
	S	2,4	3,0	3,6	8,4	9,5	14,2	70,0	–
Yougoslavie	IPC	47,5	89,8	121,0	194,1	1.240	583,0	118,0	303,0
	S	42,5	105,0	112,5	170,5	1.586	421,0	81,0	–

<sup>1</sup> Chiffres provisoires. <sup>2</sup> Variation sur douze mois jusqu'en mars.  
Sources: FMI, Statistiques financières internationales; ONU, Commission économique pour l'Europe; Institut d'études économiques comparées de Vienne; données nationales.

augmentations de prix se sont concentrées en grande partie sur le premier trimestre, où les subventions ont été réduites, alors que pendant le reste de l'année elles se sont limitées à 1–1½% par mois.

Des progrès notables ont été réalisés dans le domaine de la restructuration et du renforcement du secteur financier, de même qu'en matière d'élargissement de l'éventail des instruments de politique monétaire. Les risques encourus sur les prêts bancaires improductifs ont été en partie réduits par des garanties publiques, et la limitation des dividendes versés par les banques a permis de renforcer les ratios de fonds propres. Malgré l'accroissement de la demande de ressources dans le secteur privé, en raison principalement du démantèlement de grandes entreprises, la Banque Nationale a contenu la progression des encaisses monétaires en deçà de celle du PIB nominal. Enfin, conséquence directe des réformes, le secteur privé a repris la moitié environ des salariés licenciés par les entreprises étatiques. La production des entreprises privées est également en hausse, mais pour l'instant cela ne transparait que partiellement des statistiques officielles du PIB.

... mais aussi quelques difficultés

Parmi les difficultés rencontrées en 1991, il convient de mentionner les retards dans le processus de privatisation engendrés par les problèmes législatifs et les tensions inflationnistes imputables au comportement non compétitif des entreprises d'Etat. La chute de l'investissement fixe et l'accroissement rapide du chômage ont été d'autres éléments négatifs. La situation budgétaire s'est aussi aggravée, les recettes s'étant contractées au même rythme que l'activité économique tandis que les dépenses augmentaient; il semble d'ailleurs que cette dégradation se soit accélérée au premier trimestre de 1992. Enfin, la politique visant à préserver la compétitivité internationale par le biais d'un taux de change ajustable s'est trouvée

de plus en plus confrontée à un dilemme: d'un côté, l'augmentation annuelle des prix de 35% rendait difficile le maintien durable d'un taux nominal fixe; de l'autre, l'ajustement de ce taux en vue de stabiliser le taux de change effectif réel risquait d'alimenter la hausse des prix et les anticipations d'inflation.

La Pologne également a connu des problèmes de taux de change l'an dernier. L'introduction d'une parité fixe par rapport au dollar EU avait constitué l'une des principales mesures destinées à stabiliser les anticipations d'inflation qu'avait déclenchées le programme de réformes de 1990. Il s'est toutefois révélé de plus en plus malaisé de conserver un taux nominal fixe du fait que le rythme de la hausse des prix était nettement supérieur à celui des grands partenaires commerciaux de la Pologne. Comme le montre le Chapitre IV, la monnaie a été dévaluée à plusieurs reprises mais, malgré ces ajustements, la balance des paiements courants s'est dégradée en 1991: les exportations ont, en effet, baissé alors que le volume des importations, sous la vive reprise de la consommation des ménages, s'accroissait de plus de 40%.

L'aggravation du déséquilibre extérieur n'est pas le seul indice attestant que des politiques de libéralisation des prix et de stabilisation sont insuffisantes pour transformer un système auparavant centralisé en une économie de marché. La situation financière des entreprises d'Etat s'est détériorée de façon spectaculaire et le nombre de sociétés auxquelles les banques ont retiré leur confiance est passé de moins de 600 à près de 3.000 en 1991. Par ailleurs, le chômage a grimpé, pour atteindre pratiquement 12%, bien que les entreprises publiques aient hésité à ajuster leurs effectifs à la diminution de la production et que 25% environ des salariés licenciés aient trouvé un emploi dans le secteur privé (voir tableau ci-dessous). L'érosion des bénéfices des entreprises, l'absence d'autres sources de revenus et le gonflement des dépenses, de sécurité sociale en particulier, ont entraîné une brusque dégradation de l'équilibre financier des administrations publiques et les concours bancaires accordés au secteur étatique ont gonflé la masse monétaire de près de 50% (voir tableau de la page 64). Un autre problème est apparu du fait de la perte d'efficacité graduelle de la politique des revenus fondée sur l'impôt: les entreprises publiques ont, en effet, accordé des augmentations de salaires supérieures à la norme, tout en

Déséquilibre  
extérieur en  
Pologne ...

... associé à une  
détérioration de  
la situation des  
entreprises d'Etat

Taux de chômage							
Année	Bulgarie	Hongrie	Pologne	Roumanie	Tchécoslovaquie	Union soviétique	Yougoslavie
	demandeurs d'emploi inscrits, en % de la population active totale, <sup>1</sup> fin de période						
1989	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	n.d.	15,4
1990	1,5	1,7	6,1	0,4	1,0	n.d.	17,8
1991	10,1	7,5	11,5	3,1	6,6	0,8	20,5
1992 TI	12,5	8,9	11,9	4,6	6,5	n.d.	20,8 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Pour la Roumanie, l'ex-Union soviétique et, jusqu'en septembre 1991, la Bulgarie et la Hongrie, en % de la main-d'œuvre salariée. <sup>2</sup> Janvier.  
Sources: données nationales.

négligeant en grande partie de payer la hausse des impôts qui en résultait. Les salaires réels ont, dès lors, progressé de 2–3% en 1991, ce qui, ajouté à la baisse de la productivité, a intensifié les tensions sur les prix et le recul des bénéfices des entreprises. Enfin, conséquence également de la détérioration des situations bénéficiaires et, sans doute aussi, d'un certain effet d'éviction exercé par la hausse des crédits bancaires à l'Etat, le ratio investissement fixe/PIB est revenu à 18%, après avoir augmenté en 1990.

Devant l'aggravation des tensions sociales dues à l'évolution décevante l'année dernière, le gouvernement a proposé en février de modifier le cours des réformes, sans toutefois obtenir de majorité au Parlement. Un budget d'austérité prévoyant un relèvement des prix administrés, de sévères compressions des subventions et des autres dépenses a été présenté au Parlement pour 1992. Un déficit, limité à 5% du PIB, dont le tiers environ financé par la Banque Nationale, est considéré comme le principal point d'ancrage des politiques de stabilisation. Cependant, l'adoption en mai par le Parlement de deux programmes de dépenses a sensiblement assombri les perspectives de réalisation de l'objectif budgétaire et les conditions d'un nouvel allègement de la dette.

Réformes en  
Tchécoslovaquie

Une réforme des prix de grande ampleur a été lancée en *Tchécoslovaquie* au début de 1991, le cadre législatif ayant déjà été adopté antérieurement et les échanges commerciaux ayant été en partie libéralisés en 1990. Cette réforme s'est accompagnée de mesures de stabilisation visant deux objectifs principaux: contenir les tensions inflationnistes et sauvegarder la position de la balance des paiements. Les autorités ont recouru en outre à un taux de change nominal fixe pour ancrer les anticipations d'inflation, et un accord tripartite, destiné à abaisser les salaires réels de 10%, a atténué le risque d'une spirale salaires-prix.

Conditions de  
départ ...

Il convient d'analyser ce résultat à la lumière des conditions de départ, différentes de la Pologne et de la Hongrie. D'une part, étant donné le niveau d'endettement extérieur peu élevé et la tradition de politiques budgétaires et monétaires stables, il n'était guère nécessaire de corriger des déséquilibres financiers hérités du passé. D'autre part, le secteur privé était quasiment inexistant et la base industrielle, extrêmement dépendante des livraisons d'énergie subventionnée et des exportations aux pays de l'ex-CAEM, s'est trouvée très exposée et vulnérable aux variations des prix relatifs et de la configuration des échanges commerciaux. En fait, le rythme d'augmentation des prix a vite faibli après un ajustement exceptionnel en début d'année. Malgré la détérioration des termes de l'échange et la chute brutale des exportations, les paiements courants ont été légèrement excédentaires.

... et résultats

Le prix de ces succès a toutefois été élevé, avec une réduction de 16% du PIB réel et un excédent des paiements dû principalement à la faiblesse de la demande intérieure et à la contraction des importations. En raison d'importantes différences entre les structures industrielles des diverses régions, la montée du chômage a été inégale, ce qui a aggravé les tensions sociales et politiques. Qui plus est, le processus de restructuration industrielle s'est à peine amorcé. En fait, les moindres pertes de production ont été observées

Variation du crédit intérieur et des encaisses monétaires en termes réels <sup>1</sup>					
Pays et rubrique	1980-85 <sup>2</sup>	1988	1989	1990	1991 <sup>3</sup>
	en % de la masse monétaire au sens large, moyenne annuelle				
<b>Hongrie</b>					
Etat	0,8	6,8	15,6	0,5	6,2
Entreprises publiques	} 8,7	4,3	11,1	12,6	21,1
Secteur privé <sup>4</sup>		0,3	9,0	10,3	1,5
Crédit intérieur total	9,5	11,4	35,7	23,4	28,8
Encaisses monétaires réelles	-1,0	-10,2	-2,6	- 3,1	- 6,8
<b>Pologne</b>					
Administrations publiques	6,0	10,4	48,0	-13,9	21,6
Entreprises publiques	17,2	37,8	70,0	94,6	27,0
Secteur privé	2,4	4,9	7,3	20,4	14,5
Crédit intérieur total	25,6	53,1	125,3	101,2	50,0 <sup>5</sup>
Encaisses monétaires réelles	-6,4	- 3,7	-6,0	-32,5	- 7,0
<b>Tchécoslovaquie</b>					
Administrations publiques	-1,1	3,0	13,7	8,8	- 4,6
Entreprises publiques	5,2	2,9	-1,8	0,3	26,0
Secteur privé	0,4	0,8	0,3	0,6	0,6
Crédit intérieur total	4,5	6,7	12,2	9,7	22,0
Encaisses monétaires réelles	4,6	11,0	3,1	-16,2	-16,5

<sup>1</sup> Variation de la masse monétaire au sens large moins variation des prix à la consommation (quatrième trimestre à quatrième trimestre). <sup>2</sup> Pour la Hongrie, 1982-85. <sup>3</sup> Chiffres provisoires. <sup>4</sup> Y compris les collectivités locales. <sup>5</sup> Y compris le poste «ajustement».

Sources: FMI, Statistiques financières internationales et données nationales.

dans les secteurs gourmands en énergie car les subventions ont été en partie maintenues sur le prix de l'énergie. Globalement, la consommation d'énergie par unité produite a encore augmenté. Enfin, le ratio investissement fixe/PIB ne se situe plus qu'à 10½%, taux à peine suffisant pour assurer l'investissement de remplacement. Ces résultats exceptionnellement médiocres concernant l'investissement peuvent s'expliquer par l'incertitude qui entoure les grands projets de privatisations prévues pour cette année. Une certaine «rétention du crédit» a sans doute également joué un rôle dans cette évolution. Malgré l'adoption de mesures budgétaires destinées à soulager les banques d'une partie de leurs créances douteuses et à renforcer leurs ratios de fonds propres, celles-ci sont restées très prudentes en matière d'octroi de crédit. La vive augmentation des prêts inter-entreprises dans les premiers mois qui ont suivi la réforme sur les prix traduit aussi cette attitude.

Dans ces trois pays, les réformes sont allées de pair avec une amélioration de l'épargne des ménages, ce qui pourrait avoir des implications importantes pour leur capacité potentielle à financer de futurs investissements (voir tableau ci-contre). Le redressement de l'épargne des ménages a été particulièrement prononcé en Hongrie et serait même plus ample si l'épargne était mesurée par la variation des actifs nets, les ménages ayant tiré profit d'une mesure budgétaire facilitant le remboursement de dettes hypothécaires dans des conditions avantageuses. La progression du taux

Accroissement de l'épargne des ménages, en Hongrie notamment ...

Evolution de l'épargne des ménages <sup>1</sup>							
Pays	1982	1985	1987	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>
	en % du PIB nominal						
Hongrie	1,8	3,7	3,3	3,5	2,2	6,2	6,6
Pologne	3,6	3,7	2,6	4,6	4,2	5,3	6,6
Tchécoslovaquie	2,2	2,2	2,4	1,9	1,7	-0,6	1,6
Groupe des Sept	8,0	7,1	6,4	6,2	6,2	6,8	7,0

<sup>1</sup> Estimations correspondant aux variations des dépôts des ménages et des entreprises privées, y compris les dépôts en devises corrigés de l'évolution des taux de change. Dans le cas de la Hongrie, l'épargne comprend également la variation des avoirs en titres et pour le Groupe des Sept l'épargne est mesurée par l'épargne brute des ménages selon les comptes nationaux.

<sup>2</sup> Chiffres en partie estimés.

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

... mais aussi en Tchécoslovaquie ...

d'épargne estimé pourrait être liée aux incertitudes entourant l'aggravation du chômage, mais elle s'explique peut-être également par les opportunités plus larges offertes en matière de placements financiers, les acquisitions de titres par les ménages s'étant inscrites en hausse sensible en Hongrie. L'augmentation plus modeste de l'épargne en Tchécoslovaquie doit être rapprochée de la forte compression des revenus réels des ménages et semble traduire la constitution d'encaisses de précaution.

... et en Pologne

En Pologne, le renforcement de l'épargne des ménages n'a pas suffi pour couvrir un déficit budgétaire croissant et faire face à la dégradation de la situation financière des entreprises. L'évolution de ce pays est néanmoins particulièrement digne d'attention. Avant le processus de réforme, les craintes d'une surabondance de liquidités étaient largement répandues, et le fait que l'épargne des ménages ait été positive en 1990 et qu'elle ait progressé l'an dernier semblerait indiquer que ce surplus a été résorbé. En outre, les dépôts en devises représentaient à fin 1989 près de 60% des placements des ménages et constituaient un danger potentiel pour la stabilité financière. A la fin de l'an dernier, toutefois, la part de ces dépôts était revenue à 40%, ce qui met en évidence une confiance accrue dans la monnaie nationale et dans les perspectives d'évolution des prix.

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

Conditions défavorables en Bulgarie ...

En *Bulgarie*, le processus de réforme a démarré tardivement et son coût en termes de pertes de production et de hausse du chômage a été élevé, compte tenu des conditions extérieures et intérieures extrêmement défavorables qui ont présidé à sa mise en place. Déjà en 1990, les résultats économiques avaient beaucoup souffert des pénuries de devises et de la désintégration rapide de l'ancien système centralisé. La production avait diminué, l'inflation déclarée s'était accélérée et l'inflation latente avait progressé davantage encore. Le vif accroissement du déficit budgétaire – financé en grande partie par un crédit de la banque centrale –, associé à des contrôles sur les prix et à la raréfaction des biens de consommation, avait entraîné une augmentation sensible des encaisses monétaires des ménages. En outre,

avec 80% de ses exportations allant aux pays de l'ex-CAEM et 60% à l'ex-Union soviétique, la Bulgarie s'est trouvée durement touchée par le démantèlement du système d'échanges commerciaux du CAEM et l'écroulement du marché soviétique. L'effet direct de la détérioration des termes de l'échange et de la compression des exportations, qui a pu intervenir pour moitié environ dans la baisse du PIB l'an dernier, a été amplifié par la pénurie persistante de devises, ce qui a contraint les autorités à compenser la perte de recettes d'exportations par une réduction des importations. Alors que la réforme des prix, accompagnée de mesures de stabilisation, a été adoptée dès 1991 et qu'une réforme financière est mise en place actuellement, le plan complémentaire de mesures structurelles n'a été approuvé qu'en avril 1992 par le Parlement.

Le train de mesures lancées au début de l'an dernier a été sensiblement identique à celui introduit en Tchécoslovaquie et en Pologne: suppression de la quasi-totalité des contrôles et subventions des prix; politiques budgétaires et monétaires rigoureuses; accord tripartite en vue de modérer la croissance des salaires. Les résultats à court terme ont aussi été similaires, quoique plus marqués: envolée, puis décélération brutale des prix; réduction substantielle des salaires réels; résorption de l'excès de demande et de la surabondance de liquidités. Dans un domaine important cependant, le programme de réformes s'est différencié de celui des autres pays, puisque la Bulgarie a introduit un taux de change flottant, déterminé sur un marché interbancaire de devises. Après une certaine volatilité au départ, le taux de change s'est stabilisé à quelque leva 18-20 pour un dollar EU, contre une moyenne de 2,65 en 1990.

La Roumanie a libéralisé ses prix en trois étapes à partir de novembre 1990. L'utilisation d'une politique monétaire restrictive comme point d'ancrage des évolutions nominales a contribué à atténuer les effets de la suppression des contrôles des prix. Toutefois, du fait que les réformes structurelles n'avaient pas encore été mises en place, et en raison aussi sans doute du caractère progressif de la libération des prix et de l'absence de politiques des revenus susceptibles de freiner la croissance des salaires nominaux, le rythme mensuel de l'inflation est resté supérieur à 5%. Par ailleurs, la diminution des salaires réels l'an dernier a entraîné une agitation sociale considérable et de fréquents arrêts de travail. Dans le processus de réforme, les dépenses publiques ont été fortement réduites mais, contrairement à ce qui s'est produit dans la plupart des autres pays, ces compressions ont pour l'essentiel concerné l'investissement. La politique budgétaire en Roumanie a, en outre, été caractérisée par l'absence de déséquilibres importants dans le passé. En fait, l'encours des prêts bancaires improductifs a été en grande partie résorbé par la réduction de la valeur des actifs publics nets.

... mais adoption de réformes l'an dernier

Libération progressive des prix en Roumanie

### *Pays se situant à divers stades de désintégration*

Si des signes de délabrement irréversible du système et de dégradation des résultats économiques se sont manifestés dès 1985 dans l'ex-Union soviétique,

Aggravation de la situation dans l'ex-Union soviétique ...

... en raison des pénuries ...

... et de la perte de la maîtrise financière

la situation s'est aggravée de manière spectaculaire l'an dernier. La production a probablement chuté de quelque 17% et la baisse a touché pratiquement toutes les républiques (voir tableau ci-dessous). Les pénuries de produits finis ainsi que de biens intermédiaires et de matières premières ont été générales cependant que les produits alimentaires étaient soustraits au système de distribution de l'Etat, les importations ont été réduites pour préserver les réserves en devises et le rouble a perdu peu à peu son rôle de monnaie d'échange. Par ailleurs, les entreprises se sont protégées contre de futures hausses de prix en constituant des stocks de biens intermédiaires au lieu de les livrer aux producteurs en aval. Les mesures de libération partielle ont provoqué un doublement des prix de détail. Du fait de la perte progressive de la maîtrise financière et budgétaire en présence de pénuries généralisées, l'inflation latente a vraisemblablement grimpé encore davantage. Le déficit des administrations publiques s'est creusé à 20% environ du PIB, en partie sous l'effet de la hausse des subventions destinées à combler l'écart grandissant entre les prix de gros et les prix de détail, mais surtout en raison de l'autonomie budgétaire croissante des républiques. Le découvert a été financé pour l'essentiel par la banque centrale et, compte tenu également des augmentations massives des prêts

Républiques soviétiques: indicateurs économiques de base (données de 1988)								
République	Popu- lation	Revenu par habitant	Produc- tion par per- sonne occupée	Salaire mensuel	Salaire par unité pro- duite	Redistri- bution des impôts <sup>1</sup>	Pour mémoire	
							Produc- tion <sup>2</sup>	Prix
	% du total	indice, moyenne = 100			ratio	variation en %, 1990-91 <sup>3</sup>		
Arménie	1,1	79	83	91	109	1,55	-12,0	84,0
Azerbaïdjan	2,5	71	92	79	86	1,05	- 0,5	86,5
Bélarus	3,6	117	107	95	89	1,10	- 3,0	80,0
Estonie <sup>4</sup>	0,6	117	111	117	105	1,35	-11,0	212,0
Fédération de Russie	51,4	119	111	108	97	0,90	- 9,0	90,0
Géorgie <sup>4</sup>	1,9	86	83	84	101	1,10	-23,0	59,0
Kazakhstan	5,8	74	80	99	123	1,40	-10,0	83,0
Kirghizistan	1,5	53	71	84	117	1,50	- 2,0	88,0
Lettonie <sup>4</sup>	0,9	119	107	106	99	1,20	- 8,0	172,0
Lituanie <sup>4</sup>	1,3	110	100	103	102	1,20	-13,0	245,0
Moldavie	1,5	81	84	83	99	1,15	-12,0	97,5
Ouzbékistan	6,9	48	69	82	117	1,40	- 1,0	83,0
Tadjikistan	1,8	43	70	80	115	1,35	- 9,0	103,0
Turkménistan	1,2	61	80	92	115	1,30	- 6,0	84,5
Ukraine	18,0	90	87	90	103	0,95	- 9,5	84,0

<sup>1</sup> Mesurée par les parts de recettes fiscales conservées par les républiques par rapport à leurs parts du produit matériel net. <sup>2</sup> PIB réel ou produit matériel net en volume. <sup>3</sup> Chiffres provisoires. <sup>4</sup> Non membres de la CEI.

Sources: Commission des Communautés européennes; FMI; OCDE; Banque mondiale, rapports spéciaux.

aux entreprises d'Etat, le crédit intérieur a progressé d'environ 100%. Autre signe de l'aggravation des déséquilibres financiers, l'épargne des ménages s'est accrue de quelque 175%, gonflant ainsi un excédent déjà important de liquidités.

Au cours de 1990, l'ensemble des quinze républiques se sont déclarées indépendantes et les divers efforts pour parvenir à un accord sur un nouveau traité d'union ont eu peu de succès. Le processus de désintégration politique et économique s'est accéléré après l'échec de la tentative de coup d'Etat en août 1991. Vers la fin de l'année, trois des plus grandes républiques ont constitué une Communauté des Etats Indépendants (CEI), à laquelle se sont ralliées par la suite huit autres républiques. En décembre, l'Union soviétique a cessé officiellement d'exister, mais aucun accord formel entre les membres de la CEI n'a pour l'instant été signé pour déterminer le champ de la coopération et de la coordination des politiques, laissant apparaître des incertitudes de taille quant à l'avenir du processus de réforme et l'évolution économique à court terme. A ce jour, la mesure la plus significative a été la libéralisation de la plupart des prix en Russie en janvier 1992, imitée avec moins d'empressement par d'autres républiques. Cette décision a fait grimper les prix de 300-400%, éliminant ainsi l'excédent de liquidités, sans pour autant résorber immédiatement les pénuries. En fait, il apparaît que la production a continué de baisser bien avant toute réforme. En vue de stabiliser la situation économique, un accord budgétaire provisoire a été conclu pour le premier trimestre de 1992, qui prévoit un relèvement des impôts et une forte contraction des dépenses. Toutefois, des avantages fiscaux et des dépenses ont ensuite été décidés, qui ont gravement affaibli la position financière de l'Etat. De même, après un resserrement initial des conditions de crédit par la banque centrale, les prêts aux entreprises d'Etat ont été sensiblement accrus. Cette mesure était destinée à atténuer le problème des dettes inter-entreprises, qui sont passées de moins de R. 50 milliards à près de R. 900 milliards en l'espace de seulement quatre mois.

Compte tenu de la taille de la Russie, la stabilisation revêt à l'évidence dans ce pays une importance décisive si l'on veut enrayer la détérioration financière de la CEI. D'autres Etats doivent également adopter de telles politiques, mais certains d'entre eux sont dans une situation moins favorable pour prendre les mesures requises et pour en supporter le coût. Cela vaut particulièrement pour des républiques disposant d'un faible revenu par habitant qui, dans le passé, bénéficiaient de la redistribution des revenus par le biais du budget de l'Union et de subventions des importations d'énergie et autres matières premières. Comme le montre le Chapitre IV, une autre tâche urgente est d'empêcher l'effondrement des relations commerciales au sein de la CEI. En fait, le degré élevé de division du travail entre les républiques, qui caractérisait auparavant ces échanges, rend indispensable la coordination des réformes et des politiques macro-économiques.

A ce jour toutefois, aucun accord n'a pratiquement été conclu, pas même sur les réformes les plus vitales. En réalité, dans le sillage de la désintégration générale, divers Etats de même que des grandes entreprises ont

Nouvelle  
désintégration ...

... débouchant  
sur la création  
de la CEI

Réforme en  
Russie ...

... mais la  
stabilisation ...

... et la coordina-  
tion s'imposent

Evolution vers des monnaies distinctes

fait l'expérience des coupons et plusieurs nouveaux Etats ont annoncé leur intention d'émettre leur propre monnaie nationale. Dans le cas de l'Ukraine, la décision de recourir aux coupons a été suscitée par la désorganisation de la fabrication et de la distribution des billets de banque ainsi que par le rythme plus rapide de libéralisation des prix en Russie, qui a incité les Russes à se rendre en Ukraine pour y faire leurs achats. Au départ, les coupons ne pouvaient être utilisés qu'en association avec des roubles mais, par la suite, des coupons à usages multiples ont été émis et sont devenus le seul moyen de paiement; enfin, en mars 1992, le Parlement a approuvé un projet de création d'une monnaie ukrainienne séparée.

Dégradation des résultats en Yougoslavie ...

Si les événements politiques ont exercé une influence prépondérante sur l'évolution économique de l'ex-Union soviétique, ils l'ont littéralement paralysée en *Yougoslavie*. Les échanges commerciaux entre les diverses républiques, déjà perturbés avant le déclenchement des hostilités, se sont quasiment effondrés au second semestre de 1991. Par ailleurs, du fait de la chute brutale des recettes d'exportations, du niveau peu élevé des réserves en devises et de l'instauration de sanctions commerciales, il n'a pas été possible de remplacer les matières premières et biens intermédiaires produits dans le pays par des importations. Les pénuries qui en ont résulté, conjuguées à la défaillance des transports et des communications, expliquent pour l'essentiel la baisse de 15% de la production globale. Ce chiffre n'est certes pas supérieur à ceux enregistrés dans d'autres pays d'Europe de l'Est, mais il convient de le replacer dans une perspective à plus long terme vu qu'une partie des infrastructures et de nombreuses maisons d'habitation ont été détruites. En outre, comme cette baisse vient s'ajouter à la détérioration économique des années quatre-vingt, le revenu réel par habitant en Yougoslavie est retombé à son niveau de 1972.

... après une longue période de déclin

Sombres perspectives ...

Avec l'indépendance de la Slovénie et de la Croatie en octobre 1991 et celle de la Bosnie-Herzégovine en avril cette année, la Yougoslavie a cessé d'exister dans sa forme antérieure mais l'issue finale est encore incertaine. Les perspectives à court terme sont sombres, en particulier dans les zones où le dinar est toujours en usage. Après l'introduction par la Slovénie et la Croatie de leur propre monnaie (en octobre et décembre respectivement),

Républiques yougoslaves: indicateurs économiques de base (données de 1990)									
République	Popu- lation	Expor- tations vers les pays occi- dentaux	Revenu par habitant	Salaire (moyenne)	Pour mémoire				
					Pro- duction indus- trielle	PIB réel	Prix	Salaire réel	Chômage
					variation en %, 1990-91				% à fin 1991
% du total		indice, moyenne = 100							
Croatie	19,7	20,9	132	112	-28,5	-23,5	123,0	-21,5	18,0
Slovénie	8,2	35,1	241	133	-12,5	-13,0	118,0	- 9,0	11,5
Bosnie-Herzégovine	19,0	12,5	68	80	-24,0	} -21,0	116,0	-16,5	22,1
Serbie et autres	53,1	31,5	83	92	-17,5				

Source: Institut d'études économiques comparées de Vienne.

d'autres républiques, la Serbie notamment, ont vu affluer des dinars en grande quantité. Par ailleurs, les dépenses fédérales ayant été l'an dernier financées en quasi-totalité au moyen de crédits accordés par la Banque Nationale, le rythme de l'inflation s'est fortement accéléré au second semestre de 1991 et pourrait retrouver un niveau à trois chiffres, déjà enregistré il y a trois ans seulement. Un risque réel de pénurie alimentaire existe dans tous les Etats et, compte tenu des destructions provoquées par la guerre et de la baisse de 30% des investissements fixes, la raréfaction du capital pourrait faire grimper le chômage au delà du seuil de 20% atteint en 1991. La future configuration des échanges commerciaux entre les républiques aura aussi un impact sensible sur l'évolution économique globale. Même si la division du travail entre les diverses républiques est moins marquée que dans l'ex-Union soviétique, le commerce intérieur représente de toute façon une part plus importante de la production que les échanges avec les autres pays. Il est vital pour la Croatie de résoudre ce problème (voir tableau de la page 69) car elle a non seulement subi de graves dommages de guerre et perdu une part notable de ses recettes au titre du tourisme mais elle était, en outre, lourdement tributaire de ses liens avec ses anciens partenaires du CAEM.

... avec un risque d'emballlement de l'inflation ...

... et la nécessité de rétablir les échanges commerciaux

### *Orientations communes et problèmes en suspens*

Malgré des différences dans les conditions de départ et dans la nature et le rythme d'application des réformes, certaines orientations communes ont pu être observées parmi les pays d'Europe de l'Est l'an dernier. En premier lieu, le taux d'inflation est toujours très élevé dans la plupart des pays, mais en raison surtout des tensions sur les coûts et du comportement non concurrentiel des entreprises d'Etat. La réforme du système des prix ne semble pas avoir déclenché de spirale salaires-prix, grâce en particulier à l'application de politiques monétaires et budgétaires rigoureuses. En fait, on a en général constaté que six mois environ après l'entrée en vigueur de ces réformes l'inflation avait baissé de manière significative et qu'une correction de cap a été effectuée à mi-parcours, dans le sens d'un assouplissement de l'orientation globale des politiques. En deuxième lieu, les investissements fixes ont chuté de près de 40% depuis 1988 dans les pays autres que l'ex-Union soviétique. Le plus souvent, cette diminution peut être attribuée à l'érosion des bénéfices, à la difficulté d'accès au crédit et aux incertitudes entourant l'évolution future de la situation et des politiques, même si des compressions des investissements publics ont également été opérées. En troisième lieu, après une phase initiale d'amélioration du budget, tous les pays ont connu une hausse rapide des besoins de financement du secteur public. Cette évolution est due essentiellement au gonflement prononcé des dépenses de sécurité sociale, conjugué à la contraction des rentrées d'impôts, ce qui traduit une structure fiscale fortement dépendante des bénéfices d'un secteur d'entreprises d'Etat affaiblies et/ou incompatible avec un système de prix déterminés par le marché (voir ci-après). En dernier lieu, nonobstant les progrès réalisés dans la voie de la réforme du

Caractéristiques communes:

endiguement de la hausse des prix ...

... mais chute de l'investissement ...

... et déséquilibres budgétaires

secteur financier et de l'indépendance des banques centrales, les marchés des capitaux ne sont pas encore assez étoffés pour absorber des déficits budgétaires élevés. Par conséquent, dans tous les pays engagés sur le chemin des réformes on a constaté une intensification des crédits bancaires au secteur public et, partant, soit des pressions à la hausse sur la masse monétaire, soit une «éviction» des crédits au secteur privé.

Domaines  
prioritaires pour  
les réformes

Globalement, ces tendances générales peuvent être toutes imputées à deux domaines où les réformes ont été jusqu'ici absentes ou trop tardives: la restructuration ou la privatisation des entreprises d'Etat et la réforme du niveau et de la structure des recettes et dépenses publiques. Des projets de privatisation ont été adoptés ou proposés dans la plupart des pays, mais leur mise en place prendra du temps. De même, des projets de réforme budgétaire ont été adoptés ou proposés, mais il faut d'urgence aller plus loin dans ce domaine, compte tenu de l'élargissement brutal des déficits l'an dernier et du risque qui en découle pour les politiques anti-inflationnistes.

### *Nécessité de la réforme budgétaire*

*Politiques budgétaires dans le cadre d'une planification centralisée.* Dans l'ancien système centralisé, les politiques budgétaires avaient principalement pour objet de répondre aux objectifs de redistribution et de répartition. On accordait peu d'importance à la stabilisation, sauf pour supprimer les pénuries de certains biens ou les effets de perturbations affectant l'offre. Les dépenses servaient en grande partie à subventionner les produits de consommation de première nécessité et les entreprises d'Etat déficitaires, cependant que la part des transferts était relativement réduite, les services sociaux étant pour la plupart fournis par les entreprises (voir tableau de la page 72). Les impôts sur les bénéfices, les salaires et le chiffre d'affaires constituaient les principales sources de recettes, alors que les impôts sur le revenu des personnes physiques étaient très bas, voire inexistantes. Le système fiscal comportait de nombreux freins et entraînait une distorsion importante des prix. Il se caractérisait aussi par son manque de transparence et l'absence de taux fixes déterminés à l'avance. En fait, l'impôt sur les bénéfices était souvent négocié entre les diverses entreprises d'Etat et les autorités centrales. Qui plus est, la taxe sur le chiffre d'affaires était calculée principalement comme la différence entre les prix à la production et au détail, avec, fréquemment, des ajustements à certains taux pour tenter d'équilibrer les marchés. Etant donné que les impôts étaient appliqués pour l'essentiel aux entreprises d'Etat, la collecte était simple et les arriérés d'impôts et évasions fiscales rares. Dans la majorité des pays, les collectivités locales avaient peu d'autonomie et les budgets étaient généralement équilibrés. En revanche, les entreprises publiques avaient tendance à accumuler des déficits budgétaires élevés et absorbaient une grande part des prêts bancaires, notamment dans la seconde moitié des années quatre-vingt.

Caractéristiques  
principales  
des structures  
et politiques  
budgétaires dans  
la planification  
centralisée

*Principaux enjeux de la réforme budgétaire.* Pratiquement tous les pays sont confrontés à un besoin urgent de réforme budgétaire, la tâche la plus ardue étant de réduire non seulement les déficits, mais également le poids

Indicateurs de l'évolution budgétaire <sup>1</sup>									
Rubrique	Bulgarie			Hongrie			Pologne		
	1988	1990	1991	1988	1990	1991	1988	1990	1991
	en % du PIB								
Total des dépenses	58,4	71,3	45,9	63,3	58,2	61,1	48,2	35,2	46,5
Subventions	17,6	16,1	3,5	11,8	8,9	8,2	16,0	7,5	5,5
Sécurité sociale	10,1	13,0	12,1	15,4	17,5	24,0	11,2	n.d.	n.d.
Investissement	5,4	4,3	n.d.	7,7	4,1	4,7	7,0	4,0	3,0
Total des recettes	56,9	57,6	32,4	63,3	58,0	56,7	46,9	39,0	43,0
Revenus et bénéfiques	25,2	22,5	15,0	9,9	8,7	10,4	14,8	17,0	11,2
Biens et services	11,6	9,7	5,7	21,9	16,3	14,2	13,1	6,5	6,9
Sécurité sociale	9,5	9,6	n.d.	13,7	19,8	20,0	6,9	11,2	20,1
Prêts nets	-1,5	-13,7	-13,5	0,0	-0,2	-4,3	-1,3	3,8	-3,5

Voir notes et sources du tableau ci-contre.

du secteur public par rapport au PIB. Il est en outre nécessaire de mettre sur pied des instruments de stabilisation, en particulier un marché de la dette publique, de réorganiser les relations budgétaires inter-administrations, les entreprises d'Etat étant privatisées et les collectivités locales dotées d'une plus large autonomie. Enfin, le calendrier des diverses réformes est capital car le risque est grand de voir l'augmentation des besoins de dépenses coïncider avec, voire précéder, la baisse des recettes.

Même sans tenir compte des entreprises d'Etat, le ratio dépenses publiques/PIB a été sensiblement plus élevé dans la plupart des pays d'Europe de l'Est que dans les pays européens de l'OCDE. Si l'on prend en considération les niveaux comparativement bas des revenus par habitant, il convient à l'évidence de comprimer les dépenses pour éviter des taux d'imposition punitifs. L'évolution récente l'a montré, la réduction des subventions peut fournir d'importantes économies non récurrentes, mais cette seule mesure ne sera pas suffisante, car des besoins croissants de dépenses ne manqueront pas d'apparaître dans d'autres secteurs. Les dépenses sociales vont s'accroître au même rythme que le chômage et que le transfert des services assurés auparavant par les entreprises vers les administrations centrales ou les collectivités locales. Il se pourrait aussi que les dépenses de salaires et de retraites s'inscrivent en hausse si l'on veut reconstituer les niveaux des revenus réels et inverser l'écart grandissant avec le secteur privé en matière de salaires. En outre, à l'avenir, l'accroissement de la dette publique devra être financé aux taux du marché, tandis que dans le passé l'essentiel était détenu auprès des banques centrales à des taux d'intérêt faibles, voire nuls. Il faudra par ailleurs augmenter les dépenses publiques d'équipement de façon à lutter contre l'insuffisance des infrastructures et les dommages causés à l'environnement. Enfin, il pourrait s'avérer nécessaire par la suite d'alléger, par la voie budgétaire, le fardeau des prêts improductifs que détiennent toujours les banques et/ou qui revêtent la forme de crédits inter-entreprises. Plusieurs pays ont déjà pris

Axes des réformes:

abaissement des dépenses dans un contexte de besoins croissants ...

Indicateurs de l'évolution budgétaire <sup>1</sup> (suite)							
Rubrique	Roumanie			Tchécoslovaquie			Europe OCDE <sup>2</sup>
	1988	1990	1991	1988	1990	1991	1989
	en % du PIB						
Total des dépenses	39,0	42,0	31,0	60,1	58,3	47,0	47,6
Subventions	0,5	7,5	5,7	13,0	14,0	4,2	2,0
Sécurité sociale	7,9	8,6	7,3	11,7	12,0	15,0	19,0
Investissement	16,8	8,4	3,2	8,6	5,5	5,0	3,0
Total des recettes	44,9	41,7	29,0	57,7	58,9	45,9	45,4
Revenus et bénéfices	5,5	n.d.	n.d.	25,2	20,5	18,1	16,0
Biens et services	17,4	n.d.	n.d.	16,8	17,5	13,2	14,5
Sécurité sociale	6,3	n.d.	n.d.	6,7	14,3	11,2	12,2
Prêts nets	5,9	-0,3	-2,0	-2,4	0,6	-1,1	-2,2

<sup>1</sup> Pour plusieurs pays, les chiffres ne sont pas comparables d'une année sur l'autre en raison de changements notables intervenus dans la définition et la structure des postes budgétaires.  
<sup>2</sup> Estimations.  
Sources: FMI, Statistiques financières internationales et Statistiques des finances publiques; OCDE, Etudes économiques: Hongrie et Tchécoslovaquie, Perspectives économiques et Comptes Nationaux; données nationales.

des mesures dans ce sens et accepté une détérioration de la position financière nette du secteur public.

... restructuration des impôts ...

Deux des plus graves carences des régimes fiscaux actuels sont leur dépendance élevée à l'égard des bénéficiaires des sociétés et, comme le montre l'impôt sur le chiffre d'affaires, leur incompatibilité avec des prix déterminés par le marché. Pour résoudre ce dernier problème, la plupart des pays envisagent de remplacer l'impôt sur le chiffre d'affaires par une taxe à la valeur ajoutée; toutefois, à ce jour seule la Hongrie (en 1988) a mis en place un tel système. Diminuer la dépendance vis-à-vis des bénéficiaires des entreprises pourrait se révéler encore plus difficile. Cela nécessitera non seulement de transférer le poids de l'impôt des revenus des sociétés à ceux des ménages, mais également l'extension des compétences de l'administration fiscale aux ménages et aux entreprises privées, et en particulier l'adoption d'une définition des bénéficiaires dénuée d'ambiguïté et de règles comptables pour l'amortissement et la déduction des paiements d'intérêts. Il faudra aussi, sans doute, modérer le recours aux cotisations de sécurité sociale. Confrontés à des besoins de dépenses croissants, plusieurs pays ont porté les taux de cotisation à 50% ou plus, de sorte que la hausse subséquente des coûts unitaires de main-d'œuvre a érodé la compétitivité internationale des entreprises.

... maîtrise financière dans le cadre de structures fédérales ...

Une redéfinition des relations budgétaires inter-administrations sera nécessaire pour accroître l'efficacité des services publics au même rythme que le passage à l'économie de marché. Dans l'intérêt du maintien de la stabilité financière globale, il est en même temps indispensable d'éviter qu'une autonomie budgétaire accrue des administrations centrales et des collectivités locales ne compromette la maîtrise monétaire. Au sein des pays dotés d'une structure fédérale, la question la plus importante est celle de la

répartition des décisions en matière de dépenses et de recettes entre l'administration centrale et les autorités de chaque république ou Etat. Dans l'ex-Union soviétique, la perte de la maîtrise financière en 1991 s'explique, entre autres, par le fait que plusieurs républiques ont contracté des déficits élevés sans se soucier des conséquences inflationnistes. Dans le même temps, les impôts n'ont pas été versés à l'administration centrale, de sorte que cette dernière était obligée de se tourner vers les concours bancaires pour se procurer des moyens de financement. L'évolution en Tchécoslovaquie l'an dernier illustre également la difficulté de maintenir globalement une orientation budgétaire rigoureuse dans une structure fédérale: le déficit inattendu a en effet été entièrement dû à la hausse des dépenses des gouvernements des deux républiques, alors que les budgets de l'administration centrale et des collectivités locales étaient excédentaires. Dans les pays à structure *non fédérale*, la question essentielle concerne la répartition des attributions en matière de dépenses entre l'administration centrale et les collectivités locales. Ce partage devrait s'opérer sur des critères d'efficacité et le risque de perte de la maîtrise financière globale est moindre que dans l'autre groupe de pays. Un ultime problème concerne les rapports entre l'Etat et les entreprises qu'il contrôle. Dans le passé, ces dernières assuraient de nombreux services publics et la distinction n'était pas clairement établie entre impôts sur les bénéfiques et transferts de revenus à l'Etat ou entre revenu brut et revenu net (après déduction des coûts de remplacement des équipements). A l'avenir, les administrations publiques devront faire face à des dépenses supplémentaires et trouver d'autres sources de revenus pour les financer.

... et non  
fédérales ...

*Calendrier des réformes budgétaires et fiscales.* L'élément temporel est probablement l'aspect le plus important du processus de réforme. Il est certes normal que les soldes financiers de l'Etat se dégradent en période de récession, mais la vitesse à laquelle les besoins de financement du secteur public ont augmenté en 1990-91 porte à croire que la détérioration n'est pas uniquement conjoncturelle. En effet, si la baisse des subventions et la progression des recettes tirées des bénéfiques ont contribué à stabiliser les budgets au stade initial des réformes, ces gains ont été, pour l'essentiel, de nature exceptionnelle. A l'avenir, la restructuration sur le plan des recettes sera vraisemblablement beaucoup plus lente que le rythme d'accroissement des besoins de dépenses, de sorte que des emprunts supplémentaires semblent inévitables. Durant cette période, il importe donc de développer des marchés pour les titres d'Etat afin que les déficits budgétaires ne compromettent pas les objectifs monétaires ni ne ravivent les tensions inflationnistes.

... limitation des  
déficits à court  
terme ...

A moyen terme, la modération des besoins de financement de l'Etat et le développement de l'épargne revêtiront une importance capitale. L'expérience des économies industrielles et de la plupart des pays en développement montre clairement que des politiques de stabilisation non soutenues par des politiques budgétaires saines finissent par échouer. De même, compte tenu des besoins de modernisation et d'expansion du stock de capital, le ratio investissement/PIB devra augmenter dans tous les pays d'Europe de l'Est. Si une partie de cet accroissement peut être financée par

... et augmentation de l'épargne à long terme de l'Etat

des importations de capitaux, l'expérience fait apparaître que, pour maintenir la stabilité financière, il est souhaitable que l'épargne nationale couvre 80–90% des investissements. Enfin, bien que dans le passé le taux d'épargne de ces Etats n'ait pas été faible par comparaison à d'autres pays, la majeure partie de cette épargne provenait du secteur public ou traduisait une épargne forcée des ménages. Avec le passage à l'économie de marché, l'épargne du secteur privé dépendra de mesures d'incitation. L'évolution récente en Hongrie, en Pologne et en Tchécoslovaquie est encourageante, mais on sait peu de choses sur l'affectation des bénéfices non distribués qui, dans la plupart des pays industriels, représentent le gros de l'épargne nationale. Il est donc primordial que les équilibres budgétaires fondamentaux soient renforcés et que l'Etat apporte une contribution substantielle à l'épargne globale.

### *Endettement extérieur de l'ex-Union soviétique et des pays d'Europe de l'Est*

Difficultés croissantes du service de la dette dans l'ex-Union soviétique

La dilution progressive du pouvoir central, les graves perturbations affectant la production et la vive détérioration des paiements courants avaient placé l'Union soviétique dans une situation difficile en 1990 pour s'acquitter du service de sa dette. Les arriérés s'étaient accumulés sur les dettes envers les fournisseurs et les banques commerciales, qui étaient devenues extrêmement réticentes à octroyer de nouveaux crédits. Afin de faire face à ses besoins de liquidités, le pays a comprimé ses importations en 1991, mais n'a toujours pas été en mesure de remplir ses engagements au titre du service de la dette. En fin d'année, les créanciers publics comme les banques lui ont accordé un report de paiement du principal jusqu'en mars, qui a été ensuite prolongé.

Répartition de la dette extérieure convertible ...

Autre question à résoudre: la répartition entre les nouveaux Etats des \$65 milliards de dette extérieure en monnaies convertibles de l'ex-Union soviétique. Lors des négociations avec les principaux créanciers occidentaux à l'automne 1991, la Russie et sept des républiques plus petites se sont déclarées conjointement et solidairement responsables de la dette de l'ex-Union soviétique. En d'autres termes, chaque partie à l'accord s'est engagée à assurer le service de la dette en cas de défaillance d'un ou plusieurs nouveaux Etats. Les républiques restantes se sont montrées peu disposées à signer le protocole d'accord qui prévoyait le service de la dette par le biais d'un organisme soumis au contrôle de la Russie. L'Ukraine, la plus grande république après la Russie, n'a accepté les termes de l'accord qu'après modification de cette disposition. Les Etats baltes ont fait valoir, quant à eux, qu'ils n'avaient jamais été légalement incorporés à l'Union soviétique et qu'ils ne pouvaient donc être tenus responsables de ses dettes.

... et règlement des soldes non convertibles

Les nouveaux Etats qui ont succédé à l'Union soviétique sont aussi confrontés au problème de leurs créances et engagements extérieurs en monnaies non convertibles. L'essentiel de la dette de cette nature de l'Union soviétique résultait d'arrangements commerciaux de l'ex-CAEM, qui permettaient à plusieurs pays plus petits, membres du bloc, de constituer des avoirs non négligeables en roubles transférables. Il n'est pas possible

de calculer de façon précise le volume de ces dépôts. Au mieux, on peut estimer à quelque \$15–20 milliards le total de la dette non convertible de l'ex-Union soviétique. En outre, du fait de la complexité des relations économiques et politiques entre les pays d'Europe de l'Est, il existe toute une série de créances compensatoires.

Ailleurs, dans les autres pays d'Europe de l'Est, la Bulgarie et la Pologne ont tenté de résoudre leurs difficultés de service de la dette. Aux prises avec une contraction de près d'un cinquième de ses exportations en monnaies convertibles et durement touchée par l'effondrement des échanges commerciaux du CAEM et la guerre au Moyen-Orient, la Bulgarie avait annoncé dès mars 1990 un moratoire sur le paiement du principal, qui a été par la suite étendu au règlement des intérêts. Depuis lors, le fardeau de la dette s'est encore alourdi en raison de l'accumulation des arriérés et de la chute du PIB en volume. Le pays a toutefois respecté les objectifs du FMI et s'est efforcé de restaurer des relations normales avec ses créanciers. En 1991, le Club de Paris a décidé le rééchelonnement de \$0,6 milliard de crédits publics bilatéraux, et les négociations sont en cours sur un accord concernant la dette bancaire contractée aux conditions du marché, qui atteint près de \$10 milliards.

Problèmes de service de la dette en Bulgarie ...

Contrairement à la Bulgarie, l'essentiel de la dette polonaise (\$47 milliards) concerne des créanciers publics. C'est la raison pour laquelle un allègement de la dette bancaire ne réduirait pas notablement le fardeau du pays à cet égard, et les créanciers publics se sont mis d'accord sur le principe selon lequel des concessions substantielles et exceptionnelles sont justifiées. L'octroi de ces conditions de faveur est cependant subordonné à la conclusion d'un accord entre la Pologne et ses banques créancières sur le traitement de sa dette envers ces établissements (\$11 milliards). Les négociations se sont prolongées à cause de l'apparition de signes de lassitude des réformes et de la réticence des banques à créer de nouveaux précédents.

... et allègement de la dette en Pologne

A l'inverse de ce qui s'était passé il y a dix ans lors de la crise de l'endettement des pays en développement, les problèmes des pays d'Europe de l'Est et des nouveaux Etats de l'ex-Union soviétique en matière de dette ne menacent pas sérieusement la solidité du système financier international. Une large part des créances bancaires sont assorties de garanties publiques et des provisions ont été constituées. De ce fait, les engagements ne sont pas élevés par rapport aux réserves et au capital des banques. En outre, ces créances ne sont pas fortement concentrées, même s'il existe des différences significatives d'un pays à l'autre quant à leur montant, les banques d'Europe en détenant une part notable.

## IV. Echanges et paiements internationaux

### Faits saillants

La structure des échanges commerciaux dans le monde a été marquée l'an dernier par le net ralentissement de la croissance économique dans les pays industriels et par les effets des réformes tournées vers l'économie de marché dans d'autres parties du monde. La récession aux Etats-Unis et au Royaume-Uni a contribué à la réduction de ce qui avait constitué les plus grands déficits de paiements courants. De même, la poursuite du boum en Allemagne jusque vers le milieu de l'année a transformé l'excédent le plus important en déficit.

Les variations des taux de change réels ont également affecté les balances des transactions courantes. La persistance depuis plusieurs années d'une baisse du taux de change du dollar en termes réels a été pour beaucoup dans la diminution régulière du déficit américain. En revanche, la vive appréciation du yen – de début 1985 à fin 1987 – ne s'est pas maintenue, facteur qui a contribué au fléchissement sensible de la pénétration étrangère sur le marché japonais. Il apparaît par ailleurs que la hausse substantielle en termes réels, ces dernières années, des taux de change dans un certain nombre de pays européens, au Canada et en Corée du Sud a eu tendance à aggraver les déficits courants.

Les réformes économiques en Amérique latine, et en particulier la libéralisation des échanges, ont amené un accroissement des entrées de capitaux étrangers et favorisé une expansion non négligeable des revenus et des importations. Les pays asiatiques ont poursuivi la libéralisation de leurs importations, et cette zone est restée une source majeure de dynamisme pour le commerce international. L'intégration de la Chine dans l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme rapide, illustrant de manière frappante l'importance que peut revêtir l'effet d'entraînement des échanges avec l'étranger.

Les pays d'Europe de l'Est se sont vus contraints de substituer les mécanismes du marché au troc de l'économie de commandement. Des progrès sensibles ont été réalisés; les pays qui ont maintenu des taux de change compétitifs ont obtenu les meilleurs résultats. Les réformes en Russie et dans certains nouveaux Etats de l'ex-Union soviétique se sont orientées dans la même direction; ces pays doivent relever le redoutable défi de mettre sur pied des systèmes commerciaux et de paiement efficaces propres à faciliter les échanges réciproques et l'intégration à l'économie mondiale.

La prise de conscience par un si grand nombre de pays en développement des bienfaits du libre-échange place le monde industriel devant la responsabilité particulière d'ouvrir ses marchés. Pourtant, les politiques

commerciales de beaucoup de pays développés sont devenues à maints égards plus restrictives ces dernières années. Début mai, les négociations de l'Uruguay Round – qui ont pris beaucoup de retard – n'avaient toujours pas débouché sur un accord.

Les mouvements de capitaux sont demeurés considérables, avec de nouveaux records pour les placements en valeurs mobilières: les investissements massifs des étrangers en actions japonaises ont été déterminants l'an dernier. La part des pays en développement dans les investissements directs a continué de s'accroître, avec une forte augmentation vers l'Asie et l'Amérique latine, cependant que les flux destinés aux pays industriels diminuaient. Nombre de pays en développement ont également bénéficié d'un accès plus aisé aux marchés financiers internationaux – par le biais d'émissions obligataires et d'incitations pour les étrangers à investir sur les marchés boursiers locaux.

De même, les pays en développement ont reconstitué leurs réserves, alors que le Groupe des Dix enregistrait une baisse substantielle à cet égard, une importante transaction hors marché ayant opéré une forte ponction sur les réserves. L'investissement dans les instruments libellés en dollars a eu plutôt tendance à augmenter.

## Commerce international

### *Evolution*

La valeur en dollars du commerce international a progressé l'an dernier de moins de 2%, contre 13% en 1990. La croissance en volume a fléchi, elle aussi, mais beaucoup moins que celle de la production mondiale. Sur l'ensemble de l'année, le ralentissement économique en Europe occidentale et au Japon, de même que la récession dans les pays anglo-saxons, a ramené le taux d'accroissement du volume des importations de quelque 4½% en 1990 à moins de 2½% l'an passé. Parallèlement, l'expiration des accords spéciaux de troc a comprimé de près d'un cinquième le volume des achats à l'étranger des ex-membres du CAEM.

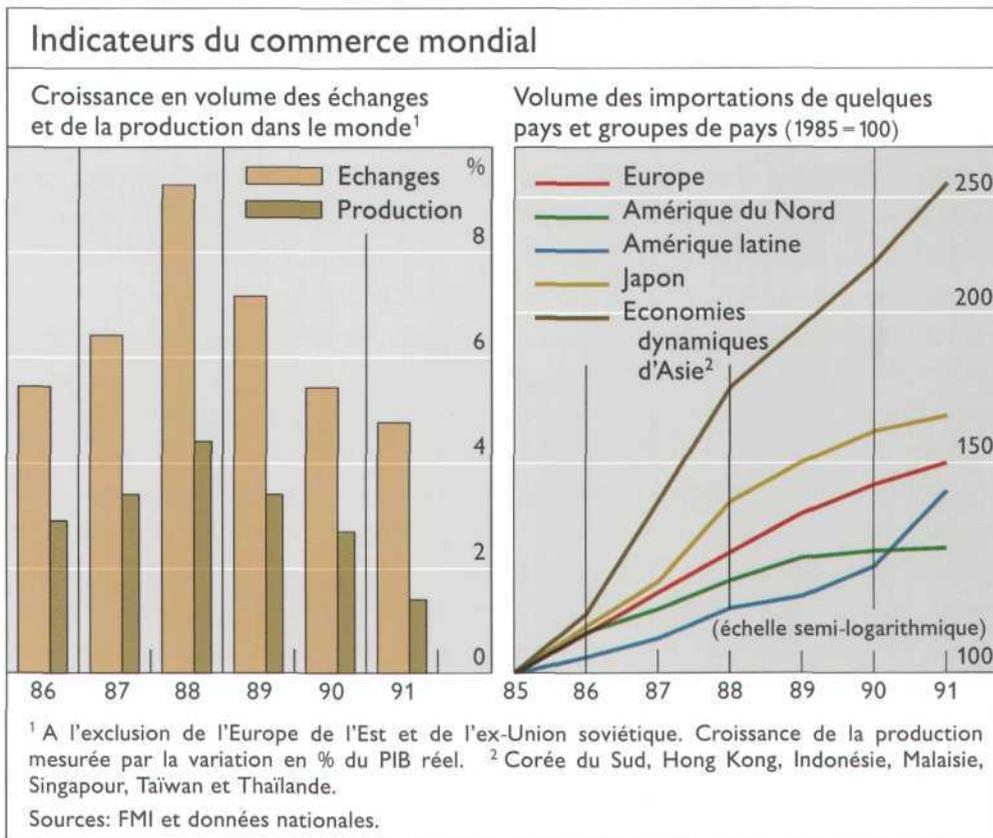
A l'opposé, les échanges commerciaux des pays en développement se sont accélérés, l'Asie ainsi que l'Amérique latine enregistrant une hausse voisine de 15% en volume de leurs importations. Comme le montre de manière plus détaillée le Chapitre III, l'Asie s'est encore avérée la zone la plus dynamique, cependant que d'importantes mesures de libéralisation permettaient une vive expansion des importations dans plusieurs pays d'Amérique latine, la croissance des revenus en termes réels amorçant un redressement sous l'effet des réformes macro-économiques et de l'allègement du service de la dette extérieure.

Le recul de la conjoncture dans les pays industriels, conjugué à la persistance d'une production importante de certains produits de base, a créé des conditions d'excès d'offre qui ont eu pour effet de diminuer de 5% les prix en dollars des produits non pétroliers. De même, l'évolution tendancielle des cours du pétrole a été déprimée, notamment parce que les pertes

Ralentissement des échanges commerciaux ...

... sauf dans les pays en développement

Faiblesse des cours des produits de base



de capacités en Irak et au Koweït ont été rapidement compensées par une augmentation de l'extraction ailleurs. De fait, à la fin de 1991 et au début de 1992, la production de l'OPEP avait atteint son niveau le plus élevé depuis plus d'une décennie, ce qui a provoqué des pressions significatives à la baisse des cours du brut. Afin de les soutenir, l'OPEP a conclu un accord à la mi-février 1992 en vue d'obtenir une réduction de 5% de la production. L'année 1991 a également vu une stabilisation des prix moyens à l'exportation (exprimés en dollars) des produits manufacturés. Sur une base nette, il en est résulté une légère détérioration des termes de l'échange du groupe des pays en développement (à l'exclusion de l'Europe de l'Est et de l'ex-Union soviétique); celle-ci a été un peu plus prononcée pour les exportateurs de combustibles.

Dynamisme  
en Asie

La croissance spectaculaire des échanges des pays en développement d'Asie a porté leur part du commerce international d'un peu moins de 9% en 1980 à 15½% en 1991. Ce mouvement a entraîné un redéploiement marqué d'une grande partie des échanges des pays industriels. C'est ainsi que les importations américaines en provenance du groupe des pays en développement d'Asie dépassent à présent les achats au Canada, à l'Europe occidentale ou au Japon, ce qui constitue un changement saisissant par rapport à 1980. Dans la Communauté européenne également, la part du commerce avec ces pays a doublé en l'espace de seulement dix ans: avec le Japon, ils constituent désormais la principale source d'importations hors CE de la Communauté et sont devenus une destination presque aussi importante que les Etats-Unis pour ses exportations.

## Politiques commerciales

Ces dernières années, de nombreux pays n'appartenant pas au monde industriel ont pris des mesures radicales de libéralisation des échanges. Les succès manifestes de ceux qui ont poursuivi des politiques conçues pour tirer le maximum des opportunités disponibles sur les marchés mondiaux et l'échec des pays qui ont préféré s'appuyer sur des politiques autarciques de substitution de produits nationaux aux importations ont créé un climat clairement favorable à la libéralisation. Des taux de change plus compétitifs, une ouverture accrue aux investissements directs étrangers et une protection réduite vis-à-vis de l'extérieur ont été les principaux ingrédients de ce changement. Sur les cinq dernières années, pas moins de dix-sept pays d'Amérique latine se sont engagés unilatéralement dans la libéralisation de leurs échanges. Nulle part ailleurs, l'inflexion des politiques n'a été plus grande qu'en Europe de l'Est et en Russie après des décennies de contrôle rigide du commerce avec l'étranger. Un certain nombre de pays asiatiques ont également libéralisé leurs importations. Globalement, au cours des cinq dernières années, quelque cinquante et un pays en développement ont unilatéralement adopté des mesures – souvent très poussées – de libéralisation de leurs échanges.

Encouragées activement par les pays industriels, ces réformes ne porteront pleinement leurs fruits que s'ils ouvrent eux-mêmes davantage leurs marchés aux exportations en provenance des pays en développement; plus ce soutien sera offert rapidement, moins le risque d'un renversement de politique sera grand. A l'heure actuelle, une grande partie des exportations potentielles des pays en développement concernent les marchandises les plus protégées par les pays industriels: denrées agricoles, divers produits semi-finis, habillement et textile.

Ces dernières années, la politique de nombreux pays industriels s'est de plus en plus éloignée de l'idéal de libre-échange qui avait motivé la libéralisation progressive et multilatérale du commerce depuis la guerre et avait été récompensé par des décennies de prospérité sans précédent. Quatre aspects ont joué un rôle non négligeable dans cette évolution: la libéralisation a eu tendance à se négocier dans un cadre régional plutôt que mondial; la production et les échanges agricoles se sont de plus en plus écartés du principe de l'avantage comparatif; un volume croissant d'échanges de produits manufacturés a été «administré» par divers dispositifs destinés à freiner la concurrence et à restreindre le choix du consommateur; enfin, les échanges de services, en augmentation, sont restés en dehors des négociations du GATT.

Parmi les arrangements commerciaux régionaux, les plus importants sont le système de marché unique de la Communauté européenne et le projet de libre-échange nord-américain. De tels accords peuvent être bénéfiques pour les consommateurs car ils ont pour effet d'accroître la concurrence au sein du bloc et de permettre la réalisation d'économies d'échelle. Ils tendent cependant à détourner la demande au détriment de producteurs peut-être plus efficaces dans le reste du monde, sauf s'ils

Libéralisation des échanges dans les pays en développement ...

... mais protectionnisme accru dans les pays industrialisés

Blocs commerciaux

s'accompagnent de mesures énergiques pour réduire les obstacles aux échanges avec les pays tiers. L'ampleur de ces échanges «hors zone» pour un certain nombre de régions souvent identifiées comme des blocs commerciaux potentiels est attestée par la configuration des échanges présentée dans le tableau ci-dessous. Non seulement le commerce entre ces régions est important, mais, dans nombre de cas, il a progressé plus rapidement que les échanges intra-zone. Le fait que les flux commerciaux n'ont pas eu généralement tendance à se regrouper par région donne à penser que les facteurs fondamentaux de l'avantage comparatif ont des origines beaucoup plus vastes.

Une politique de réduction des obstacles au sein des blocs commerciaux régionaux risque d'accroître la tentation de dresser des obstacles plus contraignants contre les produits hors zone pour compenser la concurrence intra-bloc plus vive que doivent accepter les entreprises. De tels risques soulignent la nécessité de faire en sorte que les accords commerciaux régionaux assurent une liberté d'accès aussi grande que possible. Nombre de directives adoptées dans le cadre du projet de marché unique se sont certes efforcées d'aller dans ce sens. Toutefois, un accord récent entre la Communauté européenne et le Japon a prolongé les limitations «temporaires» des exportations de voitures japonaises vers l'Europe jusqu'en 1999, et il se peut qu'il comprenne des arrangements tacites susceptibles d'entraver davantage la concurrence.

Les politiques agricoles de la plupart des pays industriels protègent les marchés internes de l'incidence des prix mondiaux. Les orientations actuelles s'enracinent dans l'immédiat après-guerre, à l'époque où le souvenir des pénuries alimentaires était proche et où une part importante de la population travaillait encore dans l'agriculture. De longues années

Politiques agricoles

Flux commerciaux en 1990 (entre parenthèses, chiffres de 1975) <sup>1</sup>					
Zone	Part (en %) de la zone dans le total des échanges <sup>2</sup>				
	CE	AELE	ALENA	Asie de l'Est	Reste du monde
CE	59,2 (51,4)	10,0 (9,4)	8,4 (8,7)	7,3 (3,6)	15,1 (26,9)
AELE	59,4 (51,7)	13,3 (17,0)	7,9 (7,0)	7,7 (3,9)	11,8 (20,4)
ALENA	18,3 (18,6)	2,8 (2,5)	37,6 (36,2)	26,7 (15,6)	14,6 (27,1)
Asie de l'Est	16,0 (12,0)	2,6 (1,9)	26,9 (24,8)	37,6 (28,0)	16,8 (33,3)
<i>Pour mémoire:</i>	expansion annuelle moyenne des échanges, en % <sup>3</sup>				
CE	11,4	10,8	10,1	15,6	6,2
AELE		8,1	11,0	16,1	6,0
ALENA			10,4	14,1	5,7
Asie de l'Est				16,0	8,6

<sup>1</sup> Le projet d'accord de libre-échange nord-américain (ALENA) associe le Canada, les Etats-Unis et le Mexique. L'Asie de l'Est comprend les membres (sauf Brunei) de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE), la Chine, la Corée du Sud, Hong Kong, le Japon et Taïwan. On ne dispose pas de données sur les échanges directs de Taïwan avec la Chine et le Mexique.

<sup>2</sup> Le total des échanges correspond à la somme des exportations et importations de marchandises.

<sup>3</sup> 1975-90.

Sources: FMI, Direction of Trade Statistics et données nationales.

d'augmentation régulière de la productivité dans ce secteur et de progression très lente de la consommation ont fondamentalement modifié cette situation. Le nombre d'emplois agricoles à plein temps a fortement diminué et est à présent relativement réduit; aux pénuries antérieures ont succédé des excédents de production et des stocks énormes de denrées alimentaires se sont accumulés; enfin, d'anciens importateurs nets de produits agricoles sont à leur tour devenus exportateurs. La Communauté européenne a tenté d'écouler ses surplus en subventionnant des exportations de ce type vers des pays tiers, politique qui a conduit les Etats-Unis à accroître par rétorsion les aides accordées à ses propres exportations sur certains marchés. Ces conflits ont accentué les pressions à la baisse des cours mondiaux des produits alimentaires, qui sont à présent inférieurs de moitié environ, en termes réels, à leur niveau des années soixante-dix. Ces politiques ont non seulement asphyxié les exportateurs traditionnels de produits alimentaires (notamment plusieurs pays en développement défavorisés), mais elles sont également devenues de plus en plus onéreuses pour les Etats industriels. Selon des calculs de l'OCDE, le coût total du soutien à l'agriculture – subventions aux producteurs et coûts implicites imposés aux consommateurs par le biais de prix plus élevés que les cours mondiaux – a atteint quelque \$320 milliards l'an dernier, soit l'équivalent de près de 2% du PIB de la zone OCDE.

S'agissant des produits manufacturés, on a assisté ces dernières années à une dérive régulière vers des échanges «administrés», souvent sur une base purement bilatérale. Les mesures en place prennent de multiples formes. Les dispositions antidumping masquent fréquemment des tentatives de protection des producteurs nationaux contre des concurrents étrangers plus performants. Le nombre d'enquêtes sur des cas d'antidumping notifiées au GATT a pratiquement doublé par rapport à l'année précédente; très souvent, des accords bilatéraux rendent superflue l'institution formelle de tels droits antidumping. Des dispositifs explicites de partage des marchés régissent la moitié environ du commerce dans certains domaines: textile, habillement et sidérurgie. Des accords «d'autolimitation» freinent les exportations de voitures et de produits électroniques, surtout en provenance du Japon. Divers systèmes – tant informels que formels – de prix minimaux entravent les échanges de microprocesseurs. Plus récemment, des «objectifs» spéciaux d'importations ont été négociés: en janvier 1992, le Japon a accepté de multiplier par deux avant 1994–95 ses importations annuelles de composants d'automobiles en provenance des Etats-Unis; un accord conclu dernièrement prévoit une participation étrangère de 20% au marché nippon des puces électroniques.

De telles mesures réduisent le choix des consommateurs, accroissent les coûts et augmentent les prix. En autorisant certaines entreprises à négliger leurs propres carences, on affaiblit sensiblement un élément essentiel de l'amélioration de la productivité à moyen terme. Contrairement à un mythe très répandu, ces initiatives favorisent peu la production interne et l'emploi dans leur ensemble, car les dispositions qui protègent une industrie donnée en affectent inévitablement d'autres – par le biais de l'appréciation

Echanges  
«administrés»

du taux de change et du renchérissement des coûts. Les restrictions appliquées aux exportations nippones, pour citer l'exemple le plus important, contribuent à une sous-évaluation du yen qui met les producteurs non protégés en position beaucoup plus difficile pour concurrencer les produits japonais, soutient en fait certains producteurs nippons et, au bout du compte, réduit probablement peu, voire pas du tout, l'excédent extérieur net du Japon.

On ne dira jamais assez à quel point de telles mesures sapent les fondements du système multilatéral des échanges, faussent la répartition des ressources, affaiblissent l'investissement et handicapent la croissance de l'économie mondiale. Les grands pays et les grandes entreprises sont capables d'assurer à leurs propres produits des avantages discriminatoires aux dépens des autres. Le manque de transparence des formes plus récentes de protectionnisme rend encore plus difficile une sensibilisation des consommateurs et des électeurs auxquels on fait indirectement payer le prix de ces mesures. De même, le champ d'application des procédures de règlement des différends internationaux se trouve réduit.

#### Services

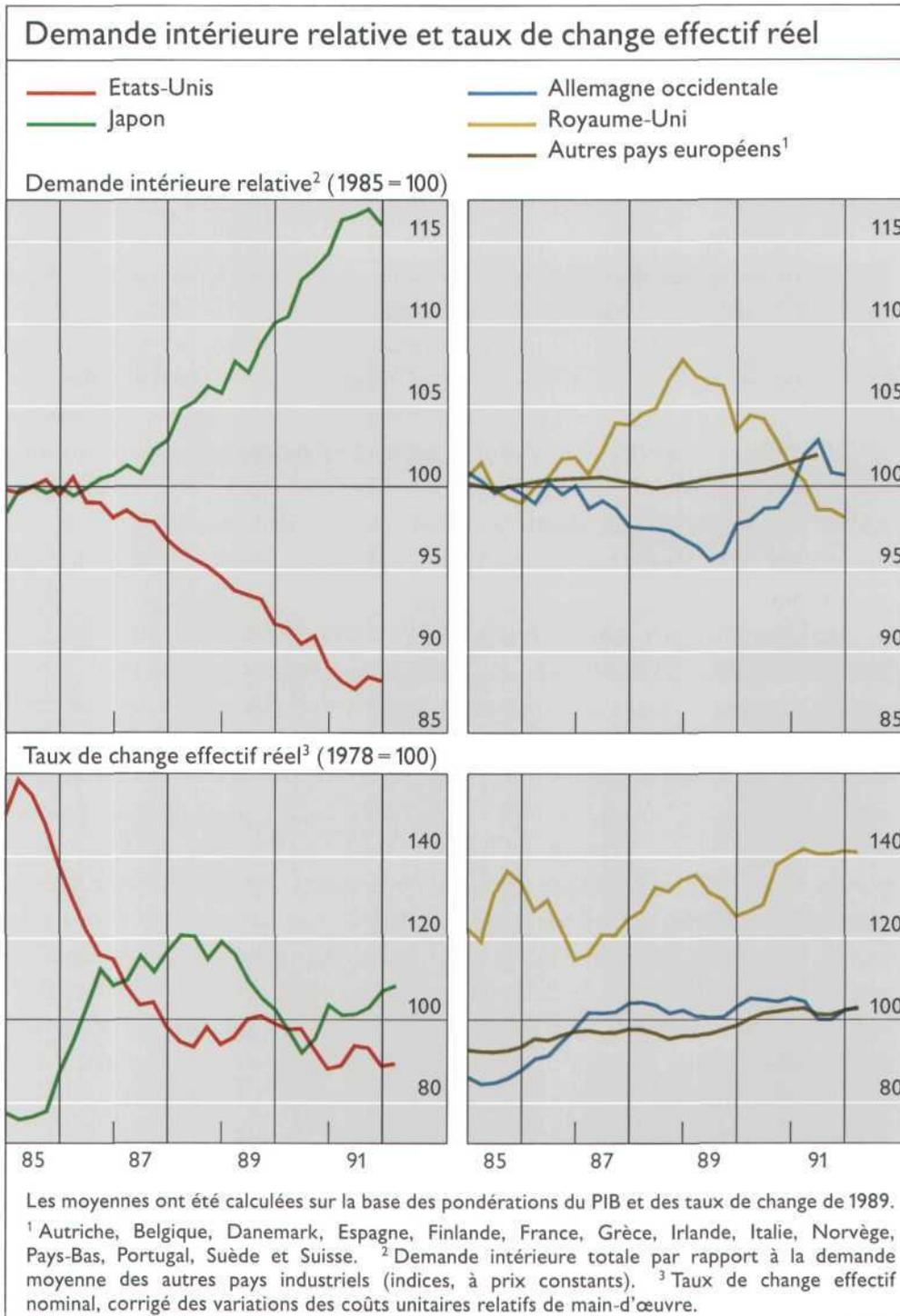
Les services représentent actuellement un cinquième des transactions courantes mais sont toujours exclus du dispositif du GATT. L'évolution, ces dernières années, vers une économie de services et les progrès technologiques rapides accomplis dans certains domaines ont grandement accru les bénéfices potentiels d'une libéralisation des échanges – d'autant que de nombreux services (transports aériens, télécommunications notamment) restent dominés dans beaucoup de pays par des monopoles internes et sont parfois régis par des associations internationales de producteurs qui cherchent à maintenir des prix élevés et à limiter la concurrence.

#### Négociations de l'Uruguay Round

Les négociations commerciales de l'Uruguay Round, amorcées en septembre 1986, s'étaient fixé un programme exceptionnellement ambitieux et vaste qui s'efforçait de traiter franchement beaucoup de ces problèmes. Malheureusement, elles se sont révélées plus difficiles et sujettes à controverses que toutes les autres négociations du GATT. Aucun accord n'avait été trouvé en décembre 1990, date-butoir initialement prévue pour leur achèvement. Les pourparlers étaient de nouveau dans l'impasse en décembre 1991, la politique agricole constituant apparemment la pierre d'achoppement majeure. Il apparaît toutefois que des progrès ont été réalisés, avec un accord provisoire dans les domaines suivants: assouplissement des restrictions sur le commerce du textile et de l'habillement, durcissement des règles du GATT sur les mesures de protection déguisée (antidumping, subventions, etc.), respect des droits de la propriété intellectuelle et mécanismes de règlement des conflits. Le Directeur général du GATT a proposé d'adopter le principe de convertir toutes les barrières non tarifaires dans le domaine des échanges agricoles en barrières tarifaires pour les abaisser ensuite progressivement. Il a également suggéré de réduire la valeur des exportations agricoles subventionnées et les prix de soutien internes. Début mai, les négociations étaient toujours en cours.

## Evolution des paiements courants des pays industriels et des nouvelles économies industrielles d'Asie (NEI)

L'an dernier, la situation conjoncturelle a une fois de plus joué un rôle prépondérant dans l'évolution du commerce et des paiements courants des pays industriels. Si la quasi-totalité des pays ont été affectés, l'ampleur du ralentissement de l'activité a, toutefois, grandement varié, de nombreux pays déficitaires – notamment les pays anglo-saxons et la Suède – étant en récession pendant la majeure partie de l'année. A l'inverse, la demande



intérieure est restée relativement dynamique en Allemagne et au Japon jusqu'en milieu d'année.

Malgré le concours de facteurs particuliers, l'amélioration de la position concurrentielle des Etats-Unis a néanmoins contribué pour beaucoup à la forte diminution du déficit extérieur américain. Elle a aussi soutenu en partie une activité économique pénalisée par la compression massive des dépenses internes. Dans d'autres pays, cependant, il se peut qu'une compétitivité médiocre ou en perte de vitesse sur les marchés internationaux ait fait obstacle à une réduction du déficit: ces dernières années, le Canada, la Corée du Sud, la Finlande, l'Italie, le Royaume-Uni et la Suède ont souffert d'une détérioration substantielle de leur compétitivité.

### Etats-Unis

La forte réduction du déficit américain est en partie temporaire ...

Le déficit des paiements courants américains a considérablement diminué l'an dernier, la balance revenant à un quasi-équilibre grâce en partie à un certain nombre de facteurs passagers particulièrement favorables. L'élément à lui seul le plus important a été le paiement de \$42,5 milliards par le Koweït, l'Allemagne, le Japon et d'autres pays au titre de la participation aux frais liés à la guerre du Golfe. En outre, le déficit commercial s'est contracté de près de \$35 milliards en 1991, soit la plus forte baisse jamais enregistrée, qui s'est encore accentuée pendant les premiers mois de 1992. Par ailleurs, l'excédent au titre des services autres que les revenus de facteurs – déjà élevé en 1990 – a progressé (voir tableau ci-dessous).

Si la diminution de \$11 milliards des importations de pétrole – reflétant un fléchissement des prix ainsi que de la demande – a concouru à une

Balance des paiements courants des Etats-Unis						
Poste	1987	1988	1989	1990	1991	
					Année	T IV <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU						
Paiements courants	-160,2	-126,2	-106,3	- 92,1	- 8,6	-41,2
Balance commerciale	-159,5	-127,0	-115,9	-108,1	-73,6	-74,6
Revenus d'investissements nets	7,6	5,3	2,7	11,9	9,4	0,9
Autres services	6,3	10,4	22,4	26,4	35,9	38,3
Transferts	- 14,7	- 14,9	- 15,5	- 22,3	19,7	- 5,6
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Importations de pétrole</i>	42,9	39,6	50,9	62,1	51,4	48,8
<i>Balance commerciale hors pétrole<sup>2</sup></i>	-114,1	- 76,4	- 55,2	- 37,7	-13,9	-17,0
variation en %						
<i>Volume des exportations</i>	10,0	19,3	11,8	7,4	7,6	9,0 <sup>3</sup>
<i>Volume des importations</i>	4,2	4,0	4,4	1,8	0,3	5,2 <sup>3</sup>
<i>Termes de l'échange</i>	- 3,2	1,3	- 1,0	- 3,0	1,0	6,0 <sup>3</sup>

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

<sup>3</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1990.

réduction du solde négatif des échanges commerciaux, la nouvelle contraction du déficit non pétrolier en a constitué l'élément déterminant. Les termes de l'échange ayant peu varié, les évolutions en volume expliquent entièrement cette baisse: les importations hors pétrole ont pratiquement stagné, alors que la croissance des exportations est restée soutenue.

Le volume des ventes de produits non agricoles à l'étranger a progressé l'an dernier de 8½%, rythme d'expansion nettement supérieur à celui des marchés mondiaux. La poussée la plus récente des exportations américaines, beaucoup plus marquée que lors de précédentes récessions aux Etats-Unis, s'explique en grande partie par la baisse persistante du dollar en termes réels. L'amélioration de la compétitivité, consécutive à la vive dépréciation du dollar en termes nominaux entre le début de 1985 et la fin de 1987, s'est dans l'ensemble maintenue les quatre années suivantes (voir graphique de la page 84). On estime qu'à la fin de la décennie les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier aux Etats-Unis étaient nettement inférieurs à ceux du Japon ou de l'Allemagne. Cette position très concurrentielle a entraîné des augmentations non négligeables de la part américaine des marchés mondiaux d'exportation. L'accroissement des ventes à l'étranger de biens d'équipement, qui représentent aujourd'hui un record de 45% des exportations non agricoles des Etats-Unis, a été particulièrement vigoureux. Les ventes aux pays de l'OPEP, d'Amérique latine et aux NEI d'Asie ont sensiblement dépassé les exportations vers les pays industriels.

La langueur de la demande intérieure aux Etats-Unis a contenu l'expansion du volume des importations non pétrolières à moins de 1% en 1991. Les achats à l'étranger ont fortement réagi à la situation de la demande: dans un premier temps, ils ont sensiblement reculé, pour se redresser substantiellement en milieu d'année lors d'une timide reprise de la demande américaine et à la faveur d'un mouvement de reconstitution des stocks de biens de consommation (hors véhicules). Les importations de voitures ont baissé: le fait que les constructeurs automobiles nippons produisent de plus en plus aux Etats-Unis revêt une certaine importance à moyen terme: l'an dernier, ils ont fabriqué sur place quelque 1,4 million d'unités, contre un peu plus de 2 millions directement exportées.

La compétitivité-prix a aussi participé au gonflement de l'excédent des services autres que les revenus de facteurs. Après des hausses annuelles de près de 15% en moyenne sur les cinq années précédentes, les recettes au titre des services se sont encore accrues, de 8½%, en 1991, avec une progression de 12% des dépenses des touristes étrangers aux Etats-Unis. Dans le même temps, les importations de services sont demeurées pratiquement inchangées.

### *Japon*

La réduction graduelle de l'excédent japonais des transactions courantes, caractéristique de la période 1987-90, s'est brutalement inversée l'an dernier. L'excédent commercial a enregistré un nouveau record, avec plus de

... mais traduit également de solides résultats à l'exportation ...

... et la stagnation des importations en volume

Elargissement de l'excédent japonais ...

Balance des paiements courants du Japon						
Poste	1987	1988	1989	1990	1991	
					Année	T IV <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU						
Paiements courants	87,0	79,6	57,2	35,8	72,9	91,4 <sup>2</sup>
Balance commerciale	96,4	95,0	76,9	63,5	103,0	118,8 <sup>2</sup>
Revenus d'investissements nets	16,7	21,0	23,4	23,2	26,7	21,8
Autres services	-22,4	-32,3	-38,9	-45,4	-44,3	-45,5
Transferts	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 5,5	-12,5	- 3,7 <sup>2</sup>
<i>Pour mémoire:</i>						
Importations de pétrole	27,4	25,8	29,8	41,3	37,8	40,0
Balance commerciale hors pétrole <sup>3</sup>	63,0	49,0	44,8	46,4	45,9	53,6
variation en %						
Volume des exportations	0,3	5,1	3,8	5,5	3,0	2,3 <sup>4</sup>
Volume des importations	9,3	16,7	7,8	5,8	3,0	1,8 <sup>4</sup>
Termes de l'échange	2,2	2,3	- 4,2	- 6,1	8,5	19,1 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Chiffres annualisés. <sup>2</sup> Chiffres dessaisonnalisés. <sup>3</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1985. <sup>4</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1990.

\$100 milliards, et les excédents bilatéraux vis-à-vis de la CE et de l'Asie du Sud-Est augmentant chacun de \$9 milliards environ. L'alourdissement du déficit des transferts – en partie au profit des Etats-Unis pour les dépenses liées au conflit du Golfe – n'a compensé que de façon limitée et temporaire le solde positif croissant. Au premier trimestre de 1992, le surplus des paiements courants atteignait un rythme annuel proche de \$115 milliards, soit quelque 3% du PNB.

... dû à  
l'amélioration  
des termes de  
l'échange ...

La progression de l'excédent commercial s'explique par deux facteurs. Premièrement, les termes de l'échange se sont améliorés de 8½%, les exportateurs nippons ayant laissé les prix de leurs produits en dollars monter en même temps que le yen s'appréciait, plutôt que de les stabiliser, comme ils l'avaient déjà fait en plusieurs occasions. A l'inverse, la valeur des importations en dollars n'a quasiment pas bougé, du fait surtout de l'affaiblissement des cours des combustibles et des matières premières, qui représentent un tiers environ des importations nippones. Deuxièmement, dans les comptes de la balance des paiements, les chiffres des achats à l'étranger pour 1991 comprennent une baisse estimée à \$15 milliards des importations de métal jaune, due en grande partie à une diminution brutale des placements en or des résidents japonais. Selon les statistiques douanières, qui comptabilisent le métal uniquement au moment de la livraison effective, le volume des importations hors pétrole s'est accru de 4%, rythme légèrement supérieur à celui des exportations, ce qui laisse le solde commercial à prix constants inchangé dans l'ensemble.

Par suite du ralentissement de la croissance des revenus réels et des dépenses d'investissement, les importations de marchandises à élasticité

élevée par rapport au revenu (produits de luxe et voitures) et de biens d'équipement professionnel se sont fortement affaiblies. Les exportations de la CE vers le Japon ont été particulièrement touchées, avec un repli de près de 10%. Le fait que le volume des importations a progressé pratiquement au même rythme que l'expansion de la demande intérieure pour la deuxième année de suite – après avoir augmenté deux fois plus vite sur la période 1986–89 – donne à penser que les effets de la précédente appréciation du yen ont disparu.

... et au ralentissement en termes réels de la croissance des importations

La décélération de la croissance dans la plupart des pays industriels et l'accroissement de la production des filiales japonaises à l'étranger ont freiné la progression des exportations. Elles sont cependant restées très dynamiques en direction de l'Asie du Sud-Est sous l'effet du boum des investissements dans la région: ces pays absorbent actuellement près d'un tiers des exportations nippones et ont détrôné les Etats-Unis à la première place des marchés d'exportation du Japon.

L'affaiblissement de la demande intérieure a également affecté la balance des services. Les dépenses de voyage à l'étranger des Japonais, déprimées par la crise du Golfe au premier semestre de 1991, ne sont pas parvenues à se redresser sensiblement pendant les six derniers mois: elles se sont inscrites en recul de 4% sur l'ensemble de 1991, en regard d'un rythme annuel moyen de près de 40% entre 1985 et 1990. Conjugué à un accroissement de \$3½ milliards des revenus d'investissements nets – reflétant la progression du stock d'actifs nets du Japon à l'étranger – le ralentissement des importations de services a comprimé le déficit global des transactions invisibles (hors transferts) après plusieurs années d'aggravation sensible.

### *Europe occidentale*

L'unification allemande a joué un rôle central dans l'évolution des paiements courants en Europe l'an dernier. Elle a donné un puissant coup de fouet à la demande au sein de l'Allemagne unifiée: étant donné la quasi-saturation des capacités de production dans la partie occidentale du pays et l'absence de compétitivité des entreprises dans sa partie orientale, ce supplément de demande n'a pu être satisfait qu'au travers d'une forte augmentation des achats à l'étranger et par un détournement des produits allemands des marchés d'exportation. La hausse des importations en Allemagne a permis à d'autres pays européens de compenser partiellement l'affaiblissement significatif de la croissance de la demande chez eux. En cours d'année toutefois, la demande intérieure en Allemagne s'est ralentie, entraînant une baisse très sensible de la progression des importations.

Le boum lié à l'unification ...

Pour la première fois depuis 1981, les paiements courants de l'Allemagne ont été déficitaires, du fait en grande partie du brutal amenuisement de l'excédent commercial (voir tableau ci-contre). Ce changement d'orientation a été imputable pour moitié environ à une diminution marquée du traditionnel excédent avec les autres pays de la CE. Le second facteur important a été l'augmentation de \$14 milliards des transferts, due à

... provoque un déficit en Allemagne

Balance des paiements courants de l'Allemagne						
Poste	1987	1988	1989	1990	1991	
					Année	T IV <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU						
Paiements courants	46,2	50,7	57,5	46,5	-19,7	-15,6 <sup>2</sup>
Balance commerciale	68,6	78,2	76,2	69,9	21,3	34,0 <sup>2</sup>
Revenus d'investissements nets	4,0	5,2	11,8	17,3	17,8	16,6
Autres services	- 6,6	- 9,9	- 7,3	-12,2	-15,8	-22,2
Transferts	-19,8	-22,8	-23,2	-28,5	-43,0	-44,0 <sup>2</sup>
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Importations de pétrole</i>	16,9	14,7	16,1	22,1	22,1	23,5
<i>Balance commerciale hors pétrole<sup>3</sup></i>	55,2	58,2	60,7	36,5	4,6	11,2
variation en %						
<i>Volume des exportations</i>	2,9	6,7	8,2	1,4	1,4	3,4 <sup>4</sup>
<i>Volume des importations</i>	5,4	6,4	7,3	11,5	13,4	4,6 <sup>4</sup>
<i>Termes de l'échange</i>	3,5	- 0,1	- 2,7	1,5	- 2,2	1,0 <sup>4</sup>
Les postes en italiques se rapportent uniquement à l'Allemagne occidentale; les autres chiffres incluent, à partir de juillet 1990, les opérations extérieures de l'ex-Allemagne de l'Est.						
<sup>1</sup> Chiffres annualisés. <sup>2</sup> Chiffres dessaisonnalisés. <sup>3</sup> Sur la base des valeurs unitaires constantes de 1980. <sup>4</sup> Variation par rapport au quatrième trimestre de 1990.						

la participation au coût de la guerre du Golfe, au financement du retrait par l'ex-Union soviétique de ses troupes et à l'accroissement des contributions au budget de la CE.

Les effets de l'unification sur la demande expliquent presque totalement la contraction de \$49 milliards de l'excédent commercial de l'Allemagne; le taux de change effectif réel du deutsche mark a peu varié (voir graphique de la page 84). Cependant, après que les tensions sur la demande eurent atteint leur maximum au premier semestre de 1991, la détérioration du solde commercial a pris fin, et la tendance a commencé à s'inverser. La hausse de 40% en termes réels des importations de voitures et d'autres biens de consommation entre les deuxièmes trimestres de 1990 et de 1991 a été un élément important à cet égard, puisque cette demande avait été longtemps refoulée en Allemagne de l'Est. Etant donné que les ménages ont vu toutefois progressivement se réduire leur accès au crédit dans le courant de l'année, cet emballement de la demande s'est essoufflé, de sorte que les importations se sont ralenties.

De même, la stagnation des exportations jusqu'en milieu d'année traduit le repli de la production allemande vers un marché interne en plein essor. La chute brutale des exportations est-allemandes vers ses ex-partenaires du CAEM, consécutive à l'expiration des accords commerciaux à la fin de 1990, et l'abandon des subventions aux exportations ont également pesé sur les ventes à l'étranger. Le net refroidissement de la demande intérieure en milieu d'année a toutefois incité les entreprises allemandes à chercher à l'étranger des débouchés pour leur production.

Signes de  
renversement  
de tendance

Le renversement de la position de la balance des paiements courants de l'Allemagne a porté un coup d'arrêt à l'accumulation nette d'actifs étrangers. Avec l'élargissement de l'écart d'intérêt en faveur des taux de rémunération des placements libellés en deutsche marks, les revenus d'investissements nets en provenance de l'étranger n'ont quasiment pas progressé d'une année sur l'autre et ont diminué au cours de 1991. La balance au titre des autres services s'étant aussi détériorée, surtout en raison de l'augmentation des dépenses de voyage à l'étranger, le précédent excédent des services a presque disparu l'an dernier.

Les autres pays d'Europe ont enregistré pour la plupart une amélioration significative de leurs paiements courants en 1991, leur déficit global régressant de \$30 milliards environ. Le Royaume-Uni a contribué pour beaucoup à cette évolution: une récession persistante a fait baisser le volume des achats à l'étranger et ramené le déficit de la balance britannique des transactions courantes à moins de 1% du PNB. Ailleurs en Europe, le ralentissement économique a aussi entraîné une décélération marquée de la demande de biens importés. Le rythme de progression du volume des importations s'est établi à quelque 2% en 1991, contre une moyenne de 7½% au cours des quatre années précédentes. Dans ce contexte de récession, les importations ont diminué en Finlande (17%), Suède (7%) et Suisse (un peu plus de 1%). Seule l'Espagne a conservé un taux de croissance des importations proche de ceux de 1990, et ce malgré un essoufflement de la demande intérieure.

Compte tenu de l'importance des échanges intra-européens, l'étiollement de la demande d'importations a comprimé les exportations de pratiquement tous les pays de la zone. Il apparaît en outre que les modifications de la compétitivité internationale commencent à influencer la configuration des exportations. La stabilité de la plupart des taux de change nominaux en Europe depuis le dernier réalignement général des parités au sein du SME en janvier 1987 s'est accompagnée de variations non négligeables des taux de change réels. Puisque les taux d'inflation les plus bas sur l'ensemble de cette période ont le plus souvent été enregistrés dans les pays excédentaires, leurs taux de change réels ont eu tendance à baisser par rapport aux pays déficitaires, plus prédisposés à l'inflation. Parmi ces derniers, l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni et la Suède ont souffert d'une perte substantielle de compétitivité: tous ces pays, à l'exception de l'Espagne (où les coûts de main-d'œuvre sont toujours bas par rapport aux normes internationales), ont perdu en 1991 des parts de marché à l'exportation. Le recul accusé par l'industrie manufacturière en Italie a été particulièrement sévère et explique en grande partie pourquoi ce pays a été l'un des très rares en Europe à ne pas voir s'améliorer ses paiements courants: le déficit s'est creusé à près de 2% du PIB. A l'inverse, plusieurs années de faible inflation ont renforcé la compétitivité de la France, qui a accru ses exportations de produits manufacturés plus que tout autre grand pays européen en 1991.

La hausse des engagements nets vis-à-vis de l'étranger et les variations des écarts de taux d'intérêt ont amplifié les paiements nets de l'Italie et de l'Espagne au titre des investissements. Le déficit italien sur les revenus d'investissements a affiché \$17 milliards en 1991, soit le double d'il y a seulement deux ans.

Diminution du déficit dans le reste de l'Europe

La récession ...

... et la compétitivité ont joué un rôle à cet égard

### Autres pays industriels

Les conditions économiques qui ont été l'an dernier celles de l'Afrique du Sud, de l'Australie, du Canada et de la Nouvelle-Zélande présentent certaines caractéristiques communes: partout, la demande intérieure a été très

Balance des paiements courants des pays industriels et des NEI d'Asie									
Pays et zone	Balance des paiements courants			dont					
				Balance commerciale			Solde des revenus d'investissements		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
en milliards de dollars EU									
Pays industriels	- 78,6	-100,0	-15,4	- 39,5	- 43,8	0,9	- 7,9	-10,4	-16,6
Etats-Unis	-106,3	- 92,1	- 8,6	-115,9	-108,1	-73,6	2,7	11,9	9,4
Japon	57,2	35,8	72,9	76,9	63,5	103,0	23,4	23,2	26,7
Communauté européenne	6,6	- 7,9	-53,8	0,8	- 4,7	-35,7	- 1,6	- 7,6	-15,3
Allemagne	57,5	46,5	-19,7	76,2	69,9	21,3	11,8	17,3	17,8
Danemark	- 0,9	1,5	2,2	2,4	4,6	4,9	- 4,4	- 5,6	- 5,3
Espagne	- 10,9	- 16,8	-16,0	- 24,5	- 29,6	-31,7	- 3,0	- 3,8	- 4,5
France	- 4,7	- 9,7	- 6,1	- 10,7	- 13,7	-10,2	- 0,3	- 3,2	- 4,8
Grèce	- 2,6	- 3,5	- 1,4	- 7,4	- 10,2	-10,3	- 1,5	- 1,6	- 1,7
Irlande	0,4	0,9	1,9	3,3	3,0	3,2	- 4,5	- 4,8	- 5,0
Italie	- 10,7	- 14,2	-19,2	- 2,2	0,7	0,4	- 8,3	-13,4	-17,0
Pays-Bas	8,1	10,5	9,3	8,2	10,4	11,9	1,3	1,1	1,0
Portugal	0,2	- 0,2	- 0,8	- 4,9	- 6,8	- 7,8	- 0,7	- 0,2	0,0
Royaume-Uni	- 33,4	- 26,5	- 8,0	- 40,4	- 32,7	-18,0	6,7	5,9	2,7
UEBL <sup>1</sup>	3,6	3,6	4,0	0,8	- 0,3	0,6	1,3	0,7	1,5
Autres pays d'Europe	- 1,0	- 2,5	5,7	- 9,9	- 11,0	-10,4	2,0	1,1	- 2,0
Autriche	0,1	1,0	- 0,3	- 6,6	- 8,0	-12,0	- 1,1	- 1,1	- 1,8
Finlande	- 5,8	- 6,7	- 5,9	- 0,2	0,8	- 2,0	- 2,9	- 3,7	- 4,0
Islande	- 0,1	- 0,2	- 0,3	0,1	0,1	0,0	- 0,2	- 0,3	- 0,3
Norvège	0,2	3,9	5,0	3,8	7,8	9,0	- 2,6	- 2,7	- 2,8
Suède	- 3,4	- 6,5	- 2,0	3,7	4,0	6,8	- 2,2	- 4,1	- 4,0
Suisse	7,0	8,6	8,9	- 6,5	- 6,1	- 4,9	12,7	14,9	14,8
Turquie	1,0	- 2,6	0,3	- 4,2	- 9,6	- 7,3	- 1,7	- 1,9	- 2,1
Autres pays industriels	- 35,1	- 33,3	-31,6	8,6	16,5	17,6	-34,4	-39,0	-37,2
Afrique du Sud	1,6	2,3	2,7	5,6	6,3	6,3	- 2,6	- 2,7	- 2,0
Australie	- 17,9	- 15,2	-10,3	- 4,0	0,0	3,4	-12,2	-13,9	-13,4
Canada	- 17,5	- 18,8	-23,4	6,0	9,4	6,4	-17,9	-20,5	-20,1
Nouvelle-Zélande	- 1,3	- 1,6	- 0,6	1,0	0,8	1,5	- 1,7	- 1,9	- 1,7
NEI d'Asie	24,1	14,5	9,9	19,3	7,5	2,8	2,7	4,7	6,2
Corée du Sud	5,1	- 2,2	- 8,8	4,6	- 2,0	- 7,1	- 1,3	- 1,0	- 0,6
Hong Kong	5,1 <sup>2</sup>	3,5 <sup>2</sup>	2,5 <sup>2</sup>	1,0	- 0,3	- 1,7	n.d.	n.d.	n.d.
Singapour	2,5	2,4	4,2	- 2,5	- 5,1	- 4,1	0,2	1,3	1,8
Taïwan	11,4	10,8	12,0	16,2	14,9	15,7	3,8	4,4	5,0

<sup>1</sup> Union économique belgo-luxembourgeoise. <sup>2</sup> Balance des échanges de marchandises et des services autres que les revenus de facteurs.

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

faible et les termes de l'échange se sont détériorés. Toutefois, seul le Canada a enregistré une nouvelle aggravation de son déficit courant, actuellement le plus important des pays industriels. L'excédent de l'Afrique du Sud s'est élevé à 2½% du PIB, alors que les déficits de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande se contractaient.

Pour la deuxième année de suite, les bons résultats de l'*Afrique du Sud* à l'exportation ont correspondu à une forte augmentation des exportations de produits manufacturés, qui représentent aujourd'hui près de 20% des ventes à l'étranger (or non compris), soit une hausse de quelque 5 points par rapport à 1987. Parallèlement, les contraintes financières ont de nouveau obligé les autorités à restreindre la croissance de la demande pour contenir les importations. Tout cela a contribué à améliorer les paiements courants et à réduire la dette extérieure, qui s'inscrit aujourd'hui à moins de 20% du PIB, au lieu de 43% en 1985.

La forte baisse des dépenses internes a freiné la demande d'importations en *Australie* comme en *Nouvelle-Zélande*. En revanche, la progression des exportations en volume s'est nettement accélérée dans ces deux pays grâce aux récents gains de compétitivité-coûts ainsi qu'à l'accroissement de la demande en provenance d'Asie. L'Australie a enregistré son premier excédent commercial tangible depuis une décennie.

La compétitivité internationale du *Canada* s'est fortement dégradée: entre fin 1987 et fin 1991, le taux de change effectif réel (basé sur les coûts unitaires de main-d'œuvre) s'est apprécié d'un tiers environ. Cette évolution a inévitablement affecté les résultats commerciaux du pays: le volume des exportations de produits manufacturés a augmenté de seulement 3% par an sur la période 1987-91, soit 1½ point de pourcentage de moins que la progression des importations des marchés des pays partenaires. L'an dernier, la récession aux Etats-Unis et le marasme des marchés des produits de base ont constitué des facteurs supplémentaires importants qui expliquent la contraction de l'excédent commercial. Les engagements nets vis-à-vis de l'étranger totalisaient quelque 40% du PNB à fin 1991; les paiements nets à l'étranger au titre des revenus d'investissements ont atteint \$20 milliards.

### Les NEI d'Asie

Ces pays ont enregistré en 1991 une nouvelle contraction de leur excédent global des paiements courants. A près de \$10 milliards, il a représenté moins de 2% du PIB en 1991, contre un maximum de \$31 milliards (plus de 10% du PIB) en 1987. L'aggravation du déficit de la Corée du Sud, porté à plus de 3% du PIB, est responsable pour l'essentiel de cette évolution l'an dernier; jusqu'à 1988, ce pays affichait un excédent égal à 8% du PIB.

L'expansion du volume des exportations s'est fortement amplifiée à Taïwan comme à Hong Kong; étant donné que le rythme des investissements fixes s'est également accéléré, on a assisté à une poussée non négligeable des importations. A *Taïwan*, les exportations et les importations ont progressé de quelque 15%, ce qui a accru les excédents de la balance des

Excédent en  
Afrique du Sud ...

... parallèlement  
à la contraction  
des déficits en  
Australie et en  
Nouvelle-Zélande

Compétitivité  
canadienne

Aggravation  
du déficit en  
Corée du Sud ...

... excédents  
toutefois dans  
les autres NEI

biens et services. L'essor des exportations taiwanaises a bénéficié d'une hausse de 45% des ventes à la Chine via Hong Kong. Le dynamisme des échanges avec la Chine a même été un élément plus important pour *Hong Kong*, car les réexportations à partir de ses activités manufacturières transnationales se sont vigoureusement développées, tandis que les exportations purement internes ont stagné (voir tableau de la page 104).

Les séquelles de la période 1987–90, durant laquelle les augmentations de salaires, l'agitation sociale et l'appréciation du taux de change avaient gravement entamé la compétitivité de l'économie, ont encore pesé sur les résultats extérieurs de la *Corée du Sud*. Le volume des achats à l'étranger s'est accru de 17% environ, soit pratiquement deux fois plus vite que les exportations, et le déficit commercial s'est creusé de quelque \$5 milliards. La faiblesse conjoncturelle des pays industriels a pesé sur la demande de produits électroniques fabriqués à *Singapour*, mais la vigueur de l'activité dans les pays voisins (en Malaisie notamment) a soutenu l'expansion totale des exportations jusqu'à fin 1991. Si le déficit commercial s'est contracté, l'excédent des transactions courantes s'est accru.

## Europe de l'Est: échanges, convertibilité extérieure et taux de change

### *Redéploiement du commerce vers l'Occident*

Le système de troc du CAEM, qui commençait déjà à se désintégrer en 1990, s'est finalement écroulé en 1991, entraînant pour tous les pays d'Europe de l'Est un énorme renchérissement du pétrole et du gaz fournis par l'ex-Union soviétique; cela a contraint la plupart d'entre eux à prendre des mesures draconiennes pour restreindre leur consommation énergétique, d'autant plus qu'il fallait régler ces importations en monnaie forte. La tendance a été accentuée par un vif recul, quasi général, de la demande intérieure et de la production industrielle. Pour l'ensemble du groupe (à l'exclusion de la partie orientale de l'Allemagne), le volume de pétrole acheté à l'Union soviétique a été réduit de près de moitié (voir tableau de la page 100).

La deuxième conséquence de la désagrégation du CAEM a été l'effondrement de la demande soviétique de biens provenant des autres pays d'Europe de l'Est. Les autorités centrales de l'Union ont dû faire face à une crise de devises aiguë et les accords bilatéraux spéciaux destinés à entretenir un courant d'échanges avec elle n'ont guère produit d'effets.

Il est ainsi devenu encore plus urgent pour les pays d'Europe de l'Est de réorienter leur économie après des années d'isolement pratiquement total. A l'exception de la Yougoslavie (qui s'était tournée bien plus tôt vers l'Occident), ces pays ont vu leur part du marché de l'OCDE se rétrécir régulièrement pendant de nombreuses années (voir graphique de la page 103). De surcroît, la structure de leurs exportations se caractérisait par une forte prédominance des biens à faible élasticité de la demande par rapport au revenu; il s'agissait pour plus des deux tiers de

Fin des importations de pétrole bon marché ...

... effondrement des ventes traditionnelles ...

... et redéploiement des exportations ...

produits agricoles, matières premières ou biens manufacturés semi-finis – qui font souvent l'objet des protections les plus rigoureuses au sein de l'OCDE.

Néanmoins, ces handicaps n'ont pas empêché une vive augmentation des exportations à destination du monde industrialisé. La valeur en dollars

... vers l'Occident

Echanges commerciaux de l'Europe de l'Est avec les pays industriels								
	1988	1989	1990	1991				
				Année <sup>1</sup>	TI	TII	TIII	TIV <sup>1</sup>
en milliards de dollars EU, taux annuel								
<b>Exportations</b>								
Ex-Union soviétique	20,2	22,3	27,2	26,5	29,6	26,9	24,3	25,3
Ex-Yougoslavie	8,8	9,7	11,7	10,8	12,0	11,0	10,5	9,6
Autres pays	17,7	18,9	22,4	24,7	24,2	23,0	25,6	26,3
Bulgarie	0,7	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1
Hongrie	3,9	4,4	5,5	6,3	6,3	6,2	6,3	6,5
Pologne	5,5	5,9	8,6	9,0	9,4	8,2	9,4	9,2
Roumanie	3,9	3,8	2,6	2,3	2,2	2,1	2,2	2,6
Tchécoslovaquie	3,7	4,0	4,7	5,9	5,1	5,3	6,4	6,9
<b>Importations</b>								
Ex-Union soviétique	21,7	25,6	23,8	22,0	20,5	19,4	23,7	25,1
Ex-Yougoslavie	8,9	10,1	13,9	10,5	14,1	11,1	9,2	7,9
Autres pays	16,3	18,2	22,0	28,4	28,9	27,3	28,7	28,2
Bulgarie	2,4	2,4	1,6	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8
Hongrie	4,0	4,7	5,4	6,4	6,5	6,8	6,3	6,2
Pologne	5,0	6,2	7,7	12,1	12,5	11,6	12,4	12,0
Roumanie	1,3	1,2	2,4	2,3	2,3	1,9	2,6	2,5
Tchécoslovaquie	3,6	3,7	4,9	5,9	6,9	5,5	5,7	5,7
<b>Solde</b>								
Ex-Union soviétique	-1,5	-3,3	3,4	4,5	9,1	7,5	0,6	0,2
Ex-Yougoslavie	-0,1	-0,4	-2,2	0,3	-2,1	-0,1	1,3	1,7
Autres pays	1,4	0,7	0,4	-3,7	-4,7	-4,3	-3,1	-1,9
Bulgarie	-1,7	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7
Hongrie	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,3
Pologne	0,5	-0,3	0,9	-3,1	-3,1	-3,4	-3,1	-2,8
Roumanie	2,6	2,6	0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,4	0,1
Tchécoslovaquie	0,1	0,3	-0,2	0,0	-1,8	-0,2	0,7	1,2
<i>Pour mémoire:</i>	1990 = 100							
<i>Importations des pays industriels<sup>2</sup></i>	76,9	83,6	100,0	101,2	104,6	98,8	101,4	99,2
Remarques:								
i) Chiffres établis sur la base d'importations CAF (données OCDE) converties FAB par application d'un multiplicateur de 0,96.								
ii) Non compris le commerce de l'Allemagne de l'Est.								
iii) A l'exclusion des échanges entre l'ex-Union soviétique et la Finlande.								
iv) Données trimestrielles annualisées et (sauf pour les exportations roumaines) dessaisonnalisées. Les chiffres ayant été arrondis, la somme des divers postes peut ne pas correspondre au total.								
<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> Importations des pays industriels pondérées selon l'importance de ces pays en tant que débouchés pour les exportations de l'Europe de l'Est.								
Sources: OCDE; Institut fédéral allemand des statistiques; estimations BRI.								

des ventes (chiffres de l'ex-Yougoslavie non compris) aux pays de l'OCDE a progressé de 10% environ en 1991, après 18% en 1990. Si l'on compare ces résultats à la croissance des importations des pays industriels (voir tableau ci-contre), on peut penser que l'Europe de l'Est a continué d'accroître ses parts de marché l'an passé.

Des causes exceptionnelles ...

Dans une certaine mesure, cependant, les exportations ont pu être «dopées» par trois causes exceptionnelles: déstockage consécutif à la libéralisation des prix (les entreprises des économies de commandement détenaient des stocks pléthoriques); absence de contraintes de bilan rigoureuses, qui a pu permettre d'abaisser les prix au-dessous des coûts; profondeur de la récession dans la zone, qui n'a guère laissé d'autre recours que d'exporter vers l'Occident.

... mais la compétitivité-prix est déterminante

Les pays qui ont préservé leur compétitivité internationale ont enregistré les meilleurs résultats. Grâce à une hausse des prix limitée, la *Tchécoslovaquie* a conservé en grande partie sa capacité concurrentielle acquise en 1990 à la faveur d'une dévaluation, alors que la *Pologne* n'y est pas parvenue. Les exportations tchécoslovaques vers les pays industriels ont connu les succès les plus nets avec une progression de quelque 25% sur l'année, qui s'est sensiblement accélérée au second semestre. La Pologne, en revanche, n'a obtenu qu'une expansion modérée. La *Hongrie*, qui a subi une perte de compétitivité beaucoup moins grande que la Pologne, a vu ses ventes à l'étranger s'accroître de 15%.

La compétitivité explique également l'évolution différente, selon les pays, des importations en provenance du monde industriel. Les achats de la Pologne à l'étranger ont été majorés de moitié environ, la demande de biens de consommation étant particulièrement vigoureuse au premier semestre: son confortable excédent commercial en monnaies convertibles en a été pratiquement anéanti.

La balance commerciale de la *Yougoslavie*, qui s'était fortement détériorée en 1990 à la suite d'une revalorisation considérable du dinar en termes réels, s'est peut-être améliorée en 1991, la guerre civile et l'embargo international ayant désorganisé le commerce. Des sorties massives de capitaux à court terme et le service de la dette extérieure ont amputé les réserves de quelque \$3 milliards.

### *Convertibilité extérieure et politique de taux de change*

Dans l'ancien système d'économie de commandement, les taux de change officiels étaient lourdement surévalués et le commerce international assujéti à des contrôles rigides. La libéralisation commerciale et des mesures décisives vers la convertibilité pour les transactions courantes ont donc été au centre du processus de réforme dans pratiquement tous les pays de l'ex-CAEM.

Démantèlement des pratiques commerciales restrictives ...

Les restrictions quantitatives aux importations ont été allégées partout; les industries nationales continuent toutefois d'être sous la protection de tarifs variant largement d'un pays à l'autre. Pour les exportations, la plupart des subventions directes ont été abolies, mais les pratiques restrictives

demeurent parfois en place, lorsque subsiste un contrôle des prix sur les produits alimentaires et les matières premières. La libéralisation des échanges commerciaux a été à la fois rapide et radicale: de ce point de vue, la Tchécoslovaquie, la Hongrie et la Pologne disposent de régimes qui n'ont rien à envier à certains pays industriels.

La célérité du passage à la convertibilité pour les échanges commerciaux a transformé les relations économiques internationales de l'Europe de l'Est. Au début de 1991, la Tchécoslovaquie, la Hongrie, la Pologne et la Yougoslavie possédaient des monnaies presque intégralement convertibles pour les achats de biens étrangers par les entreprises résidentes. Afin de favoriser l'investissement direct, la plupart des pays ont également adopté des dispositions assez libérales pour le rapatriement des bénéficiaires et des dividendes. Les limitations encore en vigueur concernent habituellement les services (par exemple, allocations de devises pour se rendre à l'étranger) et les mouvements de capitaux: en général, les entreprises résidentes doivent céder leurs recettes en devises et les non-résidents ne peuvent faire qu'une utilisation restreinte des comptes bancaires en monnaie nationale. Les écarts de taux de change entre marchés officiel et parallèle sont le plus souvent restés faibles.

Parmi les autres pays engagés dans le processus de passage à l'économie de marché, la *Bulgarie* a supprimé son système de taux de change multiples en février 1991. Dans un premier temps, la *Roumanie* a maintenu un régime double, réservant le cours officiel aux facteurs de production «essentiels»; quoique les parités aient été en principe unifiées en novembre 1991 (à un niveau correspondant au tiers du taux officiel) sur la base du taux de change interbancaire déterminé par adjudication, le rationnement des devises s'est poursuivi dans les faits.

Néanmoins, la célérité et le caractère général de la marche vers la convertibilité en Europe de l'Est ont été d'autant plus remarquables que les autorités doivent faire face à des situations intérieures très différentes. La Pologne et la Yougoslavie ont institué une convertibilité pour les échanges commerciaux à taux de change nominal fixe dans le contexte d'une flambée d'inflation d'origine interne. Initialement, les ménages détenaient dans les deux pays une grande partie de leur épargne sur des comptes bancaires en devises; beaucoup de transactions entre nationaux étaient même réglées en monnaies étrangères.

Face à une accélération de la hausse des prix (plus de 40% par mois), les autorités yougoslaves ont décidé, au début de 1990, de rendre le dinar convertible au taux de Din. 7 pour un deutsche mark. Un excédent notable des paiements courants a aidé à tenir cet engagement de change, mais la persistance d'une forte inflation intérieure s'est traduite par un doublement du taux de change effectif réel à la fin de 1990 (voir graphique de la page 98). Comme les paiements courants viraient au déficit, les contrôles des changes ont été renforcés. Malgré deux dévaluations substantielles au cours du premier semestre de 1991, cette détérioration en termes réels du taux de change n'a pu être inversée de manière un tant soit peu durable. Par la suite, avec l'intensification de la guerre civile – entraînant son

... et progrès décisifs vers la convertibilité ...

... même dans les pays aux premiers stades de la transition

Taux de change nominal fixe ...

... en Yougoslavie ...

cortège de pénuries et d'inflation galopante – puis l'adoption de monnaies distinctes par la Slovénie et la Croatie, le cours officiel devenait de plus en plus une fiction. En 1992, le taux de change officiel Din./DM a été porté de 13 à 200 en avril à l'issue d'une série de dévaluations; sur le marché parallèle, le dinar était encore plus faible, la hausse des prix échappant à tout contrôle.

... et en  
Pologne ...

La politique suivie par la Pologne différait de celle de la Yougoslavie en ce sens que le passage à la convertibilité s'était accompagné d'une dévaluation considérable du zloty qui avait abaissé le nouveau cours officiel à un niveau inférieur à celui du marché parallèle lui-même. Bien que cette mesure ait facilité la défense du taux de change durant les mois qui suivirent immédiatement l'introduction de la convertibilité (le fonds international de stabilisation de \$1 milliard constitué en soutien n'a pas été utilisé), l'amélioration de la compétitivité s'est vite trouvée réduite à néant par la poursuite de la poussée inflationniste. En fait, le choix d'un cours si bas a encore avivé la hausse des prix, de sorte qu'à fin 1990 le taux de change effectif réel était plus élevé qu'avant la dévaluation. Les autorités ont néanmoins résisté aux pressions en faveur d'une dévaluation supplémentaire jusqu'en mai 1991 et ont maintenu le principe d'un taux de change nominal fixe jusqu'en octobre; elles ont alors adopté un régime de parités mobiles autorisant une dépréciation pouvant atteindre 1,8% par mois, qui n'est toutefois pas parvenu à inverser la très forte surévaluation en termes réels des deux dernières années. Au début de 1992, le taux de change effectif réel, pourtant supérieur de quelque 40% au niveau de 1989, augmentait encore en raison du rythme rapide de l'inflation intérieure; une nouvelle dévaluation est intervenue en février.

... s'accompa-  
gnant d'une sur-  
évaluation en  
termes réels

Tchécoslovaquie

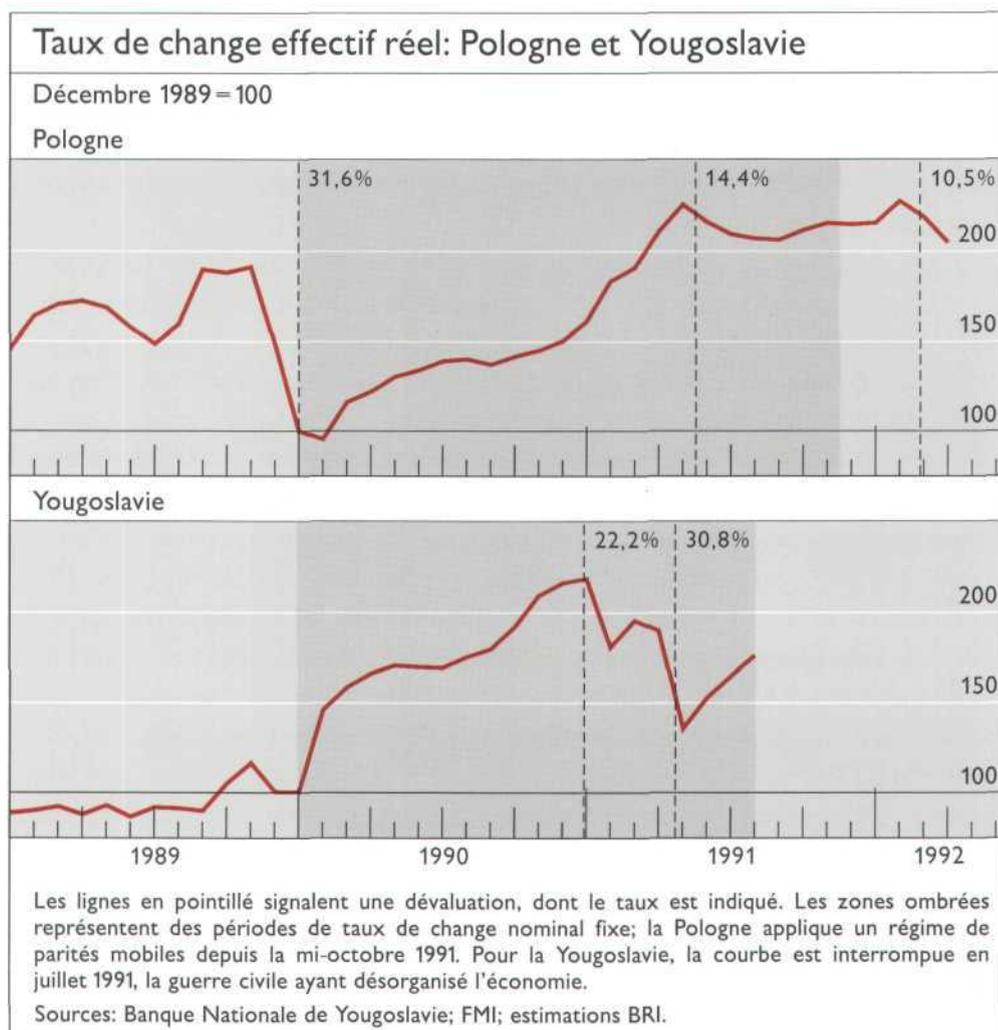
La Tchécoslovaquie a institué la convertibilité au début de 1991, après avoir procédé à trois dévaluations importantes en 1990. Les autorités ont également choisi un taux de change nominal défini par rapport à un panier de monnaies et ont pu tenir cet engagement. A l'opposé de ce qui s'est passé en Pologne, la dépréciation réelle de la monnaie en 1990 n'a été qu'en partie annulée l'an dernier: après l'ajustement unique à la hausse des prix en début d'année, l'inflation intérieure est demeurée beaucoup moins forte grâce à la poursuite de politiques de rigueur budgétaire, monétaire et salariale.

Hongrie

La Hongrie, qui est engagée depuis de nombreuses années sur la voie de la convertibilité, a maintenu elle aussi un taux de change nominal fixe, qu'elle ajuste périodiquement. Elle a cependant procédé à deux dévaluations dont l'ampleur – 15% en janvier 1991, puis 5,8% en novembre – était nettement inférieure à l'écart d'inflation avec les partenaires commerciaux, de sorte que le taux de change effectif s'était accru de près de 20%, fin 1991, par rapport à son niveau de 1989. La dépréciation de 1% de mars 1992 a inauguré une politique d'ajustements de moindre ampleur et moins prévisibles.

Bulgarie

A l'opposé, une pénurie chronique de réserves de change a conduit la Bulgarie, lorsqu'elle a aboli l'ancien régime de parités multiples, à laisser



flotter le taux de change; celui-ci a vite dépassé le cours précédemment en vigueur sur le marché parallèle.

Il se dégage une caractéristique remarquable commune à tous ces pays: il a été plus facile qu'on ne l'aurait craint d'introduire un certain degré de convertibilité et de défendre simultanément, au moins de manière temporaire, un taux de change nominal fixe – même dans le cas où l'économie glissait dangereusement vers l'hyperinflation. Mais cette dernière mesure n'a pas engendré la discipline anti-inflationniste espérée lorsqu'elle n'était pas appuyée par une orientation budgétaire restrictive ou une politique des revenus rigoureuse. En Pologne comme en Yougoslavie, la hausse des prix, quoiqu'en repli, a été encore assez forte pour entraîner une surévaluation, la valeur externe réelle augmentant de plus de 100% dans les quelque douze mois suivant l'entrée en vigueur du taux de change nominal.

Il était inévitable qu'une telle variabilité du taux de change *réel* donne aux résidents – consommateurs et producteurs – une information brouillée sur les prix internationaux et diminue leur capacité de réaction face aux marchés internationaux. En particulier, une surévaluation importante rend plus lente et plus pénible la transition vers l'économie de marché.

Instabilité du  
taux de change  
réel

## Union soviétique: désintégration et échanges commerciaux

### *Commerce international, fuite des capitaux et rouble*

Diminution des exportations pétrolières soviétiques ...	Une grande incertitude entoure l'évolution de la balance commerciale de l'Union soviétique l'an dernier. Les données de l'Agence internationale de l'énergie, résumées dans le tableau de la page 100, portent à croire que les exportations de pétrole vers les pays de l'OCDE se sont réduites d'environ un quart en volume, la production ayant été gravement perturbée. Elles ont régressé en valeur aussi, le cours du pétrole sur les marchés mondiaux étant nettement plus bas qu'en 1990. Comme les achats à l'étranger se sont contractés plus vivement encore, l'excédent de l'Union soviétique avec les pays industriels apparaît en hausse. Les recettes en monnaies convertibles ont augmenté, car les anciens partenaires du CAEM ont été contraints de payer en monnaie forte l'énergie qu'ils recevaient auparavant à des prix largement sous-évalués. Les efforts consentis pour le service de la dette se sont traduits par une compression marquée des importations; les achats à l'Europe de l'Est ont chuté, les autorités s'efforçant de conserver pratiquement toutes les devises procurées par les exportations. Les opérations de troc ont elles-mêmes été proscrites afin de réserver le potentiel de gains à l'exportation à l'usage du service de la dette extérieure. A la fin de 1991, il était manifeste que les autorités centrales ne pourraient faire face à tous leurs remboursements et un report a été convenu avec les créanciers étrangers (voir Chapitre III).
... et compression des importations	
Report du service de la dette	
Dévaluation	D'autres dispositions, d'abord timides puis plus radicales, ont été prises pour corriger la surévaluation du rouble. Un nouveau taux commercial rouble/dollar a été défini en novembre 1990 pour de nombreuses transactions courantes (mais pas toutes) à environ R. 1,7, soit le tiers du cours officiel (de R. 0,55), et maintenu pendant la majeure partie de l'année. Un cours spécial applicable aux relations touristiques depuis novembre 1989, à un dixième du taux officiel, a été fortement dévalué en 1991: il était tombé à moins de R. 100 en fin d'année. En outre, sur un marché d'adjudication très étroit, un troisième taux de change a glissé de R. 9 lors de la première enchère (en novembre 1989) à quelque R. 23 fin 1990, puis à R. 170 environ fin 1991.
Fuite de capitaux	L'écart entre le taux commercial et les cours utilisés sur les autres marchés s'est ainsi élargi de manière spectaculaire au fil des mois; réticents à se défaire de leurs devises au cours qui leur était appliqué, les exportateurs ont été de plus en plus incités à minorer leurs recettes d'exportations pour conserver la différence sur des comptes bancaires à l'étranger. Simultanément, les incertitudes sur l'avenir de l'Union s'aggravaient. Les remises de devises aux autorités centrales s'en sont trouvées réduites et il semble qu'il y ait eu une fuite massive de capitaux.
	Une orientation résolue vers la liberté des échanges commerciaux a été mise en œuvre au début de 1992 avec la libéralisation des importations et l'imposition de quotas à l'exportation uniquement sur les produits énergétiques. Les réformes comprenaient en outre une dévaluation à R. 110 du taux de change commercial. La pluralité des parités était cependant

Production et commerce du pétrole <sup>1</sup> dans l'ex-Union soviétique					
	1988	1989	1990	1991	1992 TI <sup>2</sup>
	en millions de barils par jour				
Production	12,6	12,3	11,5	10,4	9,6
Consommation apparente	8,9	8,8	8,4	8,3	8,2
Exportations	3,7	3,5	3,1	2,1	1,4
dont vers:					
Pays de l'OCDE <sup>3</sup>	2,24	2,02	1,98	1,50	0,90
Europe hors OCDE <sup>4</sup>	1,25	1,20	0,90	0,50	0,40

<sup>1</sup> A l'exclusion des réexportations de brut d'origine non soviétique. <sup>2</sup> Estimations. <sup>3</sup> Allemagne de l'Est comprise. <sup>4</sup> Presque uniquement Europe de l'Est.  
Source: Agence internationale de l'énergie.

maintenue; ainsi, les exportateurs devaient céder les deux cinquièmes de leurs recettes d'exportations à un cours double du taux commercial (soit R. 55). Dans les premiers mois de 1992, les cours liés au marché étaient très instables et s'écartaient considérablement des diverses parités officielles; les exportateurs continuaient à retenir leurs devises; fin avril, le gouvernement russe fit donc connaître son intention d'unifier les différents taux avant le milieu de l'année et de stabiliser ensuite la valeur externe de la monnaie, tout en lui permettant de fluctuer largement autour d'un cours ou sentier central. Pour venir en aide à cette politique, le Groupe des Dix annonça, fin avril, qu'il était prêt à apporter son concours à un fonds de stabilisation du rouble, d'un montant de \$6 milliards, par mobilisation des Accords généraux d'emprunt.

Instabilité du  
taux de change ...

... et programme  
d'action

### *Difficulté des relations entre les républiques*

Les problèmes extérieurs ont été aggravés par les difficultés particulières découlant de l'éclatement de l'Union soviétique en quinze républiques. La planification centralisée a laissé en héritage une spécialisation et un régime de monopoles poussés à l'extrême: dans de nombreux cas, une ou deux entreprises – voire usines – seulement étaient chargées de fournir un produit donné à la totalité de l'Union. La spécialisation s'étendait au delà des frontières internes et donnait lieu à un commerce très intense entre les républiques, les exportations représentant souvent 40–50% du PIB (voir tableau ci-contre). Les équipements de transport (notamment ports et pipelines) étaient répartis selon le même principe de spécialisation, de sorte que les républiques qui les abritent peuvent être tentées d'en tirer des redevances très substantielles.

Dépendance à  
l'égard des  
échanges entre  
républiques ...

Simultanément, la planification accordait peu de place aux exportations de biens manufacturés hors de l'Union. En règle générale, l'Union soviétique vendait à l'étranger les biens dont l'exportation était pratiquement inévitable, compte tenu des ressources naturelles du pays: pétrole, autres matières premières et produits semi-finis comme les métaux. Les républiques dépourvues de telles ressources exportaient peu hors de la zone. Le principal exportateur était la Russie – riche en réserves de pétrole et de gaz.

Echanges commerciaux des ex-républiques soviétiques <sup>1</sup>						
	Exportations			Balance commerciale		
	Intra-zone	Hors zone	Total	Aux prix intérieurs	Ajustement aux prix mondiaux	Aux prix mondiaux
	en % du PIB					
Ex-Union soviétique	21,1	5,4	26,5	- 5,8	6,0	0,2
Russie	13,0	6,2	19,2	- 6,2	12,0	5,8
Ukraine	28,2	4,8	33,0	- 2,1	0,1	- 2,0
Bélarus et Moldavie	48,9	4,2	53,1	2,3	-12,1	- 9,8
Pays baltes <sup>2</sup>	45,5	4,4	49,9	-10,7	-12,1	-22,8
Caucase <sup>3</sup>	41,8	2,4	44,2	- 1,6	- 8,5	-10,1
Asie <sup>4</sup>	28,1	3,4	31,5	-13,5	0,6	-12,9

<sup>1</sup> En 1988. Les calculs sont effectués sur l'hypothèse d'un ratio PIB/produit matériel net (PMN) identique pour toutes les républiques. Les moyennes pour les groupes de pays sont établies sur la base des pondérations du PMN de 1988. <sup>2</sup> Estonie, Lettonie et Lituanie. <sup>3</sup> Arménie, Azerbaïdjan et Géorgie. <sup>4</sup> Kazakhstan, Kirghizistan, Ouzbékistan, Tadjikistan et Turkménistan.  
Source: FMI et al., *A Study of the Soviet Economy*.

... à des prix faussés

Comme la Russie approvisionnait les autres républiques en énergie à des prix qui ne représentaient qu'une fraction des cours mondiaux et absorbait volontiers leurs biens manufacturés, de qualité habituellement médiocre, les républiques se sont trouvées encore plus coupées des réalités des marchés internationaux. Placer les échanges entre républiques sur une base commerciale normale – à prix mondiaux et dans un contexte de concurrence universelle –, entraînerait de considérables gains des termes de l'échange pour la Russie et d'énormes pertes pour presque tous ses partenaires. A moyen terme, le passage aux prix mondiaux est de nature à présenter des avantages encore plus grands pour la Russie: sa consommation excessive d'énergie pourrait être réduite, la production stimulée et les exportations accrues. Les autres républiques y perdraient: la Bélarus et les Etats baltes, qui sont fortement tributaires de la Russie pour leur énergie, seraient durement touchés, et quasiment toutes connaîtraient d'amples déficits commerciaux, souvent supérieurs à 10% du PIB.

Nécessité d'amortir les pertes de termes de l'échange ...

Cette situation difficile place la politique économique devant plusieurs défis de taille. L'ajustement à une détérioration des termes de l'échange passera par des politiques macro-économiques restrictives visant à réduire la consommation intérieure, un relèvement des prix des produits énergétiques afin de pousser aux économies dans ce domaine et une dépréciation du taux de change réel pour stimuler la demande extérieure. Les déséquilibres de départ sont si marqués et l'isolement par rapport aux marchés mondiaux a duré si longtemps que les retombées d'une dévalorisation de la monnaie en termes réels ne se manifesteront qu'au terme de délais plus longs que dans des économies de marché. Il faudra donc fournir à ces pays des financements extérieurs temporaires pour qu'ils puissent faire face à leurs déficits courants pendant la durée de l'ajustement. En avril 1992, les gouvernements des principaux pays industriels ont annoncé leur intention

d'apporter leur concours à un programme d'aide financière à la Russie (pour quelque \$18 milliards) et d'examiner des mesures analogues en faveur des autres républiques.

La nécessité d'établir en commun des règles régissant le commerce entre républiques et avec le monde extérieur constitue un deuxième défi. Il sera essentiel d'adopter la référence aux prix mondiaux pour parvenir à un système d'échanges efficace et non discriminatoire. En l'occurrence, l'argument général en faveur d'un commerce aussi libre que possible se trouve renforcé non seulement du fait que les républiques sont très largement interdépendantes, mais aussi parce que les monopoles nationaux dominent sur de nombreux marchés. La grave contraction du commerce entre républiques depuis l'an passé s'est accentuée durant les premiers mois de 1992; les échanges se limitent toujours en grande partie à l'exécution des accords conclus entre gouvernements, généralement dans le cadre des anciens plans décidés au niveau central, et ne découlent pas encore d'authentiques relations inter-entreprises. De surcroît, il est de plus en plus clair que des barrières commerciales ont été érigées ces derniers mois entre les républiques.

Enfin, il est indispensable de mettre en place des systèmes de paiement pour les opérations commerciales qui soient acceptables par tous les participants. Si sa valeur est stabilisée et s'il devient convertible, le rouble peut en principe remplir cette fonction. Un certain nombre de républiques ont toutefois déclaré vouloir créer leur propre monnaie, ce qui peut finalement restreindre la zone rouble. Il faudrait alors faire en sorte que les nouvelles monnaies deviennent convertibles, du moins pour la plupart des transactions liées aux échanges internationaux. A défaut, si cela est irréalisable ou n'apparaît pas souhaitable à court terme, on pourrait envisager un système spécial de compensation-règlement pour le commerce entre républiques, fondé en partie sur une devise convertible et en partie sur le crédit. Un tel dispositif a permis dans les années cinquante d'asseoir sur une base multilatérale le commerce entre pays européens, alors qu'ils souffraient d'une grave pénurie de dollars interdisant d'envisager une convertibilité rapide de leur monnaie. Un mécanisme de paiement ne serait pas une panacée: les crédits consentis seraient à rembourser; son fonctionnement supposerait comme condition préalable la stabilité des monnaies concernées et donc la mise en œuvre de politiques macro-économiques rigoureuses; il exigerait enfin des mesures complémentaires destinées à traiter les déséquilibres structurels des échanges commerciaux entre républiques. La formule serait néanmoins préférable au bilatéralisme qui caractérise à présent ces relations.

... de réformer  
la politique  
commerciale ...

... et d'élaborer  
des mécanismes  
de paiement

## Rôle croissant de la Chine dans le commerce mondial

La Chine tient une importance beaucoup plus grande dans les échanges internationaux depuis une dizaine d'années et a connu une augmentation particulièrement remarquable de ses ventes à l'étranger en 1990 et 1991. D'après les statistiques des pays industriels, les exportations chinoises vers les pays de l'OCDE se sont presque multipliées par quatre entre 1985 et 1991, pour dépasser \$50 milliards; étant donné que les importations n'ont guère

Boum des  
exportations  
chinoises ...

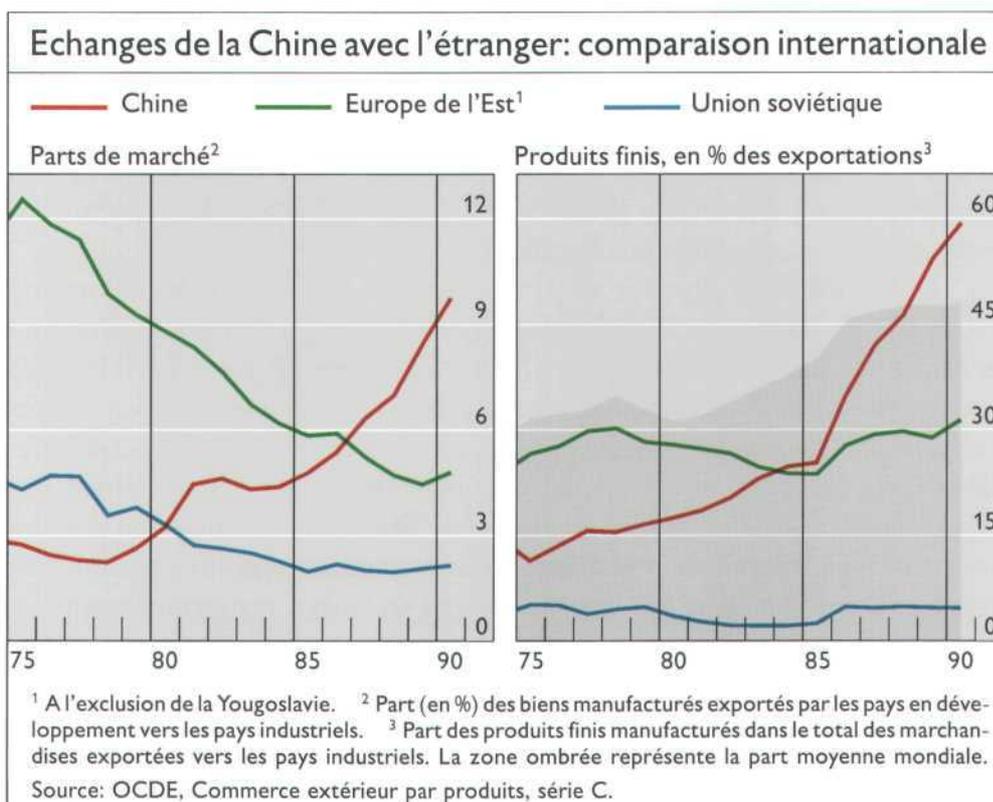
augmenté en valeur, les échanges avec les pays industriels sont devenus fortement excédentaires (voir tableau de la page 104). Les données officielles chinoises chiffrent à quelque \$10 milliards le solde courant positif pour chacune des deux années écoulées; à fin 1991, les réserves de change s'établissaient à près de \$43 milliards, contre \$17 milliards deux ans plus tôt. Selon certains signes cependant, une poussée continue de la demande d'importations et une légère décélération des exportations à la fin de 1991 et au début de 1992 commençaient à entamer le surplus.

... et amélioration de leur structure

Dans le même temps, la structure par produit des exportations chinoises s'est transformée. Au milieu des années quatre-vingt, elles consistaient encore essentiellement en matières premières et produits manufacturés semi-finis, alors qu'en 1990 les produits finis manufacturés représentaient près de 60% du total (cadre de droite du graphique ci-dessous). Les succès de la Chine forment un contraste saisissant avec les piètres résultats des anciens pays communistes d'Europe, naguère, et sont dus à la libéralisation progressive du commerce extérieur depuis 1978, à une politique délibérée de développement des investissements directs étrangers et à un taux de change compétitif. La proximité de Hong Kong explique en partie la rapidité de la transformation.

Réformes: décentraliser le commerce ...

L'emprise de la planification centralisée sur les échanges a été graduellement desserrée par une politique en deux volets. Tout d'abord, le contrôle des échanges commerciaux a été décentralisé, les autorités locales et les entreprises se voyant attribuer davantage de responsabilités. Les contrôles des changes, très rigides, ont été assouplis et les entreprises autorisées à conserver une part croissante de leurs recettes d'exportations, de



Chine: statistiques des balances du commerce extérieur et des paiements					
	1980	1985	1989	1990	1991 <sup>1</sup>
	en milliards de dollars EU				
Paiements courants	0,7	-11,4	-4,3	12,0	10,0
Balance commerciale	-0,1	-13,1	-5,6	9,2	8,9
Exportations	18,2	25,1	43,2	51,5	59,6
Importations	18,3	38,2	48,8	42,4	50,7
Investissements directs, nets	0,1	1,1	2,6	2,7	n.d.
Entrées	n.d.	1,7	3,4	3,5	4,3
Sorties	n.d.	0,6	0,8	0,8	n.d.
<i>Pour mémoire:</i>					
<i>Commerce avec les pays industriels<sup>2</sup></i>					
Solde	-5,2	-10,8	9,9	20,7	27,3
Exportations	8,1	13,8	34,3	41,9	53,3
Importations	13,3	24,6	24,4	21,2	26,1
<i>Exportations de Hong Kong</i>					
Exportations directes	13,7	16,7	28,7	29,0	29,7
Réexportations chinoises	1,7	4,4	24,1	30,9	40,6
Réexportations diverses	4,4	9,1	20,3	22,3	28,2

<sup>1</sup> Chiffres provisoires et en partie estimés. <sup>2</sup> Chiffres établis sur la base d'importations CAF (données OCDE par pays) converties FAB par application d'un multiplicateur de 0,92. Dans la plupart des cas, la part chinoise des réexportations de Hong Kong a été réattribuée à la Chine.

Sources: Banque asiatique de développement; FMI, Statistiques de balance des paiements; OCDE, Statistiques mensuelles du commerce extérieur; Banque mondiale, World Tables; données nationales.

telle sorte qu'à la fin des années quatre-vingt plus de la moitié en étaient soustraites à l'autorité centrale. Les entreprises ont été de plus en plus nombreuses à avoir le droit d'exporter; si, avant 1978, les échanges étaient directement régis par le centre et confiés à la compétence exclusive de douze sociétés de commerce international, à la fin des années quatre-vingt ils relevaient de milliers de sociétés et la majeure partie des exportations échappaient à la planification centralisée.

Le second volet reposait sur l'ouverture aux investissements directs de l'étranger. Au début, ces investissements étaient assujettis à diverses restrictions: ils devaient principalement prendre la forme de participations dans des coentreprises et leur implantation n'était autorisée que dans des «zones économiques spéciales». Les entreprises étrangères devaient en outre équilibrer leurs comptes en devises, ce qui faisait obstacle au rapatriement des bénéfices et dissuadait les investissements destinés à satisfaire le marché intérieur. Au surplus, des infrastructures médiocres et le poids de la bureaucratie limitaient l'intérêt des investissements en Chine. Progressivement, les restrictions et les difficultés ont été atténuées: les sociétés à capital entièrement étranger sont désormais acceptées, les procédures d'agrément ont été simplifiées et les infrastructures se sont améliorées.

L'exigence d'équilibre des opérations en devises a été grandement assouplie par l'émergence d'un marché des changes limité, fin 1986, sous

... stimuler les investissements directs de l'étranger ...

... et favoriser un taux de change compétitif

forme de «centres d'ajustement des changes», qui permettent aux entreprises d'échanger leurs devises en monnaie locale à des taux déterminés davantage en fonction du marché, ce qui crée en fait une double structure de taux de change. Depuis le début de 1988, les entreprises chinoises peuvent convertir dans ces centres les devises conservées dans les limites de leur quota autorisé. Bien que l'accès des nationaux demeure soumis à contrôle administratif (et que, de ce fait, le taux de change puisse être manipulé), le volume des opérations n'a cessé d'augmenter. Entre 1987 et 1989, alors que les autorités maintenaient un cours officiel constant, le yuan s'est le plus souvent négocié dans ces centres avec une très large décote. Le taux du marché noir était encore plus bas. Deux dévaluations substantielles du cours officiel, en décembre 1989 et novembre 1990, ont toutefois rétréci l'écart: avec le marché noir, il est revenu à moins de 10% à la fin de 1991, et l'unification des différents taux apparaissait plus facilement réalisable. En termes effectifs réels, le taux officiel a été ramené au tiers environ de son niveau d'avant les réformes. Cependant, l'aggravation des tensions inflationnistes au début de 1992 a eu tendance à élargir l'écart entre taux du marché et cours officiel.

Une intensification des investissements directs au cours des années quatre-vingt – pratiquement inexistant au début de la décennie, ils se sont inscrits récemment à quelque \$3–4 milliards l'an – a joué un rôle de premier plan dans l'expansion du commerce extérieur. Pour plus de la moitié, Hong Kong est à la source de ces investissements directs, étant donné que les sociétés de cette place ont peu à peu transféré leurs opérations de production vers la province de Canton pour tirer parti d'une main-d'œuvre bon marché.

En 1990, les exportations de Hong Kong de marchandises en provenance de la Chine dépassaient les exportations directes (voir tableau ci-contre). En outre, la quasi-totalité des échanges de la Chine avec Taïwan – qui s'accroissent rapidement – et la majeure partie du commerce avec le Japon transitent par Hong Kong. Par ailleurs, les banques de Hong Kong ont été les principaux fournisseurs de services financiers à la Chine. En résumé, Hong Kong a su saisir les chances qu'offrait l'ouverture prudente de la Chine au monde extérieur et développer une économie de services en relativement peu d'années. Pendant ce temps, la Chine est parvenue au premier rang des investisseurs étrangers à Hong Kong, avec un apport de quelque \$10 milliards, principalement dans les secteurs des services.

Le régime commercial de la Chine demeure néanmoins marqué par un mercantilisme qui convient mal à une grande nation commerçante. Il n'est guère logique qu'une économie disposant de peu de capitaux mais d'une abondante main-d'œuvre exporte son capital par le biais d'excédents courants larges et persistants. De surcroît, la complexité des subventions et privilèges accordés aux exportateurs est telle qu'on ne saurait dire si les ventes à l'étranger sont *sur*-encouragées et écoulées à des prix inférieurs aux coûts réels. Les importations, pour leur part, sont encore entravées par un enchevêtrement opaque de rationnements. Durant la décennie écoulée, des poussées successives d'excès de demande ont incité les autorités à resserrer (temporairement, le plus souvent) les contrôles, fréquemment de

Rôle de  
Hong Kong

Une tâche  
inachevée

manière subreptice. Qui plus est, l'absence de fortes contraintes budgétaires pour une grande partie d'un secteur étatique très vaste est associée à une demande d'importations excessive qu'il est nécessaire de contenir par des mesures administratives. Toutefois, encouragées par les succès de la libéralisation commerciale, les autorités chinoises ont annoncé leur intention d'assouplir considérablement en 1992 le régime des licences d'importation et de poursuivre l'ouverture de l'économie. Certaines de ces mesures devront être accompagnées de réformes pour permettre à la politique de remédier au manque d'efficacité de la régulation macro-économique dont les résultats économiques de la Chine ont tant pâti.

## Principaux mouvements de capitaux

### Investissements directs

Les investissements directs des pays industriels à l'étranger ont diminué d'un cinquième environ en 1991. Les investissements japonais ont été réduits de façon spectaculaire, en particulier aux Etats-Unis, surtout du fait de la récession et du marasme correspondant du marché immobilier, mais aussi parce que les constructeurs automobiles nippons semblent avoir pratiquement achevé un vaste programme de délocalisation: leur production aux Etats-Unis est appelée à dépasser leurs exportations directes en 1993. Il est possible en outre que le rendement apparemment décevant des

Baisse des investissements directs ...

Tendances globales des investissements directs					
	1975-79	1980-84	1985-89	1990	1991*
	en milliards de dollars EU, moyenne annuelle				
Total des sorties	35,3	42,4	134,9	222,4	177,3
Pays industriels	34,7	41,0	128,4	209,5	165,5
<i>dont: Etats-Unis</i>	15,9	9,6	22,8	33,4	29,5
<i>Japon</i>	2,1	4,3	23,8	48,0	30,7
<i>Communauté européenne</i>	14,2	20,9	59,4	97,5	80,5
Pays en développement	0,6	1,4	6,5	12,9	11,8
<i>dont: Asie</i>	0,3	0,8	5,6	11,2	10,3
<i>Amérique latine</i>	0,1	0,2	0,4	1,1	1,0
Total des entrées	26,9	52,6	117,6	179,6	157,9
Pays industriels	19,9	36,2	98,1	148,7	115,2
<i>dont: Etats-Unis</i>	6,1	18,6	48,2	37,2	22,2
<i>Japon</i>	0,1	0,3	0,1	1,8	1,4
<i>Communauté européenne</i>	11,4	14,2	38,4	85,9	67,7
Pays en développement	7,0	16,4	19,5	30,9	42,7
<i>dont: Asie</i>	1,9	4,7	10,8	19,9	25,7
<i>Europe de l'Est</i>	0,0	0,1	0,1	0,5	2,3
<i>Amérique latine</i>	3,6	5,4	5,7	7,8	12,0

\* Chiffres en partie estimés.  
Sources: FMI, Statistiques de balance des paiements et Perspectives de l'économie mondiale; Banque de développement interaméricaine; données nationales; estimations BRI.

Investissements de portefeuille dans les pays industriels					
	1975-79	1980-84	1985-89	1990	1991 <sup>1</sup>
	en milliards de dollars EU, moyenne annuelle				
Total des sorties	12,4	41,8	176,8	151,6	277,6
dont: Etats-Unis	5,8	5,8	9,5	28,5	46,2
Japon	2,6	13,8	89,9	39,7	74,3
Communauté européenne	3,8	18,9	62,6	79,8	144,0
Total des entrées	25,0	57,8	186,0	159,1	388,7
dont: Etats-Unis	4,6	16,7	59,2	2,9	52,3
Japon	3,0	11,9	23,3	34,7	115,3
Communauté européenne	8,5	17,7	70,4	94,4	173,7
Pour mémoire:					
Entrées sous forme d'achat d'actions <sup>2</sup>	3,7	10,8	31,4	-16,0	90,1
dont: Etats-Unis	1,5	3,4	8,7	-14,5	9,2
Japon	-0,2	3,5	-9,1	-13,3	46,8
Communauté européenne	2,2	2,1	22,7	11,5	32,1

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés. <sup>2</sup> Pays du Groupe des Dix moins Italie plus Afrique du Sud, Australie, Autriche, Espagne, Finlande, Norvège et Portugal.  
Sources: FMI, Statistiques de balance des paiements; données nationales; estimations BRI.

... forte aux  
Etats-Unis ...

capitaux engagés dans ce pays ait poussé les Japonais à réexaminer les avantages escomptés d'une injection de fonds massive et continue. Selon les statistiques américaines de la balance des paiements, les investissements directs nippons se sont soldés par des pertes de \$1,3 milliard en 1991, après des pertes plus faibles en 1990 et de piètres gains les années précédentes; en simples termes de mesure de rentabilité, le total de plus de \$80 milliards investis à la fin de 1990 n'a pas été d'un bon rapport; il se peut que la récente vague d'investissements directs ait eu d'autres motifs – la volonté de parer au protectionnisme ambiant, par exemple.

... moindre  
dans les pays  
continentaux  
de la CE ...

Les investissements directs à l'étranger des pays de la CE se sont maintenus à un assez bon niveau malgré la faiblesse de l'activité économique. Comme ils sont en grande partie intra-européens, ils reflètent probablement un mouvement croissant de fusions et investissements à l'intérieur de l'Europe dans le cadre de l'intégration communautaire. Même si le Royaume-Uni demeure la principale destination, les entrées de capitaux y ont diminué de \$12 milliards – en partie du fait de la gravité de la récession. Les entrées dans les pays continentaux de la CE (\$46 milliards environ) ont moins fléchi; elles ont atteint un niveau record en France (plus de \$11 milliards) mais ont sensiblement baissé en Espagne. Les chiffres pour l'Allemagne peuvent étonner: avec seulement \$3 milliards, ils donnent à penser que les entreprises étrangères ne jouent pas un rôle de premier plan dans la reconstruction de l'Allemagne orientale.

... mais reprise  
dans les pays en  
développement

A l'opposé de ce qui s'est passé pour les pays industriels, les investissements directs dans les pays en développement se sont fortement accrus l'an dernier, sous l'effet de trois facteurs majeurs. Premièrement, le dynamisme des économies asiatiques en expansion rapide s'est poursuivi, les flux allant principalement des zones à revenu plus élevé, et notamment les quatre NEI,

vers les pays à revenu plus faible, essentiellement Chine, Indonésie, Malaisie et Thaïlande. En deuxième lieu, et ceci est assez nouveau, l'investissement en Amérique latine s'est réveillé: une vaste libéralisation des échanges, une plus large ouverture aux investissements directs et l'adoption de politiques macro-économiques de stabilité se sont conjuguées pour créer le climat le plus propice aux investisseurs étrangers depuis de nombreuses années. Enfin, plus récemment, les flux vers l'Europe de l'Est se sont intensifiés; la Hongrie a été le principal bénéficiaire, avec \$1½ milliard en 1991, montant plus de quatre fois supérieur à celui de 1990; malgré cela, le volume global reçu par cette zone reste relativement faible.

### *Investissements de portefeuille*

Les opérations sur titres avec l'étranger ont établi un nouveau record l'an dernier, les entrées globales progressant de près de 150% (voir tableau ci-avant). Les sorties recensées de capitaux américains et britanniques au titre de l'acquisition d'actions étrangères ont dépassé \$30 milliards dans chaque cas, après un chiffre bien modeste en 1990. Insensibles au pessimisme qui a manifestement découragé les résidents, les investisseurs étrangers ont placé \$47 milliards en actions japonaises, un montant sans précédent, alors qu'ils avaient été vendeurs nets à hauteur de \$13 milliards environ l'année antérieure. Le marché boursier des Etats-Unis a également bénéficié d'un retournement de tendance, recevant près de \$10 milliards de l'étranger, contre des sorties nettes de près de \$15 milliards en 1990. Enfin, les investissements de portefeuille se sont accrus dans bon nombre de pays en développement; les privatisations ont attiré des capitaux en Amérique latine.

Les placements nets en obligations étrangères ont notablement augmenté. L'accroissement des acquisitions de valeurs américaines a reflété un très vif redressement des achats de titres du Trésor par les agents étrangers non bancaires. De nouveaux records ont été atteints pour les obligations allemandes et japonaises émises sur leur marché respectif; les émissions étrangères des sociétés japonaises ont nettement redémarré mais sont restées très en deçà des volumes exceptionnels de 1989. Les acquisitions étrangères d'obligations canadiennes et espagnoles ont aussi été en forte hausse.

### *Financement des principaux déséquilibres*

La combinaison d'un élargissement de l'excédent des paiements courants du Japon, d'une baisse des investissements directs nippons à l'étranger et d'un engouement des non-résidents pour les actions japonaises aurait pu se traduire par de vives pressions à la hausse sur le yen. Le phénomène a cependant été contrecarré surtout par le comportement des banques de l'archipel, qui ont intensifié leurs exportations de capitaux, à hauteur de \$93 milliards environ pour l'ensemble de l'année, mais avec une accélération au second semestre, comme l'indique le tableau ci-contre. Cela s'est traduit

Augmentation des investissements de portefeuille

Actions

Obligations

Exportation de capitaux par les banques japonaises

Mouvements de capitaux: Etats-Unis, Japon et Allemagne						
Poste	1988	1989	1990	1991		
				Année	SI	SII
en milliards de dollars EU						
<b>Etats-Unis</b>						
Solde des opérations en capital	89,9	123,3	63,6	-16,1	-22,9	6,8
dont:						
<i>Investissements directs</i>	41,5	37,2	3,8	- 7,3	- 4,2	- 3,1
<i>Valeurs mobilières<sup>1</sup></i>	38,7	46,0	-25,6	6,1	15,0	- 8,9
<i>Opérations bancaires résiduelles</i>	13,9	12,1	15,3	-11,6	-25,7	14,1
<i>Ecart statistique</i>	- 9,2	18,4	63,5	- 3,1	- 4,6	1,4
Solde monétaire officiel net <sup>2</sup>	36,3	-17,0	28,6	24,7	2,8	21,9
<b>Japon</b>						
Solde des opérations en capital	-64,1	-81,9	-56,7	-90,0	-44,4	-45,6
dont:						
<i>Investissements directs</i>	-34,7	-45,2	-46,3	-29,4	-18,6	-10,8
<i>Valeurs mobilières</i>	-66,7	-28,0	- 5,0	41,0	9,5	31,5
<i>Opérations bancaires résiduelles</i>	44,5	8,6	-13,6	-93,5	-22,9	-70,6
<i>Ecart statistique</i>	2,8	-22,0	-20,9	- 7,8	- 3,3	- 4,5
Solde monétaire officiel net <sup>2</sup>	-15,5	24,7	20,9	17,1	15,5	1,6
<b>Allemagne</b>						
Solde des opérations en capital <sup>3</sup>	-69,9	-67,5	-39,6	19,4	7,4	12,2
dont:						
<i>Investissements directs</i>	-10,3	- 7,5	-20,8	-18,6	- 7,7	-10,9
<i>Valeurs mobilières<sup>4</sup></i>	-43,7	- 4,4	- 2,4	23,8	- 3,1	26,9
<i>Opérations bancaires à court terme</i>	-10,4	-30,3	- 1,0	23,1	33,9	-10,7
<i>Autres opérations à court terme du secteur privé</i>	-12,5	-27,4	-11,3	3,5	- 4,9	8,3
Solde monétaire officiel net <sup>2</sup>	19,2	10,0	- 6,9	0,3	4,3	- 4,1
<sup>1</sup> Y compris les titres du Trésor des Etats-Unis. <sup>2</sup> Variation des réserves en or et en devises moins variation des engagements vis-à-vis des autorités monétaires étrangères. Les chiffres ne sont pas corrigés des fluctuations de change. Un signe moins indique un renforcement des avoirs officiels. <sup>3</sup> Comprend l'écart statistique. <sup>4</sup> Y compris les reconnaissances de dette du secteur public.						
Sources: données nationales.						

par une contraction notable des engagements vis-à-vis de l'extérieur; tout d'abord, étant donné l'affaiblissement de la demande intérieure de prêts, les banques ont été moins incitées à collecter des fonds à l'étranger; en second lieu, la diminution des sorties de capitaux à long terme – notamment investissements directs et prêts bancaires – s'est combinée avec une réduction concomitante des financements bancaires à court terme. Ces éléments ont résolument inversé le flux d'importations massives de capitaux par l'intermédiaire des banques japonaises, qui constituait l'une des plus remarquables caractéristiques de la deuxième moitié des années quatre-vingt.

Flux de capitaux  
en Allemagne

La configuration des flux de capitaux s'est profondément modifiée en Allemagne aussi entre le premier et le second semestre. L'écart positif de rendements obligataires avec les Etats-Unis (1 point environ au début de 1991) s'est réduit dès le commencement de l'année; comme en outre le sentiment du marché des changes était plus favorable au dollar jusqu'en

milieu d'année, les achats étrangers d'obligations allemandes ont été exceptionnellement faibles, alors que les placements allemands en obligations étrangères continuaient à un rythme soutenu. Etant donné que les sorties traditionnelles sous forme d'investissements directs se sont maintenues après l'unification, le déficit substantiel des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme a exercé des pressions à la baisse sur le deutsche mark, et l'équilibre n'a pu être réalisé que grâce à des importations notables de fonds à court terme par l'intermédiaire des banques. Les facteurs qui freinaient les investissements étrangers en obligations allemandes se sont cependant inversés au second semestre quand l'écart de taux à long terme s'est nettement élargi: la demande d'obligations allemandes de la part de l'étranger s'est alors révélée assez forte pour compenser le déficit des transactions courantes.

Les Etats-Unis ont enregistré en 1991 un quasi-équilibre des paiements courants; des entrées officielles nettes à hauteur de près de \$25 milliards, principalement sous forme d'un renforcement des avoirs officiels étrangers, se sont accompagnées de sorties nettes au titre du secteur privé. Il convient d'observer que les investissements directs américains à l'étranger ont dépassé les investissements directs de l'étranger aux Etats-Unis, pour la première fois depuis 1980. En outre, les achats nets de valeurs étrangères par les Américains ont atteint un record (\$46 milliards); s'ils sont encore loin d'égaliser les acquisitions de valeurs des Etats-Unis par le secteur privé non résident, cela peut néanmoins marquer le début d'une tendance nouvelle, les institutions financières américaines paraissant s'intéresser aux actifs étrangers par souci de diversification.

Accroissement  
des investissements  
américains  
à l'étranger

## Réserves internationales

La croissance des réserves globales autres que l'or a été de \$51 milliards l'an dernier, contre \$120 milliards en 1990; elle a été forte pour les pays en développement et notable pour certains pays à revenu intermédiaire lourdement endettés; pour la première fois depuis 1984, le Groupe des Dix enregistre une baisse; celle-ci s'est prolongée au premier trimestre de 1992 avec un recul de \$15 milliards, qui s'explique toutefois largement par l'incidence des variations de change. Par catégorie d'actifs de réserve, on observe principalement un gonflement des positions de réserve au FMI et en Écus officiels. La part détenue sous forme de dépôts auprès des banques s'est contractée.

Ralentissement  
de la croissance  
des réserves  
mondiales

Même si la progression des réserves autres que l'or, à 5,6%, se situe au tiers environ de celle de 1990, elle est néanmoins bien supérieure à la croissance nominale du commerce mondial. Corrigée de l'effet des variations de change, l'augmentation ressort à 5,3%. Quant aux encaisses-or, leur baisse de valeur est presque entièrement attribuable à la chute (9,6%) du cours du métal jaune, car les stocks sont demeurés pratiquement constants (voir Chapitre VI).

Il est à noter que, pour la première fois depuis la mise en flottement des monnaies, les avoirs (or non compris) des principaux pays à monnaie de

Variation des réserves mondiales							
Zone et période	Or	Devises	Position de réserve au FMI	DTS	Écus officiels	Réserves totales (or non compris)	
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU à prix courants <sup>1</sup>					
<b>Pays du Groupe des Dix</b>							
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	-1,1	23,3
1990	-1,4	- 7,8	51,4	2,8	1,9	-0,7	55,4
1991	-1,9	-28,0	-36,1	3,9	0,1	1,7	-30,4
<i>Encours</i> <sup>2</sup>	725,6	256,4	311,5	28,9	22,7	54,5	417,6
<b>Autres pays développés</b>							
1989	0,5	- 0,5	6,7	0,3	0,1	0,2	7,3
1990	0,7	- 0,5	30,7	-0,1	-	1,3	31,9
1991	2,1	- 2,2	12,1	0,2	-0,2	2,8	14,9
<i>Encours</i> <sup>2</sup>	79,3	28,0	146,0	3,8	2,4	12,7	164,9
<b>Pays d'Europe de l'Est<sup>3</sup></b>							
1989	0,5	0,1	2,3	-	0,1	-	2,4
1990	-2,3	- 1,0	- 8,0	-	-0,1	-	- 8,1
1991	0,3	- 0,2	- 1,8	-	0,2	-	- 1,6
<i>Encours</i> <sup>2</sup>	7,7	2,7	18,0	-	0,2	-	18,2
<b>Nouvelles économies industrielles<sup>4</sup></b>							
1989	0,1	- 0,1	5,2	0,2	-	-	5,4
1990	-	- 0,1	6,1	0,1	-	-	6,2
1991	-	- 0,5	15,2	-	-	-	15,2
<i>Encours</i> <sup>2</sup>	13,9	4,9	129,6	0,4	0,2	-	130,2
<b>Pays en développement</b>							
1989	-2,0	- 1,8	11,4	-4,2	0,1	-	7,3
1990	0,9	- 0,9	37,1	-2,5	0,2	-	34,8
1991	-1,6	- 4,9	53,8	-0,9	0,3	-	53,2
<i>Encours</i> <sup>2</sup>	113,1	40,0	226,0	3,9	3,9	-	233,8
<b>Total</b>							
1989	-5,3	-10,8	51,4	-4,6	-0,2	-0,9	45,7
1990	-2,1	-10,3	117,3	0,3	2,0	0,6	120,2
1991	-1,1	-35,8	43,2	3,2	0,4	4,5	51,3
<i>Encours</i> <sup>2</sup>	939,6	332,0	831,1	37,0	29,4	67,2	964,7

<sup>1</sup> Encaisses-or évaluées aux prix du marché. <sup>2</sup> A fin 1991. <sup>3</sup> Albanie, Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie, ex-Union soviétique et ex-Yougoslavie; les chiffres correspondant à l'Albanie, la Bulgarie et, pour 1989, l'ex-Union soviétique concernent les dépôts auprès des banques déclarantes BRI. <sup>4</sup> Corée du Sud, Singapour et Taïwan.

réserve – Etats-Unis, Allemagne et Japon – ont diminué de manière significative au cours de la même année. La principale raison en est que, si les interventions concertées entreprises en vue d'agir sur l'évolution du dollar ont des effets opposés sur les réserves des Etats-Unis et celles des autres pays, des opérations de nature différente ont exercé une influence prépondérante en 1991.

Après avoir plus que quadruplé en quatre ans, les réserves de change des Etats-Unis se situaient à mi-1991 à un niveau jugé par les autorités bien supérieur à leurs besoins prévisibles. Pour les diminuer sans perturber les

Contraction des réserves aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon

marchés, elles ont conclu hors marché une série d'opérations avec deux banques centrales, cédant des devises contre dollars pour plus de \$8,5 milliards, ce qui s'est traduit par une diminution d'autant des réserves mondiales.

Les réserves monétaires officielles de l'Allemagne ont été réduites de \$5,5 milliards par ces opérations hors marché; elles ont régressé de 7%; des revenus d'intérêts et d'autres recettes ont compensé la contribution au coût de la guerre du Golfe et des ventes occasionnelles de dollars à la fin du printemps. Le recul de \$7,7 milliards des réserves de change du Japon s'est produit essentiellement au printemps; c'est à ce moment que le dollar s'est fortement apprécié et que la participation financière du pays au conflit du Golfe a été transférée.

Les réserves de plusieurs Etats membres de la CE ont été influencées par l'évolution au sein du SME. Pour faire face à un déficit accru des paiements courants et à des entrées réduites de capitaux, l'Italie a lourdement ponctionné ses réserves, surtout au printemps puis à la fin de l'automne, quand la lire s'est vivement dépréciée, glissant d'un niveau proche du sommet de sa marge de fluctuation à une position nettement inférieure à son cours médian; le mouvement s'est poursuivi au premier trimestre de 1992 avec une contraction de \$2 milliards en volume. Les tensions au sein du MCE sont également à l'origine d'un affaiblissement des réserves de la France et du Danemark, dont les monnaies sont demeurées dans la partie inférieure de la marge étroite tout au long de l'année.

A l'inverse, les taux d'intérêt élevés en Espagne ont continué d'attirer les capitaux bien au delà de ce qui était nécessaire pour financer le déficit courant; la peseta a atteint le sommet de la marge large du MCE (6%) en début d'année et les avoirs de réserve se sont étoffés de plus d'un quart. Bien que le Portugal n'ait adhéré au MCE qu'en avril 1992, il a, lui aussi, bénéficié d'entrées de capitaux substantielles et l'augmentation de ses réserves a dépassé 40%.

Etant donné que la livre sterling s'est établie dans la partie centrale ou basse de la marge large pendant l'année, l'accroissement des réserves du Royaume-Uni ne peut être imputé à des pressions excessives à la hausse sur le taux de change, mais plutôt à diverses opérations spéciales. Au premier trimestre, le produit d'une importante émission obligataire en Écus a servi à renforcer les avoirs de change, tout comme les paiements effectués par d'autres pays à titre de contribution aux frais de la guerre du Golfe ainsi que les recettes tirées des privatisations.

La Norvège et la Finlande, qui ont choisi de rattacher leur monnaie à l'Écu en 1990 et 1991, ont enregistré un vif recul de leurs réserves. En Norvège, la baisse a reflété des interventions de soutien à la couronne quand les institutions financières ont exporté des montants volumineux de capitaux à court terme; la forte contraction en Finlande a été due à des interventions massives au premier semestre puis en novembre pour soutenir le mark finlandais, juste avant la dévaluation de 12% de son cours central par rapport à l'Écu.

Si, dans l'ensemble, les réserves autres que l'or ont diminué dans les pays d'Europe de l'Est, la situation a varié largement d'un Etat à l'autre.

Pays du SME

Europe de l'Est  
et ...

Réerves officielles (or non compris), par pays <sup>1</sup>				
Pays et groupe de pays	Variation			Encours à fin 1991
	1989	1990	1991	
en milliards de dollars EU				
Pays développés	30,6	87,3	-15,5	582,5
Etats-Unis	26,8	8,7	- 5,6	66,7
Autres pays du Groupe des Dix	- 3,5	46,7	-24,8	350,9
Japon	-12,8	-5,5	- 6,4	72,0
Allemagne	2,4	6,8	- 4,4	63,0
Italie	12,1	15,9	-14,0	48,7
Royaume-Uni	- 9,3	1,1	6,0	41,9
France	- 0,7	12,1	- 5,4	31,3
Suisse	1,0	3,9	- 0,2	29,0
Suède	1,1	8,4	0,3	18,3
Pays-Bas	0,5	0,9	0,4	17,8
Canada	0,7	1,8	- 1,6	16,3
Belgique	1,5	1,3	0,5	12,6
Autres pays développés	7,3	31,9	14,9	164,9
dont: Espagne	4,4	9,7	14,7	65,8
Portugal	4,9	4,5	6,2	20,6
Norvège	0,5	1,6	- 2,1	13,2
Finlande	- 1,3	4,5	- 2,0	7,6
Danemark	- 4,4	4,2	- 3,2	7,4
Pays d'Europe de l'Est <sup>2</sup>	2,4	-8,1	- 1,6	18,2
dont: Pologne	0,3	2,2	- 0,9	3,6
Hongrie	- 0,2	-0,2	2,2	3,3
Tchécoslovaquie	0,6	-1,1	2,1	3,2
ex-Yougoslavie	1,8	1,3	- 2,8	2,7
Nouvelles économies industrielles <sup>2</sup>	5,4	6,2	15,2	130,2
dont: Taiwan	- 0,7	-0,8	10,0	82,4
Singapour	3,3	7,4	6,4	34,1
Pays en développement	7,3	34,8	53,2	233,8
dont: Chine	- 0,6	11,6	14,1	43,7
Mexique	1,1	3,5	7,9	17,7
Thaïlande	3,4	3,8	4,2	17,5
Venezuela	1,0	4,2	2,3	10,7
Argentine	- 1,9	3,1	2,1	6,6
Egypte	0,3	1,2	2,6	5,3
Inde	- 1,0	-2,3	2,1	3,6
Philippines	0,4	-0,5	2,3	3,2
Total	45,7	120,2	51,3	964,7
Pour mémoire:	réserves en % du total des importations			
Les 15 pays du plan Baker	18,8	25,5	32,3	

<sup>1</sup> Y compris les positions officielles en Écus. <sup>2</sup> Voir tableau de la page 111 pour la définition des groupes.

Grâce à une solide balance des transactions courantes et à des entrées de capitaux, la Hongrie et la Tchécoslovaquie ont renforcé substantiellement leurs réserves. A l'opposé, après avoir culminé à plus de \$5 milliards en

octobre 1990 (leur meilleur niveau depuis la guerre), celles de la Pologne se sont réduites d'un cinquième avec l'apparition d'un déficit des paiements courants.

Les deux pays en voie de désintégration ont subi les plus sévères contractions. La Yougoslavie a perdu plus de 50% de ses avoirs extérieurs. Pour l'Union soviétique et les États qui ont pris sa succession, on ne dispose d'aucune information précise; le total des dépôts des résidents de l'ex-Union auprès des banques déclarantes BRI s'inscrivait à près de \$9 milliards à fin 1991, mais on peut penser que seule une fraction de ce montant se trouve sous le contrôle direct des autorités monétaires. Une partie de ces dépôts pourrait s'expliquer par l'évasion des capitaux mentionnée auparavant; une autre peut résulter des transferts requis pour alléger les difficultés de fonds propres et de financement rencontrées par les établissements à l'étranger des banques soviétiques.

... Union  
soviétique

Pour les NEI d'Asie, une très vive expansion des réserves de Taïwan et Singapour a largement compensé un léger recul pour la Corée du Sud. Les avoirs officiels de Taïwan sont désormais les plus importants du monde après avoir progressé de 14% l'an dernier. Cette expansion rapide des réserves a créé des problèmes de régulation monétaire, les autorités ayant eu des difficultés à en neutraliser les effets sur les liquidités de l'économie.

NEI d'Asie

L'accumulation exceptionnelle des réserves dans le monde en développement a aidé à atténuer la pénurie de liquidités internationales qui a entravé le processus de réforme et d'ajustement structurel dans quelques pays. Alors que la progression a été générale, elle a concerné principalement les pays à revenu intermédiaire, dont certains connaissaient des difficultés persistantes de service de la dette. Les pays les plus pauvres, qui ne sont pas en mesure d'emprunter sur le marché international, doivent encore faire face à de graves problèmes de liquidités.

Pays en  
développement

La Chine a enregistré le plus large renforcement des réserves du monde en développement; son excédent courant considérable lui a permis d'ajouter à ses avoirs de change un montant plus important que celui de Taïwan et inférieur uniquement à celui de l'Espagne. Par ailleurs, des entrées de capitaux ont aidé à étoffer les réserves du Mexique, de Thaïlande et du Venezuela. Dans le cas de l'Inde, la progression des avoirs officiels masque des ponctions massives en milieu d'année, durant une grave crise de trésorerie, puis une reconstitution ultérieure (voir Chapitre III).

S'agissant de la composition des réserves, l'augmentation constante depuis sept ans de la part des devises dans le total (à l'exclusion de l'or) s'est interrompue en 1991, ce qui s'explique tant par les opérations hors marché qui ont effacé des avoirs en devises que par un accroissement des positions de réserve au FMI et des avoirs en Écus officiels.

Puisque la majorité requise (85%) pour approuver la proposition de relèvement de 50% des quotes-parts des membres, avancée en juin 1990, n'a pas encore été réunie, le renforcement des positions de réserve au FMI, l'an dernier, provient exclusivement d'un accroissement des prêts du Fonds, à l'origine de la première progression de l'encours depuis 1985. A cette occasion, le FMI a élargi le cadre de ses opérations au delà du soutien

Positions de  
réserve au FMI

de balance des paiements; il apporte maintenant son concours pour alléger la dette et le service de la dette ainsi que pour favoriser le processus de transition en Europe de l'Est. Il existait cinquante programmes du Fonds à la fin de 1991, contre quarante-trois l'année précédente.

Écus officiels

Les avoirs en Écus officiels, créés par crédits croisés renouvelables entre les Etats membres du SME et le Fonds européen de coopération monétaire, se sont accrus de \$4,1 milliards; étant donné que le prix de l'or utilisé pour ces opérations a baissé, la hausse reflète une augmentation des avoirs en dollars des Etats membres du SME. En outre, une croissance de \$0,4 milliard résulte des opérations de financement à très court terme. Évaluée à prix constants, la hausse en Écus officiels n'atteint pas \$3 milliards.

Composition des réserves officielles en devises <sup>1</sup>						
Poste	Variation					Encours à fin 1991
	1987	1988	1989	1990	1991	
en milliards de dollars EU						
Total	142,7	48,9	54,1	84,2	42,5	831,1
En dollars	103,3	3,8	4,3	36,2	30,2	462,1
dont:						
<i>Avoirs aux Etats-Unis</i>	53,8	40,1	-4,1	29,7	25,8	316,6
<i>Dépôts bancaires hors des Etats-Unis<sup>2</sup></i>	15,1	-6,1	2,7	9,6	8,3	107,6
En d'autres monnaies	39,4	45,1	49,8	48,0	12,3	369,0
dont: <i>dépôts bancaires<sup>2</sup></i>	26,1	24,7	9,3	16,6	-29,5	124,3
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Avoirs recensés en:</i>						
<i>Deutsche marks</i>	19,3	21,8	23,4	9,5	- 2,1	152,4
<i>Yens japonais</i>	7,8	4,6	10,6	16,1	7,7	86,4
<i>Écus privés</i>	1,4	8,1	7,3	13,7	2,3	38,6
<i>Livres sterling</i>	1,3	4,0	2,3	4,3	5,4	30,0
<i>Francs français</i>	0,7	1,8	2,7	7,6	10,1	27,5

<sup>1</sup> Estimations à partir de données FMI et BRI. Les variations sont calculées à taux de change constant de fin de période. Les chiffres ne sont pas corrigés des fluctuations de change.  
<sup>2</sup> Dépôts effectués par les institutions monétaires officielles auprès des banques BRI, y compris par les banques de Chine, d'Albanie et de Bulgarie ainsi que, jusqu'en 1989, de l'ex-Union soviétique.

Préférence pour les avoirs en dollars ...

On a observé en 1991 des signes de retour aux tendances des décennies précédentes pour le placement des réserves: les avoirs en dollars ont progressé plus vite que ceux qui sont libellés dans les autres monnaies et les valeurs, dont les bons du Trésor, ont été préférées aux dépôts bancaires. La prépondérance du dollar s'explique en partie par le fait que la progression des liquidités internationales a été surtout sensible dans les pays en développement, qui privilégient la monnaie américaine: à la différence des membres du MCE, ils ne voient pas d'utilité à détenir les monnaies des pays voisins aux fins d'intervention.

... et les titres

Selon les estimations, quelque \$26 milliards de réserves en dollars ont été placés directement aux Etats-Unis, alors que les avoirs officiels dans

cette monnaie auprès des banques situées dans les autres pays ne se sont accrus que de \$8 milliards. Mais la désaffection à l'égard du système bancaire comme forme de placement des réserves officielles a été plus marquée encore dans les autres devises, pour lesquelles les avoirs officiels déposés auprès des banques déclarantes BRI se sont contractés de près de \$30 milliards; la chute a surtout concerné le deutsche mark (\$13 milliards) et le yen (\$9 milliards). Le rétrécissement général de l'écart de taux d'intérêt entre les dépôts auprès des banques commerciales et les bons du Trésor peut constituer une explication de cette évolution au profit des titres.

## V. Politique monétaire: aspects internes et internationaux

### Faits saillants

Dans le domaine monétaire, la période 1991–92 a été marquée par de vifs contrastes dans la conduite des politiques nationales et la coordination internationale. Assouplie aux Etats-Unis et au Japon dans le but de soutenir la croissance économique, la politique monétaire a été resserrée en Allemagne afin de lutter contre les tensions inflationnistes. Dans un certain nombre de pays, le cycle du prix des actifs et une forte augmentation de l'endettement ont soulevé la question de savoir si les autorités monétaires devaient réagir à de semblables phénomènes. On a également été amené à se demander comment les modifications intervenues dans le mécanisme de transmission à la suite de la déréglementation et de l'innovation financière des années quatre-vingt ont pu affecter l'éventail des moyens d'action à la disposition des banques centrales et leur faculté d'atteindre leurs objectifs en matière de prix et de croissance économique.

Malgré la montée, en 1991, des préoccupations suscitées par les contraintes à court terme pesant sur l'autonomie monétaire des divers pays européens, les chefs d'Etat et de gouvernement des pays membres de la CE sont parvenus, en décembre, à un accord visant à instituer une union monétaire avant la fin de la décennie. Le Traité de Maastricht établit la primauté de la stabilité des prix et fixe l'organisation d'un Système européen de banques centrales indépendant. Il définit des critères de convergence pour l'inflation, les finances publiques et le niveau d'endettement, auxquels les Etats devront satisfaire avant d'adhérer à l'union. Cependant, des risques subsistent concernant la réalisation de l'objectif proclamé et l'obtention de résultats économiques globaux satisfaisants.

Les initiatives explicites en faveur de la coordination des politiques des principaux pays ont brillé par leur absence, l'an dernier, car les responsables ne les ont généralement pas estimées indispensables. En revanche, le consensus international sur la nécessité de poursuivre les réformes structurelles et d'élever à moyen terme le taux d'épargne dans les économies industrielles a été réaffirmé. La coopération et l'échange d'informations se sont poursuivis dans les instances internationales; ils peuvent servir de fondement à une coordination plus étroite des politiques si le besoin s'en faisait de nouveau sentir.

### Les politiques monétaires en 1991–92

#### *Politiques de taux d'intérêt dans les principaux pays*

Les divergences observées l'an dernier entre les politiques de taux d'intérêt à court terme des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne ont principalement

reflété des situations conjoncturelles différentes. L'action des banques centrales a néanmoins été conditionnée par des évolutions internes spécifiques sur les marchés des capitaux et du travail ainsi que par la priorité respective à accorder au soutien de la production et au rétablissement de la stabilité des prix. La poursuite de l'assouplissement aux Etats-Unis a traduit le désir de la Réserve fédérale de surmonter les contraintes dues à l'excès d'endettement et à la raréfaction de l'offre de crédit qui paraissaient freiner le rythme de la reprise. Le niveau élevé du prix des actifs et les tensions sur le marché du travail ont incité la Banque du Japon à la prudence lorsqu'elle a orienté les taux d'intérêt du marché à la baisse au début de 1991. La politique de la Bundesbank a clairement pris en compte les menaces pour la stabilité des prix que représentaient l'ampleur des revendications salariales et le creusement du déficit budgétaire provoqué par l'unification.

Evolution  
divergente  
des politiques  
monétaires des  
Etats-Unis, du  
Japon et de  
l'Allemagne

La vive baisse du taux des fonds fédéraux entre décembre 1990 et avril 1991 aux Etats-Unis avait pour but de replacer l'économie sur une trajectoire d'expansion modérée compatible avec une réduction de l'inflation en compensant l'incidence des contraintes financières. Des signes d'atonie économique ont entraîné un nouvel assouplissement marqué de la politique monétaire entre juin et décembre 1991, sous forme d'une rapide succession de mesures visant à enrayer une détérioration de la confiance des milieux d'affaires et des consommateurs. En avril 1992, le taux des fonds fédéraux s'établissait à 4½ points au-dessous de son niveau de mi-1990.

Assouplissement  
aux Etats-Unis ...

Au Japon, avec le ralentissement de la croissance et l'atténuation des pressions émanant des prix à la consommation durant l'année 1991, la politique monétaire a été conçue de façon à faciliter un «atterrissage en douceur». La Banque du Japon a entériné la diminution des taux à court terme du marché à partir de juin 1991 en abaissant son taux d'escompte en quatre étapes entre juillet et début avril 1992. La courbe des rendements à court terme montre que chacune de ces décisions était anticipée depuis longtemps par les opérateurs.

... et au Japon ...

Bien que les pressions de la demande globale se soient relâchées en Allemagne également à partir du printemps 1991, les perspectives d'inflation se sont dégradées après le milieu de l'année, car les négociations salariales avaient abouti à une hausse moyenne de près de 7% en 1991, tandis que d'autres revendications substantielles étaient annoncées pour 1992. La Bundesbank a relevé ses taux directeurs à trois reprises entre février et décembre, ménageant une faible marge de hausse pour l'argent au jour le jour, qui est généralement demeuré proche du taux lombard. L'augmentation de décembre, après l'accord de Maastricht, est intervenue la veille d'une décision en sens inverse de la Réserve fédérale réduisant d'un point entier le taux d'escompte aux Etats-Unis.

... mais  
durcissement  
en Allemagne

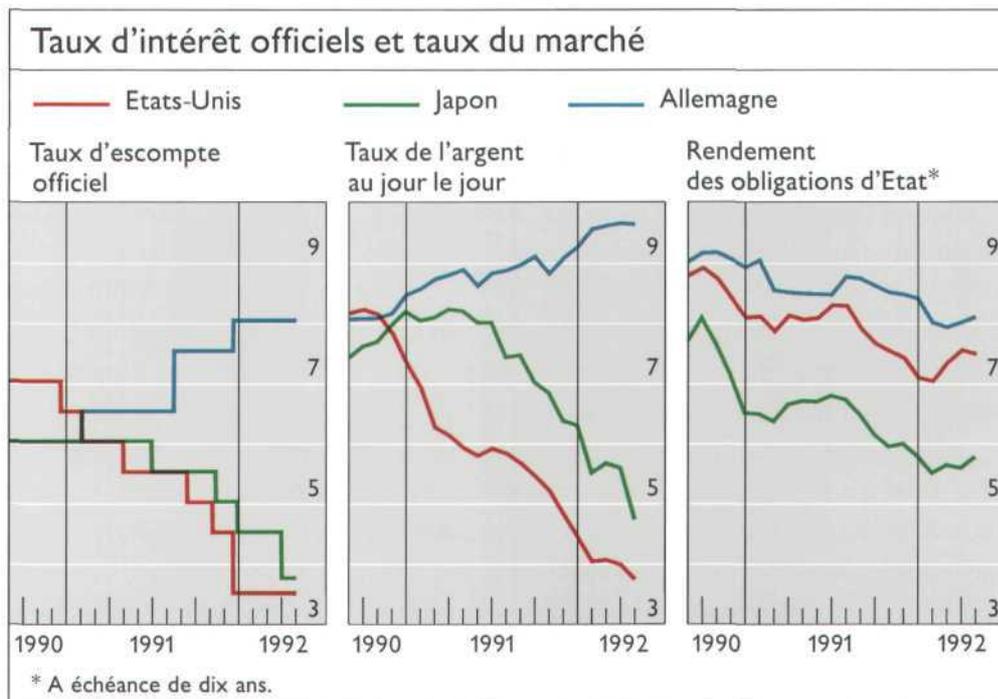
La politique de taux d'intérêt à court terme a été en interaction avec une configuration bien différente de l'évolution des taux à long terme. Aux Etats-Unis, la lenteur de la baisse des taux longs sous l'effet de la détente à court terme, puis leur remontée au début de 1992, ont fait naître des préoccupations sur la possibilité de stimuler l'économie par un assouplissement de la politique monétaire. La diminution des taux longs en Allemagne – en

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

deux phases, chacune suivant immédiatement un durcissement de la politique monétaire – a été largement interprétée comme un signe de confiance dans l'aptitude des autorités à maîtriser l'inflation; leur redressement ultérieur a clairement montré cependant que, dans des marchés des capitaux globalisés, l'évolution des rendements obligataires des divers pays est, dans une certaine mesure, synchronisée.

... des taux de change ...

L'incidence de politiques monétaires divergentes sur les taux de change n'a pas été accueillie défavorablement. Les marchés des changes ont même été partout considérés comme d'importants éléments du mécanisme de transmission de la politique monétaire. A l'évidence, cette divergence des orientations monétaires est en partie à l'origine de la dépréciation du dollar EU de juillet à décembre 1991, laquelle n'était pas incompatible avec les objectifs internes des principaux pays: la Réserve fédérale acceptait un certain affaiblissement de sa monnaie parce qu'il pouvait contribuer au développement des exportations; la Banque du Japon estimait qu'un renforcement progressif du yen servirait à favoriser l'ajustement extérieur; la Bundesbank semblait juger que la revalorisation du deutsche mark face au dollar aiderait à modérer le renchérissement des coûts.



... et des agrégats de monnaie et de crédit

Le ralentissement de l'expansion du crédit aux Etats-Unis et au Japon s'est reflété dans les agrégats larges de monnaie. Dans une certaine mesure, la décélération de la croissance monétaire paraissait justifier un assouplissement de la politique, mais celui-ci a été opéré selon un calendrier et un dosage qui ont dépendu avant tout de l'évolution de la situation économique et du degré de confiance des consommateurs et des milieux d'affaires. En Allemagne, l'accélération de l'expansion monétaire induite par le crédit durant l'année est en partie à l'origine du durcissement de décembre 1991.

## *Politiques de taux d'intérêt dans les autres pays du SME*

Entre janvier et avril 1991, les pays participant au mécanisme de change du SME (MCE) avec une marge de fluctuation étroite – France, Belgique, Danemark, Irlande et Italie – ont mis à profit la faiblesse du deutsche mark pour favoriser une baisse des taux du marché sensibles à l'action des autorités. Les taux courts en France, en Belgique et au Danemark ont pleinement convergé avec les taux allemands, comme l'avaient fait bien plus tôt ceux des Pays-Bas.

En Belgique et aux Pays-Bas, où la politique de la banque centrale consistait à limiter les fluctuations de la monnaie vis-à-vis du deutsche mark à l'intérieur d'une fourchette beaucoup plus réduite que la marge étroite du MCE, les taux du marché monétaire sont restés très proches de leurs homologues allemands. Signe ostensible d'une intense coordination des politiques monétaires, un relèvement synchronisé des taux directeurs eut lieu en août puis en décembre en Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique, au Danemark et, hors du SME, en Autriche – pays qui continuait de maintenir les variations de sa monnaie à l'égard du deutsche mark dans des limites très faibles. L'Italie et l'Irlande ont également rehaussé leurs taux directeurs en décembre. Devant le ralentissement de l'activité nationale, la Banque de France a laissé le franc près de son plancher tout en favorisant unilatéralement, par petites touches, une diminution des taux à court terme, abaissant son taux d'intervention à deux reprises, en mars et octobre. A chaque occasion, cependant, les taux à trois mois du marché se sont ensuite élevés par rapport aux taux correspondants en Allemagne. Il est possible que la réduction unilatérale des taux ait concouru à entamer la confiance; en décembre, le taux d'intervention a été remonté à son niveau du début de 1991. En fin d'année, en particulier après la dévaluation du mark finlandais qui a amené les marchés à mettre en question d'autres engagements de change, les taux du marché monétaire se sont aussi fortement tendus en Italie, au Danemark et en Irlande.

A certains moments en 1991, les taux à trois mois en Belgique, aux Pays-Bas, en France et au Danemark se sont tous trouvés inférieurs aux taux allemands, situation qui ne s'est toutefois pas prolongée, même si ces pays ont enregistré, pour la plupart, des augmentations de prix à la consommation moins fortes que l'Allemagne. Les taux courts des pays du MCE font maintenant l'objet d'arbitrages très fins par le biais des euromarchés. En l'absence de tout signe donnant à penser que les autorités pourraient décider de concrétiser dans les faits les écarts d'inflation par un réaligement à la hausse vis-à-vis du deutsche mark, les opérateurs du marché monétaire n'ont guère eu de raison de pousser les taux d'intérêt à des niveaux nettement inférieurs à ceux des instruments en deutsche marks: les taux allemands ont ainsi tendu à fixer un plancher pour les autres devises. En principe, les forces du marché ont eu toute latitude pour revaloriser légèrement, par rapport au deutsche mark, les monnaies situées dans la partie inférieure de la bande du MCE; les perspectives d'appréciation étaient cependant limitées lorsque les gouvernements respectifs dissimulaient à peine leur désir de voir baisser les taux. En France, la politique de taux

Politique monétaire des pays du MCE étroit

Relations entre taux à court terme dans le MCE

## Taux du marché monétaire et rendement des obligations d'Etat dans les pays membres du SME

Pays	Taux interbancaire à trois mois <sup>1</sup>						Rendement des obligations <sup>2</sup>		
	Niveau				Ecart <sup>3</sup>		Niveau		
	Déc. 1989	Déc. 1990	Avril 1991	Mars 1992	Oct. 1991	Déc. 1991	Mars 1990	Mars 1991	Mars 1992
	chiffres de fin de mois, en %								
Allemagne	8,3	9,2	9,2	9,8			8,7	8,6	8,1
Pays-Bas	8,8	9,5	9,2	9,6	-0,06	0,09	8,8	8,8	8,5
Belgique	10,4	10,1	9,2	9,8	-0,03	0,02	9,9	9,4	8,9
France	11,4	10,1	9,3	10,2	-0,22	0,64	9,6	9,1	8,8
Danemark	12,1	10,4	9,9	10,2	-0,16	0,27	10,5	9,4	8,9
Irlande	12,1	11,5	10,2	10,7	0,75	1,08	10,4	9,3	8,8
Italie	12,6	12,4	11,3	11,9	1,53	2,20	12,3	11,4	11,0
Royaume-Uni	15,2	14,0	11,8	10,8	0,99	1,27	12,5	10,1	9,9
Espagne	16,2	15,3	13,5	12,6	3,12	3,35	14,8	12,7	11,3
Portugal	13,8	13,6	14,2	13,5	4,73	4,53	15,2	15,2	12,5
Grèce	18,3	27,1	18,3	22,0	13,63	18,63	.	.	.

<sup>1</sup> Pour la Grèce, à un mois; pour le Portugal, taux des bons du Trésor. <sup>2</sup> Pour le Portugal, tous émetteurs confondus. <sup>3</sup> Par rapport à l'Allemagne.  
Sources: données nationales.

d'intérêt qui, au début de 1992, permettait au franc de se rapprocher de la monnaie allemande dans la bande du MCE semble avoir aidé à réduire progressivement les écarts de taux d'intérêt à court terme entre les deux pays.

La convergence des politiques monétaires et la confiance en la solidité des engagements au sein du MCE se sont également traduites par une diminution des taux d'intérêt à long terme entre le début de 1991 et le printemps de 1992 dans tous les pays participant à la bande étroite.

Au commencement de 1991, la politique anti-inflationniste de l'Espagne, qui maintenait la peseta près du sommet de la bande large du MCE, a semblé par moments empêcher une baisse des taux courts au Royaume-Uni et en France. Un répit a été procuré durant l'été par une détente des taux d'intérêt de la peseta, en partie facilitée par une modération des tensions inflationnistes intérieures. Au début de 1992, après une légère hausse des taux du marché monétaire espagnol, la peseta et la livre sterling se sont retrouvées à leur cours-limite réciproque. L'engagement dans le cadre de la marge élargie s'est révélé globalement compatible avec une diminution substantielle de l'ensemble des taux au Royaume-Uni l'an dernier. Au Portugal, pays qui a rejoint le MCE en avril 1992 avec un cours-pivot qui impliquait un cours de marché dans la moitié supérieure de la bande large, les taux d'intérêt se sont fortement détendus en 1991-92.

### Politiques de taux d'intérêt dans les autres pays industriels

Politique monétaire dans les autres pays de la CE ...

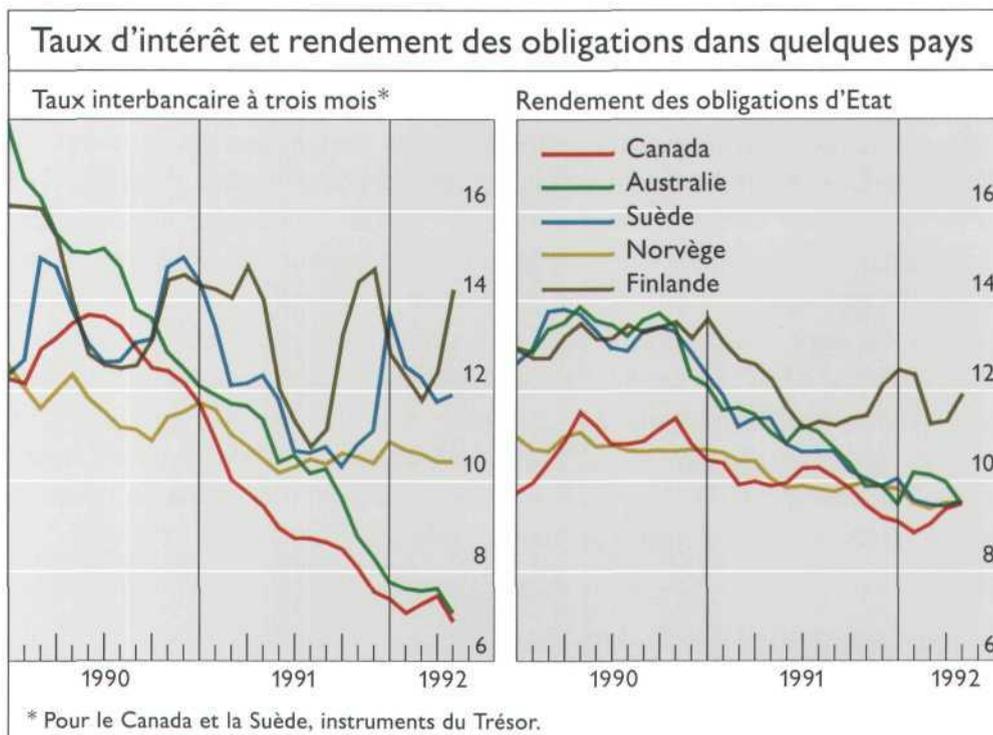
... en Norvège, Suède, Finlande ...

Après le rattachement de la couronne norvégienne à l'Écu en octobre 1990, en remplacement d'une référence à un indice pondéré en fonction des

échanges commerciaux, la Suède et la Finlande ont annoncé, en mai et juin 1991 respectivement, leur engagement unilatéral de stabiliser le taux de change de leur monnaie vis-à-vis de l'Écu. Si les régimes de taux de change des trois pays ont convergé, la largeur des marges de fluctuation par rapport au cours central varie encore: elle est échelonnée entre  $\pm 1,5\%$  pour la Suède et  $\pm 3\%$  pour la Finlande. Les marchés ont jugé que les nouvelles références, adoptées sans modification des parités, étaient plus rigoureuses que les anciennes. Il en est résulté dans chaque cas une diminution substantielle des taux d'intérêt. On a toutefois mesuré par la suite les conséquences d'une perte de crédibilité de la politique monétaire lorsque, dans un contexte marqué par des perturbations d'origine externe et des difficultés à conclure un accord national sur les salaires, le taux à trois mois en Finlande a atteint 20% environ. Après une dévaluation de 12,3% du mark finlandais à l'égard de l'Écu, ce taux a un peu reculé, pour se tendre à nouveau début avril 1992; durant ce mois, les taux à long terme finlandais ont été aussi élevés qu'avant le rattachement à l'Écu. En Suède, le taux à trois mois a culminé à près de 16% en décembre et 12½% en avril 1992 mais, devant la détermination de la Riksbank d'empêcher toute dévaluation de la couronne, il est redescendu à 11½% fin avril 1992, alors que les taux longs retombaient à 10%.

En Suisse, le repli des taux du marché monétaire en décembre sous l'effet de la politique mise en œuvre s'est brusquement inversé au début de 1992 lorsque la parité avec le deutsche mark a subi de fortes pressions à la baisse. Fin mars, le taux à trois mois était revenu à ses niveaux du début de 1991. Bien que les rendements des obligations en francs suisses soient demeurés inférieurs aux taux allemands – situation qui prévaut depuis trente ans au moins –, ce phénomène semble confirmer que le flottement

... en Suisse ...



d'une monnaie ne peut pas toujours assurer une grande marge de manœuvre à la politique monétaire d'une économie ouverte et de petite dimension.

... au Canada et  
en Australie

Une contraction relativement forte des taux d'intérêt à court terme a été favorisée au Canada depuis le printemps de l'an dernier en présence d'une grave récession et d'une vive décélération de l'inflation; les taux longs ont diminué davantage qu'aux Etats-Unis. En Australie aussi, les taux courts ont été notablement abaissés en 1991. Si, en février 1992, les taux longs du Canada et de l'Australie se situaient à des niveaux voisins des rendements obligataires en Norvège et en Suède, cela rappelle opportunément que les relations de taux d'intérêt avec les marchés plus vastes peuvent influencer les rendements à long terme, quel que soit le régime de taux de change.

### Efficacité de la politique monétaire

Comment la politique monétaire devrait-elle réagir devant le ralentissement économique associé, dans certains pays, à des tensions financières? En allégeant le fardeau de la dette et en stoppant la chute du prix des actifs, un abaissement substantiel des taux d'intérêt à court terme peut-il efficacement stimuler la reprise de l'activité? Quelles pourraient en être les conséquences pour la stabilité des prix à horizon plus ou moins lointain?

### *Approches différentes de la politique monétaire et mécanisme de transmission*

Modifications  
dans les méca-  
nismes de  
transmission

Il apparaît clairement que les banques centrales ne s'accordent plus sur les avantages respectifs des différentes approches de la politique monétaire. Dans une certaine mesure, les divergences d'opinions semblent concerner les effets d'anticipation et autres canaux de transmission de la politique monétaire agissant sur l'activité économique et le niveau des prix ainsi que la durée et la variabilité des délais de réaction. Dans quelques pays, le mécanisme de transmission a subi d'importants changements ces dernières années du fait de la déréglementation et de l'innovation financière, qui ont modifié le rôle joué par les taux d'intérêt, le prix des actifs, les agrégats de monnaie et de crédit ainsi que le taux de change. Certains de ces changements ont manifestement amplifié les divergences entre les catégories de contraintes auxquelles les pays semblent confrontés dans la définition de leur politique monétaire.

Depuis plusieurs années, la politique monétaire du monde industriel est fondée sur la conviction qu'un engagement envers la stabilité des prix permettrait d'obtenir les résultats globaux les plus satisfaisants. A la fin des années quatre-vingt, un meilleur contrôle de l'inflation s'est habituellement accompagné d'une amélioration de la croissance mais, dans quelques cas, le cycle du prix des actifs et l'alourdissement du fardeau de la dette ont finalement concouru à provoquer une récession durable. L'innovation financière et le cycle de l'endettement ont également faussé des agrégats monétaires qui servaient à définir une orientation anti-inflationniste à moyenne

échéance. En règle générale, la politique monétaire a alors été reformulée pour faire plus de place à la défense du taux de change ou à un engagement à moyen terme à l'égard de la stabilité des prix. Certaines banques centrales considèrent néanmoins, maintenant que l'inflation s'est fortement réduite, que la politique peut sans risque être davantage axée sur le soutien de la reprise et la défense de l'emploi.

Personne n'a jamais prétendu qu'une politique de stabilité dispenserait d'ajuster les taux d'intérêt face aux perturbations d'origine externe ou interne qui augmentent ou réduisent les risques d'inflation. Dans divers pays, l'incidence du repli des taux du marché monétaire sur l'activité économique à court terme et sur l'inflation à plus longue échéance a pu s'affaiblir et devenir plus incertaine dans un contexte marqué par une dépréciation des actifs et par une charge d'endettement élevée. Quelques banques centrales en ont déduit que de plus amples baisses des taux courts étaient donc justifiées. Dans d'autres pays, en revanche, les tensions inflationnistes d'origine interne ou la volonté de tenir l'engagement de taux de change s'opposaient à toute diminution des taux qui n'aurait pas été étayée par un raffermissement de la crédibilité de cet engagement. A des degrés divers, on peut considérer que les possibilités limitées de nouvelles réductions de la prime de risque sur le taux de change vis-à-vis du deutsche mark ainsi que le renforcement des liaisons de taux d'intérêt entre les pays après l'élimination des contrôles des changes ont laissé moins de latitude à l'action sur les taux d'intérêt dans de nombreux pays européens. Fondamentalement, ces contraintes ont été néanmoins perçues comme une partie intégrante de politiques à moyen terme auxquelles les autorités monétaires restent fermement attachées.

Aux Etats-Unis où, davantage encore que dans toute autre grande économie, la plupart des modèles économétriques les plus répandus partent toujours du principe que les modifications des taux déterminés par la politique monétaire exercent un effet sur l'inflation en agissant essentiellement sur la relation entre l'activité économique et le potentiel de production, la Réserve fédérale a pu faire valoir, l'an dernier, que la récession atténuait les tensions inflationnistes. Etant donné la taille de l'économie, l'incidence assez limitée des coûts des importations sur la hausse des prix et la flexibilité relative du marché du travail, on pouvait continuer à penser que le mécanisme de transmission du taux de change opérait lui aussi principalement par le biais de la demande effective. Plus que dans les autres pays, il était concevable que la politique monétaire agisse sur l'inflation avec un long délai; il restait à espérer que toute conséquence néfaste serait réduite au minimum par un durcissement suffisamment rapide de la politique monétaire dès le début de la reprise. Les leçons du passé ne permettaient pourtant pas d'être optimiste à cet égard mais, puisque la chute du prix des actifs risquait de fragiliser davantage les institutions financières, les autorités se sont principalement efforcées de stimuler les dépenses des entreprises et des ménages.

Au Japon, l'orientation monétaire a été de plus en plus axée sur le soutien de l'activité économique l'an dernier. Au Canada, la politique de taux

Diversité des mécanismes de transmission et des orientations monétaires ...

... aux Etats-Unis ...

... au Japon,  
au Canada ...

... et dans les  
pays européens

d'intérêt a continué d'être ajustée, à la lumière de l'évolution du taux de change, dans le but d'influencer les conditions monétaires; depuis février 1991, cependant, les autorités ont publié un calendrier marquant les étapes de la baisse des prix, qui doit servir d'ancrage aux anticipations d'inflation.

Dans la plupart des économies européennes, la conduite de la politique monétaire a continué d'être très attentive aux facteurs de hausse des prix liés aux anticipations et aux coûts agissant par l'intermédiaire du taux de change. Dans plusieurs pays, la chute de la valeur des actifs et l'accumulation de dettes ont empêché la reprise économique, mais la banque centrale a jugé qu'une politique monétaire stable était nécessaire pour renforcer la confiance. En Europe, il a été facile de définir une orientation stable en termes de taux de change, étant donné son importance dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire et le niveau d'inflation relativement bas auquel sont parvenus les pays du noyau originel du MCE étroit.

Les développements de ces deux dernières années en Allemagne rappellent cependant qu'une modification de la situation des finances publiques et le comportement d'un marché du travail encore rigide peuvent aussi influencer de manière significative les modes de transmission de la politique monétaire – même si les autorités mettent l'accent sur la stabilisation des anticipations d'inflation. La Bundesbank a clairement indiqué son intention de poursuivre une politique excluant tout relâchement. Au moment où les pressions de la demande ont commencé à fléchir, il est devenu de plus en plus évident que l'incidence sur l'évolution future de la production et des prix dépendrait de l'attitude des syndicats et des employeurs.

Si les membres du noyau dur du MCE ont, pour la plupart, fondé leur politique monétaire sur des engagements de taux de change, c'est en partie en raison de l'ouverture de leur économie et de la rigidité à la baisse de leurs salaires réels. Quelques pays qui ont établi des liens plus étroits avec le SME ou l'Écu ces dernières années possèdent des structures économiques et financières différentes; quoi qu'il en soit, les engagements de taux de change sont de nature à aider à infléchir l'inflation. Reste à savoir si certains de ces pays pourraient être amenés, avec le ralentissement de l'inflation, à envisager des orientations de taux de change qu'ils excluent actuellement.

### *Mécanismes de transmission des taux d'intérêt*

Changement  
d'intensité des  
mécanismes de  
transmission des  
taux d'intérêt

La libéralisation des taux d'intérêt, du crédit ainsi que des activités financières internes et internationales a rendu moins sévères les contraintes traditionnelles de liquidité qui pesaient sur les ménages et les entreprises dans de nombreux pays. Dans ce nouvel environnement, les prix des actifs financiers et les taux de change devaient constituer les principaux canaux de transmission de la politique monétaire à l'économie. Dans quelques pays, l'augmentation des ratios d'endettement et la revalorisation des actifs après la déréglementation ont semblé, à l'époque, avoir amplifié l'incidence potentielle d'une hausse des taux d'intérêt sur la consommation et l'investissement; il a été admis que certains de ces effets dépendent des anticipations,

qui ne peuvent être aisément prévues, et qu'une perte de confiance pouvait résulter de la perception d'une surévaluation des actifs ou d'un excès d'endettement. On a assez peu cherché à déterminer dans quelle mesure une baisse des taux à court terme restaurerait la confiance. L'an passé toutefois, des préoccupations sont apparues, principalement aux Etats-Unis, sur le fait de savoir si l'incidence moindre de la politique monétaire sur les taux à long terme et les taux débiteurs des institutions financières affaiblissait son impact sur les emprunts, les prêts et l'activité économique.

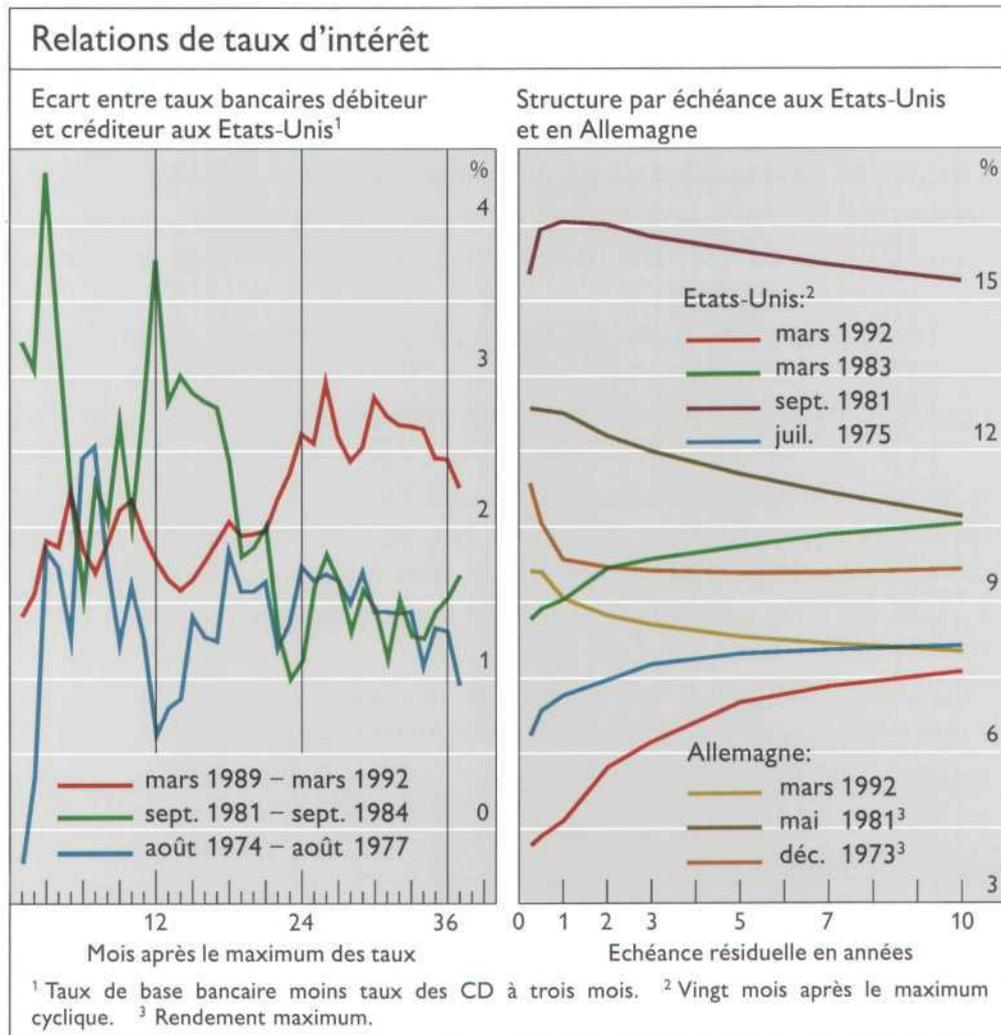
*Taux d'intérêt pratiqués par les institutions financières.* Dans de nombreux pays, l'intensification de la concurrence entre banques et autres institutions financières et le développement de nouveaux instruments de marché tels que fonds de placement collectif monétaires et papier commercial ont grandement accru la part des exigibilités bancaires rémunérées à des taux dérivés du marché. Au Japon, cette proportion est passée de quelque 10% en 1980 à plus de 70% en 1990 pour les grandes banques de dépôt à représentation nationale («city banks»). Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France, il y a eu une expansion rapide de la part des nouveaux instruments ainsi que des dépôts traditionnels (à vue, à terme et d'épargne) dont le taux est soumis à l'influence du marché. Les banques du Japon, du Royaume-Uni et des Etats-Unis ont en outre adopté des procédures plus souples pour ajuster leur taux de base. Aux Etats-Unis, les contrats à taux révisable représentent une proportion de plus en plus grande des nouveaux prêts au logement. Les écarts entre taux débiteur de base (ou moyen) et taux du marché monétaire ont eu tendance à diminuer et à être moins instables depuis le début des années quatre-vingt en France, aux Pays-Bas et en Allemagne.

La sensibilité accrue de la rémunération des dépôts aux taux du marché monétaire a affaibli les mécanismes de transmission qui s'appuyaient sur des variations de l'écart pour agir sur les capacités de prêt des établissements de crédit. En France, les modifications des taux du marché monétaire exercent une moindre influence sur la rentabilité des banques et leur disposition à prêter, dans la mesure où leurs ressources et emplois sont maintenant assortis de taux du marché dans une proportion équivalente. Aux Etats-Unis, on a estimé jusqu'à une date récente qu'un affaiblissement de l'incidence de la politique monétaire sur le volume de prêts disponibles pour l'immobilier, suite à la déréglementation de la rémunération des dépôts et à l'essor de la titrisation des prêts hypothécaires dans les années quatre-vingt, avait été entièrement compensé par un renforcement des autres effets de taux d'intérêt sur la demande globale, surtout ceux qui opèrent par l'intermédiaire du taux de change.

Les difficultés financières des banques des Etats-Unis durant les deux dernières années les ont cependant incitées à tenter d'améliorer leurs marges, d'une part en ne faisant pas bénéficier entièrement leur clientèle de la baisse du coût de l'argent sur le marché monétaire et, d'autre part, en se livrant à une moins grande concurrence pour la collecte des dépôts. L'écart entre taux de base bancaire et taux des certificats de dépôt (CD) à trois mois semble avoir été beaucoup plus important en 1991-92 qu'en toute

Effets de la déréglementation et de l'innovation financière

Conséquences des difficultés financières des banques



autre période de détente monétaire. Les taux appliqués par les banques sur les prêts personnels ont décliné encore moins. En ce sens, le recul du taux des fonds fédéraux n'a pas été intégralement répercuté. Au Japon, les banques ont continué d'ajuster leur taux de base à court terme avec souplesse par rapport à ceux du marché monétaire, devançant habituellement les réductions du taux d'escompte officiel. Selon plusieurs indications, les banques du Japon, du Royaume-Uni, de France, de Norvège et de quelques autres pays ont élargi leur marge de manière sélective sur certaines catégories de prêts pour faire face au tassement de leur rentabilité et à une détérioration de la solvabilité des emprunteurs.

*Taux d'intérêt à long terme.* Aux Etats-Unis, où le logement et la construction en général sont sensibles aux variations des taux longs, les effets de l'action monétaire dépendent, en grande partie, de la manière dont ces taux réagissent aux modifications des taux courts. Par comparaison avec les phases similaires des cycles conjoncturels précédents, la pente de la courbe des rendements semble avoir été exceptionnellement forte en mars 1992, bien que le niveau des rendements obligataires ait été inférieur à celui des autres périodes représentées dans le graphique. Dans la mesure où, précisément, cette pente montre que les opérateurs étaient

Importance des réactions des taux à long terme

convaincus que la Réserve fédérale était résolue à prendre toute disposition nécessaire en faveur de la relance, elle dénote une contrainte inhérente à l'efficacité des politiques interventionnistes. Les primes de risque payées par de nombreux émetteurs privés d'obligations ont été majorées durant la récession, en conséquence du déclassement d'institutions financières et de sociétés non financières. Au Japon, où les rendements obligataires se sont vivement repliés en 1991–92, les taux de base à long terme se sont nettement détendus.

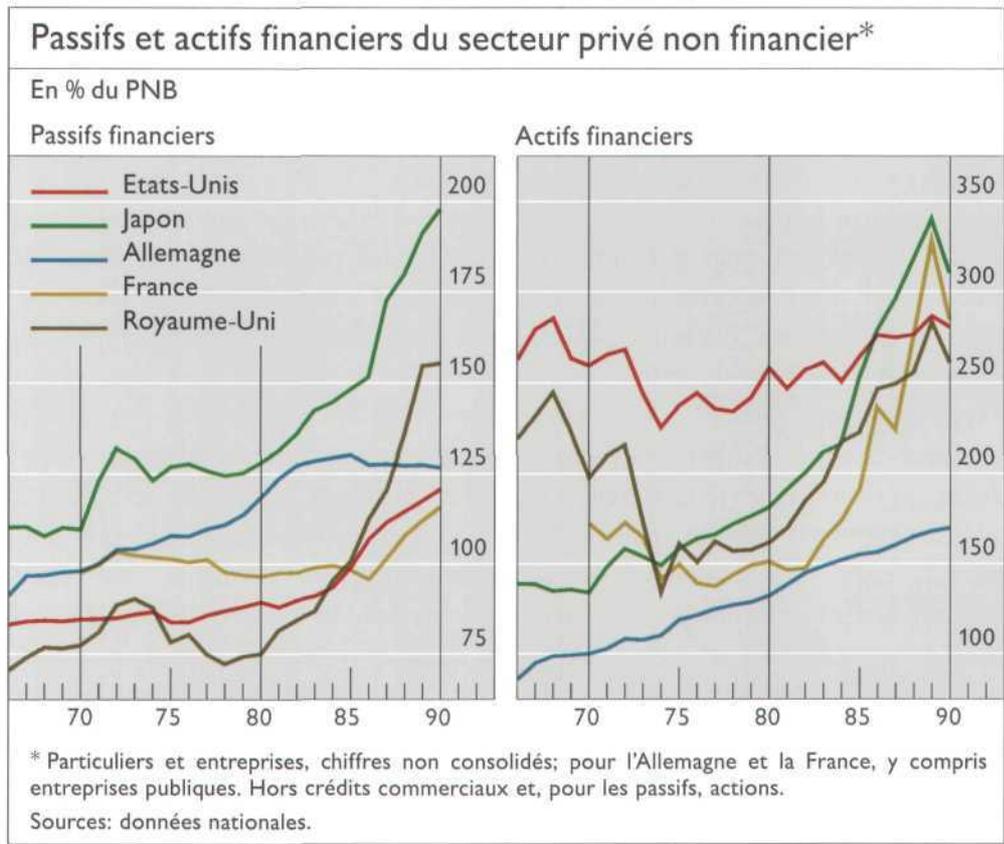
En Allemagne, la courbe des rendements a été étale ou inversée entre 1989 et 1992, pour la première fois depuis 1981–82, époque durant laquelle la politique monétaire n'était parvenue à restaurer la confiance qu'en portant les taux courts bien au-delà des niveaux de la période récente. Même si les émissions d'obligations ne représentent en temps normal qu'une part mineure du financement des entreprises dans la plupart des pays européens, leurs rendements peuvent jouer un rôle dans les projets d'investissement. Les taux d'intérêt afférents à une vaste proportion des nouveaux crédits accordés par les institutions financières pour le logement et le financement des entreprises sont liés aux rendements obligataires; ils semblent avoir été généralement ajustés en baisse l'an passé, même dans les pays du SME où les taux courts ont été relevés.

### *Prix des actifs et endettement*

On a habituellement estimé que la flambée du prix des actifs privés et l'accumulation de dettes dans de nombreux pays au cours des années quatre-vingt étaient de nature à amplifier les effets de richesse et de revenu sur les dépenses découlant des variations de taux d'intérêt. On peut se demander si la politique monétaire a pu contribuer au cycle de la valeur des actifs et à l'accroissement de l'endettement. Une autre question, quelque peu différente, est de savoir si elle devrait tenter de neutraliser les effets du fardeau de la dette et de la dépréciation des actifs.

L'augmentation des ratios d'endettement des ménages et des entreprises durant les années quatre-vingt aux Etats-Unis n'a pas été essentiellement attribuable à l'action des autorités monétaires, encore que l'inflation ait dû jouer un rôle, les agents escomptant que la poursuite de la hausse des prix allégerait leur charge. L'accroissement de l'endettement n'a pas été associé à des hausses généralisées du prix des actifs comparables à celles qui ont été observées dans certains autres pays. Le ratio des actifs financiers privés par rapport au PNB est resté inférieur aux sommets de la fin des années soixante. A partir de 1985 environ, les prix des logements se sont accrus à un rythme légèrement supérieur en moyenne à celui du niveau général des prix, mais l'immobilier d'entreprise s'est constamment dévalorisé en termes réels. Un surinvestissement dans la construction à l'usage des entreprises et les pertes sur prêts que les institutions financières ont subies de ce fait ont été largement imputables à des incitations fiscales temporaires, aux pressions de la concurrence supportée par les banques et au contrôle insuffisant des caisses d'épargne habilitées à consentir de nouveaux

Causes de l'accroissement de l'endettement aux Etats-Unis



types de prêts. Le gonflement de la dette des entreprises est allé de pair avec des rachats d'actions, en particulier dans le cadre d'opérations à effet de levier (fusions, reprises d'entreprises par les salariés), qui ont rendu encore plus nécessaire la restructuration des bilans.

Réponse de la politique monétaire

Considérant qu'il incombait à la politique monétaire de contrecarrer activement les effets d'un excès d'endettement sur l'évolution des marchés des biens et du travail, la Réserve fédérale a commencé d'assouplir sa politique au début de 1989, bien avant la récession. La poursuite de la réduction des taux d'intérêt à court terme en 1990 et 1991 était destinée non seulement à stimuler les dépenses normalement sensibles aux charges d'intérêts, mais aussi à faciliter la restructuration financière et à alléger le fardeau des paiements d'intérêts.

Prix des actifs et endettement dans les autres pays

La vive augmentation du ratio d'endettement des ménages par rapport au revenu durant les années quatre-vingt au Japon, au Royaume-Uni et en Suède a probablement rendu les dépenses de ces agents plus sensibles aux variations des charges d'intérêts. La revalorisation concomitante de leurs actifs reflétait en grande partie le renchérissement des logements qui, en principe, ne se traduit pas par un apport de trésorerie. Au Royaume-Uni, l'accession au logement s'est grandement intensifiée avec la privatisation des habitations municipales, et le secteur des ménages dans son ensemble est devenu débiteur net en termes de créances à taux variable. En France et en Italie, un accroissement notable de l'endettement des ménages s'est produit durant les années quatre-vingt après la déréglementation; toutefois, comme au Japon, leurs actifs financiers ont augmenté beaucoup plus dans le

même temps. Les positions financières équilibrées se sont vraisemblablement multipliées mais, à des degrés divers, les fardeaux de la dette et les charges d'intérêts ont été considérés excessifs à partir du moment où les prix des actifs sont retombés et où les perspectives de croissance des revenus se sont dégradées.

La forte hausse du ratio d'endettement des entreprises au Japon dans les années quatre-vingt a essentiellement résulté d'émissions de titres liés aux actions, dont le produit a servi en partie à l'accumulation d'actifs financiers. Au cours de la même période, ce ratio s'est accru notablement au Royaume-Uni et dans quelques pays nordiques tandis que, dans les autres pays européens, la hausse était généralement modérée. Il se peut que, dans de nombreux cas, l'augmentation de la capacité d'autofinancement des entreprises ait rendu leurs investissements moins sensibles au coût des emprunts.

Souligner le rôle de l'évolution du prix des actifs et des ratios d'endettement dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire conduit à s'interroger sur sa fiabilité, en particulier à court terme. Maints pays dans le passé – et plus récemment l'Espagne, le Portugal et la Grèce, par exemple – ont éprouvé des difficultés à obtenir que la politique de taux d'intérêt modère un boum inflationniste amplifié par les anticipations d'une hausse du prix des actifs. Leur renchérissement considérable au Royaume-Uni, en Suède et au Canada dans les années quatre-vingt semble avoir été en partie attribuable à un durcissement monétaire tardif ou insuffisant, mais le resserrement opéré en a finalement eu raison. Les banques centrales de ces pays ont déduit de leur expérience que les réactions sont imprévisibles et considèrent que, à vouloir utiliser la politique monétaire pour accélérer la reprise économique, on risque de miner davantage la confiance.

Implications  
pour la politique  
monétaire

### *Les agrégats monétaires et le mécanisme de transmission*

Dans certains pays, la déréglementation et l'innovation financière ont sapé les bases des stratégies s'appuyant sur les objectifs monétaires pour agir directement sur les anticipations d'inflation, surtout parce qu'elles ont rendu plus flou le concept de liquidité tel qu'il apparaît dans la définition des agrégats étroits. Dans d'autres, qui recouraient à des agrégats larges, la principale difficulté provenait de la flambée des prix des actifs qui, au Royaume-Uni par exemple, s'accompagnait d'une âpre concurrence entre banques et sociétés de crédit immobilier soucieuses d'accroître le total de leur bilan. Les définitions larges de la masse monétaire encore utilisées comme objectifs en Allemagne et dans quelques pays restent sensibles aux arbitrages de portefeuille suscités par les fluctuations des taux d'intérêt du marché. Dans la mesure où ces fluctuations précèdent les réactions de l'économie, les agrégats peuvent servir d'indicateurs avancés. D'ordinaire, toutefois, la masse monétaire large varie davantage sous l'influence simultanée du crédit bancaire, sa principale contrepartie dans les bilans des banques. En conséquence, les agrégats larges reflètent souvent les modifications des conditions de crédit liées à l'évolution concomitante de l'activité

Relations entre  
évolution des  
agrégats larges et  
conditions du  
crédit

économique. De manière identique, ils peuvent aussi mettre parfois en évidence des développements inhabituels concernant le système bancaire ou les positions d'endettement de l'économie.

Même dans certains pays où la demande de monnaie large n'est pas très stable d'un point de vue économétrique, sa vitesse-revenu est prévisible avec une précision suffisante pour justifier la fixation d'objectifs fondés sur l'augmentation estimée de la production ou des capacités de production et sur des normes de hausse des prix. Les déviations par rapport aux objectifs peuvent indiquer la vigueur des tensions inflationnistes potentielles. Toutefois, il n'en va peut-être pas ainsi lorsque les agrégats auparavant en relation stable avec l'activité économique et l'inflation réagissent à des évolutions sur les marchés du crédit qui affectent fortement le désir des banques d'attirer les dépôts. Si, comme ce fut le cas aux Etats-Unis en 1990 et 1991, des modifications inhabituelles des coûts d'opportunité de la détention d'avoirs monétaires se produisent, on ne peut présumer, en règle générale, que les efforts de la banque centrale destinés à compenser la variation de la vitesse de circulation seront compatibles avec une maîtrise à moyen terme de l'inflation. Il convient de rechercher une autre voie pour concilier ces deux objectifs.

Aux Etats-Unis, alors que les variations de la trajectoire de M2 avaient depuis longtemps tendance à précéder un changement du rythme d'octroi des crédits par les établissements de dépôt et une inflexion de l'activité économique, ce lien est devenu moins fiable ces deux dernières années.

Agrégats de monnaie et de crédit: objectifs et taux de croissance							
		Etats-Unis			Japon	Allemagne	France
		M2	M3	EITANF	M2+CD	M3	M3
		d'un quatrième trimestre à l'autre, en %					
1991	Objectif <sup>1</sup>	2½-6½	1-5	4½-8½	2-3	3-5 <sup>2</sup>	5-7
	Résultat	2,8	1,2	4,5	2,2	5,2	4,2
1992	Objectif <sup>1</sup>	2½-6½	1-5	4½-8½	env. 2 <sup>3</sup>	3½-5½	4-6
		Royaume- Uni	Italie	Espagne	Portugal	Grèce	Suisse
		M0	M2	ALP	L-	M3	MBC
		de décembre à décembre, en % <sup>4</sup>					
1991	Objectif <sup>1</sup>	0-4	5-8	7-11	env. 12	14-16	2
	Résultat	2,2	8,9	12,1	15,2	11,7 <sup>5</sup>	1,4
1992	Objectif <sup>1</sup>	0-4	5-7	8-11 <sup>5</sup>	12-16	9-12 <sup>5</sup>	1
<p>EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers; M0 = base monétaire large; ALP = actifs liquides détenus par le public; L- = total des liquidités détenues par le secteur non financier résident; MBC = monnaie de banque centrale.</p> <p><sup>1</sup> Pour EITANF aux Etats-Unis, fourchette de surveillance simplement; pour le Japon et la Suisse, projection uniquement; pour le Portugal, orientation seulement. Pour la Suisse, le chiffre de 1992 n'est qu'une norme à moyen terme. <sup>2</sup> Révisé en juillet 1991 (auparavant: 4-6%). <sup>3</sup> D'un deuxième trimestre à l'autre. <sup>4</sup> Pour le Royaume-Uni, période de douze mois se terminant en mars de l'année suivante; pour la Suisse, d'un quatrième trimestre à l'autre. <sup>5</sup> Nouvelle définition.</p> <p>Sources: données nationales.</p>							

Rétrospectivement, le ralentissement de M2 durant l'été 1991 aurait pu être compris comme présageant l'affaiblissement ultérieur de l'économie mais, à l'évidence, la lenteur de l'accroissement des crédits bancaires constituait le principal facteur d'influence sur la relation entre monnaie large et revenu. La réaction de M2 face à la diminution des taux courts du marché a été amoindrie par l'abaissement de la rémunération des dépôts, tandis que la forte pente de la courbe des rendements et les rémunérations attrayantes des fonds collectifs en obligations et en actions ont favorisé un report des placements vers les marchés financiers, au détriment des dépôts. Un autre facteur – qui avait d'ailleurs été pris en compte avec le choix d'une fourchette basse pour l'objectif assigné à M3 pour 1991 et 1992 – a joué un rôle à cet égard: le transfert des actifs des caisses d'épargne au bilan de la Resolution Trust Corporation, au moyen d'un financement sous forme de titres du Trésor et non de dépôts.

Des liens étroits ont déjà été observés dans d'autres pays entre l'évolution de la monnaie dans sa définition large et celle des crédits bancaires. Au Japon comme au Royaume-Uni, la variation de la monnaie au sens large a reflété la revalorisation des actifs et le boum des crédits au cours des années quatre-vingt, puis, ces deux dernières années, le ralentissement du crédit et de la croissance du patrimoine des ménages. Les écarts de taux d'intérêt, en attirant des fonds vers les dépôts d'épargne de la Poste, non inclus dans M2+CD, sont en partie à l'origine de la faiblesse de l'augmentation de cet agrégat. L'an passé, la croissance de M4 au Royaume-Uni a suivi une trajectoire parallèle à celle du PIB nominal.

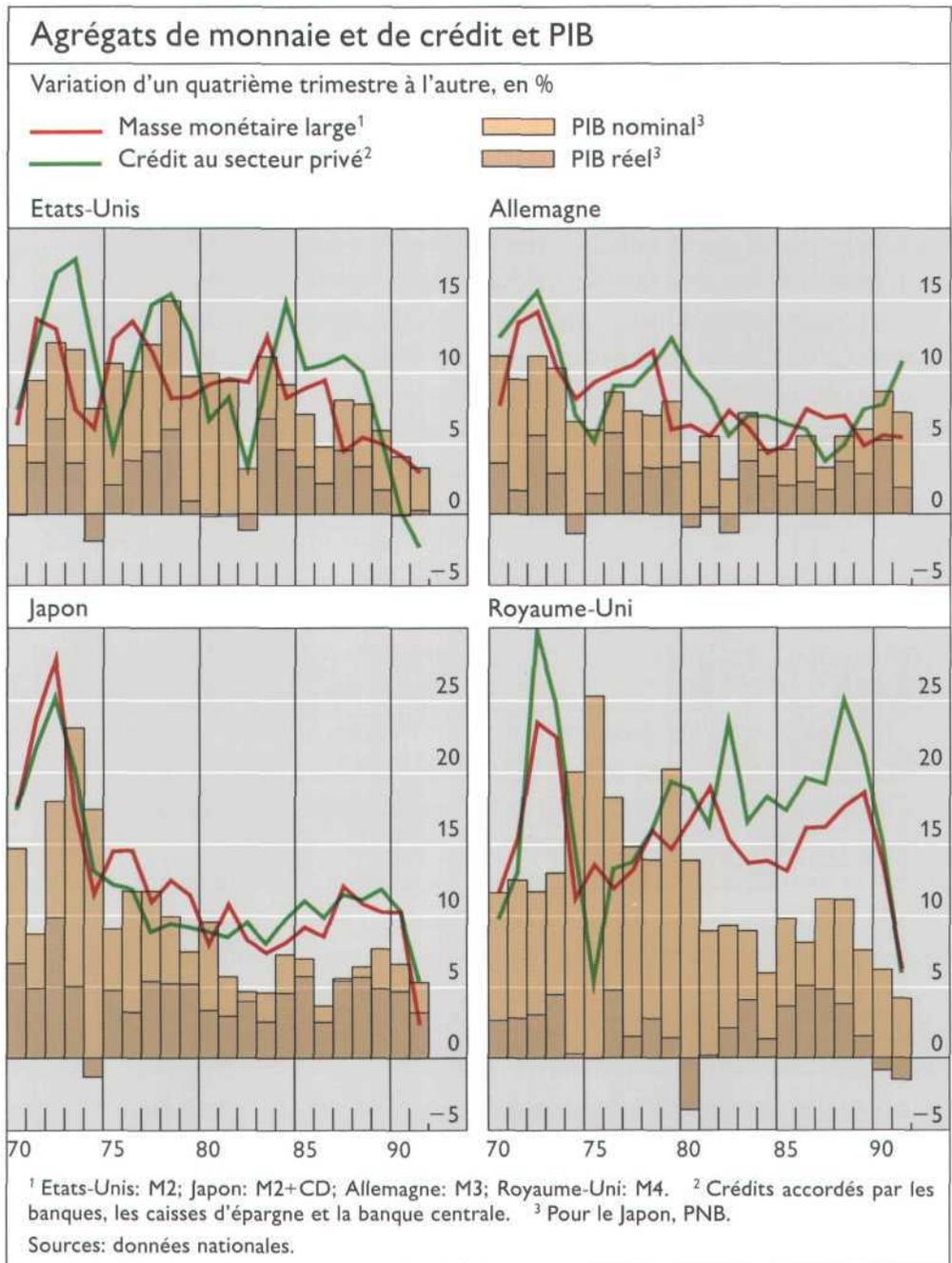
Les variations de l'expansion de M3 en Allemagne sur des périodes de plusieurs mois ou d'un an ont généralement fourni des indications assez fiables sur les changements à venir de l'activité économique et du niveau des prix. Ces dernières années, l'extension de la circulation du deutsche mark à l'Allemagne orientale a créé une source d'incertitude. Les préoccupations suscitées par le volume élevé d'encaisses monétaires qui en est résulté se sont traduites par un abaissement, en milieu d'année, de l'objectif fixé à M3 par la Bundesbank; au vu de l'accélération ultérieure induite par les crédits, l'objectif pour 1992, calculé sur la base d'une norme de hausse des prix inchangée (2%), témoigne d'une orientation rigoureuse.

Les agrégats monétaires continuent à servir d'indicateurs de l'évolution du mécanisme de transmission et à jouer un rôle dans la présentation de la politique, même dans quelques pays qui recourent essentiellement, comme point d'ancrage, à des objectifs de taux de change. En France et en Italie, les rythmes d'accroissement de la monnaie large et du crédit ont semblé plutôt élevés en 1991, si l'on considère le ralentissement de la croissance du PIB nominal. En Espagne (étant donné la fermeté de la peseta dans la bande large du MCE), ainsi qu'au Portugal et en Grèce (où le contrôle des changes est en partie resté en vigueur), les agrégats assurent encore une fonction utile en tant qu'indicateurs. Toutefois, l'expansion monétaire encore forte en 1991 dans ces trois pays (compte tenu de l'incidence de modifications fiscales qui ont privilégié les placements en titres d'Etat en Grèce) révèle la persistance de tensions inflationnistes.

... au Japon,  
au Royaume-Uni ...

... en Allemagne ...

... et dans  
les autres pays  
de la CE



#### Rôle du crédit dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire

On s'attendait que, dans un environnement déréglementé, les contraintes du crédit jouent un rôle moindre dans le mécanisme de transmission, même s'il était à prévoir que les prêteurs durciraient leurs conditions en période de récession. Dans de nombreux pays, néanmoins, les agrégats de crédit ont principalement réagi ces deux dernières années à une baisse de la demande de prêts, en partie attribuable à des préoccupations relatives au niveau de l'endettement.

Aux Etats-Unis, la contraction des crédits accordés au secteur privé par les établissements de dépôt, l'an passé, a reflété une nouvelle diminution des actifs des caisses d'épargne, associée à une augmentation modérée

Conditions  
du crédit  
aux Etats-Unis

(4,0%) des crédits des banques commerciales, essentiellement imputable à des placements en titres d'Etat. Les emprunteurs hypothécaires ont eu accès à des prêts titrisés et de nombreuses entreprises ont obtenu des fonds par émission d'obligations et d'actions. Cependant, les intermédiaires financiers non bancaires – qui prêtent normalement, pour la plupart, aux entreprises de petite dimension ou à faible cote de crédit – ont resserré leurs conditions parce qu'ils étaient fortement engagés dans l'immobilier d'entreprise et sur les marchés des obligations sans notation.

L'enquête menée par la Réserve fédérale auprès des chefs de département du crédit montre, à partir de janvier 1991, une diminution du pourcentage des banques déclarant un durcissement de leurs conditions, même si elles continuaient en majorité à faire état d'une persistance du resserrement. L'accumulation de créances douteuses et la chute continue des prix dans l'immobilier ont incité les banques américaines saines à une extrême prudence dans l'octroi de nouveaux prêts, en particulier dans ce secteur. Les ratios de fonds propres imposés par les autorités de contrôle bancaire n'ont pas constitué le principal facteur à cet égard: en septembre, 96% environ des établissements de crédit étaient en mesure de satisfaire à la norme de 8% applicable à partir de la fin de 1992 en vertu de l'accord de Bâle – mais il est vrai que les autres établissements représentaient quelque 9% du total des actifs des banques. La Réserve fédérale a abaissé les coefficients de réserves et a levé la disposition ne permettant de prendre en compte les actions privilégiées à dividende non cumulatif et à durée indéterminée, comme éléments constitutifs des fonds propres des sociétés faitières bancaires, que dans la limite de 25% du total de la catégorie 1; elle s'est en outre efforcée, de concert avec les autres autorités américaines de surveillance, d'apaiser les préoccupations du public attribuant au contrôle bancaire une part de responsabilité dans les pratiques trop restrictives des banques en matière de prêts. Des déclarations conjointes des autorités concernées, en mars et octobre, ont clairement précisé que la valeur des prêts immobiliers ne donnant pas lieu à incident ne devait pas être réduite du seul fait que les garanties correspondantes étaient présentement insuffisantes. Les banques

Réaction des  
autorités de  
contrôle bancaire

Evolution de certains prêts bancaires selon leur usage <sup>1</sup>							
Libellé et période	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Suède
	glissement annuel en décembre, en %						
Entreprises <sup>2</sup> 1983–90	6,5	7,7	18,0	6,3	10,0	15,0	19,5
1991	-4,0	2,4	6,3	14,4	6,2	14,4	1,0
Habitat <sup>3</sup> 1983–90	14,3	19,0	14,9	5,0	9,1	–	–
1991	3,3	4,4	4,3	6,1	5,5	–	–
Particuliers <sup>4</sup> 1983–90	8,6	14,6	16,4	7,3	22,5	20,4	13,1
1991	-4,1	6,1	3,6	13,3	-2,6	34,4	-16,3

<sup>1</sup> Prêts des établissements de crédit pour la France, des banques seulement pour les autres pays.  
<sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, crédits au commerce et à l'industrie. <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis et le Japon, prêts immobiliers; pour la France, y compris promotion immobilière. <sup>4</sup> Pour le Japon, l'Italie et la Suède, y compris prêts à l'habitat.  
Sources: données nationales et estimations BRI.

Evolution du crédit bancaire au secteur privé <sup>1</sup>							
Glissement annuel en décembre, en %							
	France	Pays-Bas	Belgique	Espagne	Portugal	Suisse	Australie
1982-84 minimum <sup>2</sup>	5,2 <sup>3</sup>	1,3	2,8	4,3	21,5	3,7	10,9 <sup>4</sup>
1990	11,0	6,5	7,6	10,2	13,7	8,8	7,3
1991	5,5	6,9	7,9	12,8	24,4	5,1	-1,6
	Italie	Canada	Suède	Norvège	Finlande	Danemark	Grèce
1982-84 minimum <sup>2</sup>	9,6	-4,7	7,8	13,3	16,1	11,0	17,3
1990	15,4	8,1	3,6	3,3	11,1	3,4	16,5
1991	15,2	6,3	-2,5	-1,4	5,3	2,1	16,2

<sup>1</sup> Y compris les crédits des caisses d'épargne et de la banque centrale. <sup>2</sup> Plus faible taux d'accroissement (décembre à décembre) durant la période. <sup>3</sup> 1986. <sup>4</sup> Glissement annuel en juin.  
Sources: données nationales.

n'ayant pas satisfait aux critères de fonds propres mais ayant élaboré un programme pour y parvenir étaient autorisées à consentir de nouveaux prêts.

Puisqu'il n'était pas démontré que l'activité économique était notablement freinée par des restrictions de crédit, les instituts d'émission de la plupart des autres pays ont jugé acceptable, étant donné les circonstances, que les banques appliquent des critères rigoureux de solvabilité ou cherchent à élargir leurs marges en réaction à des pertes sur prêts.

Le désengagement des banques vis-à-vis de l'immobilier, après la forte croissance de leurs concours à ce secteur durant les années quatre-vingt au Royaume-Uni, en Suède et en Suisse, a principalement résulté d'une prise de conscience tardive de l'accumulation des risques liés à la chute générale des prix de l'immobilier. La concurrence des institutions financières non bancaires n'avait pas empêché les banques de développer vivement leurs autres catégories de prêts aux entreprises pendant les années quatre-vingt au Japon et dans de nombreux pays européens. Bien que, dans certains cas, la constitution de provisions ou des annulations de créances aient eu une incidence directe sur les chiffres mesurés, la lenteur de la croissance ou la contraction des crédits aux entreprises en 1991 s'explique surtout par une diminution des besoins de financement externe des entreprises elles-mêmes et par leur réticence à emprunter. Au Royaume-Uni et au Japon, les sociétés se sont davantage adressées aux marchés obligataires. Un ralentissement des emprunts auprès des compagnies d'assurances a également illustré une faiblesse de la demande de crédit au Japon; la banque centrale a saisi l'occasion pour supprimer sa politique d'incitation à la limitation du crédit bancaire (dite de «window guidance»), en place depuis longtemps.

Devant les pressions exercées par la baisse des cours des actions sur leurs ratios de fonds propres, les banques nippones ont réagi avant tout en diminuant leurs créances interbancaires. Les capitaux propres des grandes banques britanniques sont restés bien suffisants. La Banque d'Angleterre a incité les institutions financières à adopter une attitude collective de soutien

Effets sur les conditions du crédit au Royaume-Uni, en Suède, Suisse, au Japon et en France

aux entreprises en proie à des difficultés passagères et a attiré l'attention sur les conséquences potentielles pour les prix immobiliers de la revente des logements saisis. En France, les restrictions au crédit ont presque uniquement affecté les prêts aux particuliers.

Les financements octroyés par les banques commerciales se sont accrus très lentement ou se sont contractés en Suède, Norvège, Finlande et Australie, mais les concours des autres établissements ont partiellement compensé ce mouvement, et le ralentissement des agrégats larges de crédit s'explique surtout par une baisse de la demande de prêts.

En revanche, l'expansion du crédit s'est accélérée en Allemagne en 1991, sous l'effet d'une détérioration de la capacité d'autofinancement des entreprises, et en partie pour subvenir aux besoins de la reconstruction des nouveaux Länder, dans le cadre de programmes subventionnés par le gouvernement. Elle a été remarquablement forte aussi en Italie, en Espagne, en Irlande, au Portugal et en Grèce.

Evolutions  
contrastées dans  
les autres pays

### *Incertitudes inhérentes à la situation actuelle*

Aux Etats-Unis, où l'accroissement de l'endettement privé s'est ralenti à partir de 1989, la contraction des bilans s'est prolongée. La diminution des taux d'intérêt et la hausse du cours des actions ont facilité la restructuration des bilans des ménages et des entreprises l'an dernier, mais l'allègement du fardeau du service de la dette et du coût des emprunts hypothécaires n'est pas parvenu à stimuler une reprise rapide des nouveaux emprunts destinés à financer les dépenses. La remontée des rendements obligataires et l'appréciation du taux de change effectif du dollar EU au début de 1992 ont menacé d'affaiblir deux mécanismes par lesquels la détente monétaire avait précédemment commencé d'opérer. Au Royaume-Uni, au Canada et en Australie, où des baisses substantielles de taux d'intérêt ont eu lieu l'an dernier, la dette du secteur privé est devenue plus conforme à des anticipations réalistes concernant le revenu et la valeur des actifs. Deux inconnues subsistent néanmoins. Le recul remarquable de l'inflation dans certains de ces pays pourra-t-il se poursuivre? La dégradation des finances publiques qui s'est produite durant la récession pourra-t-elle être inversée quand la reprise s'affermira?

Incidence des  
conditions  
monétaires et  
financières sur  
les perspectives  
économiques

La chute du cours des actions fin 1991 et début 1992 au Japon, qui a eu tendance à neutraliser quelques effets de la baisse des taux d'intérêt, pourrait être éventuellement interprétée comme une correction des hausses spéculatives antérieures. Néanmoins, on ne peut prédire comment l'activité économique réagira à l'assouplissement de la politique monétaire et à l'application d'un budget de relance modérée. En Allemagne, on ne sait encore avec quelle rapidité seront mis en œuvre les investissements effectués dans la partie orientale – largement subventionnés et peu sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Les perspectives économiques dépendent des accords salariaux et des compressions budgétaires: ces deux éléments détermineront en grande partie l'ampleur des restrictions monétaires à venir.

## Le fonctionnement du SME et le programme d'union monétaire européenne

### *Problèmes actuels de fonctionnement du SME*

Durant les deux dernières années, alors qu'avancait le processus politique visant à cimenter les acquis du MCE sous forme d'union monétaire, l'insatisfaction envers le fonctionnement du mécanisme s'est accrue.

Tensions affectant le fonctionnement du MCE

Les mutations économiques et sociales nées de l'unification allemande ont fait craindre que la capacité du pays de servir de point d'ancrage à la stabilité des prix ne soit fondamentalement affaiblie et qu'aucune autre économie ne soit en mesure d'assumer ce rôle. Le rythme de l'inflation en Allemagne s'est fortement accéléré depuis 1987 et dépasse maintenant celui de bon nombre de ses partenaires au sein du MCE. Les évolutions divergentes du budget, des salaires et de l'économie en général dans ce pays ont également mis en évidence l'étroitesse de la marge de manœuvre dont disposent les autres membres du MCE pour adapter leur politique dans le sens d'une relance de l'activité.

Répercussions de l'évolution en Allemagne sur les autres membres de la CE

La conjoncture allemande a directement stimulé l'économie des autres pays de la CE. L'effondrement de la production dans la partie orientale a dépassé la plupart des prévisions, mais la consommation y a été soutenue par les transferts de revenus opérés par l'administration centrale, dont le montant correspondait, en 1991, à la moitié environ du PIB. Alors que le développement considérable de la demande en Allemagne orientale soumettait les capacités de production de la partie occidentale à des tensions, les importations en provenance de la CE se sont accrues, dans une phase de ralentissement économique, de l'équivalent de 0,6% de leur PIB en 1991, selon les estimations de la Commission de la CE. La progression s'est échelonnée entre près de 1% en Belgique et aux Pays-Bas, 0,7-0,8% en France, en Irlande et au Danemark et 0,4-0,5% au Royaume-Uni, en Espagne, en Grèce et au Portugal.

La hausse des taux d'intérêt à long terme en Allemagne en 1990 traduisait, de toute évidence, le sentiment du marché selon lequel ni la consommation de l'Etat ni celle du secteur privé ne laisserait de place à une augmentation de l'investissement privé et public. On considère le plus souvent que les taux d'intérêt se sont élevés en termes réels. Et pourtant, le deutsche mark est ensuite demeuré généralement faible à l'égard des monnaies flottantes. En l'absence d'ajustements du taux de change nominal, il a peu varié en moyenne, en termes effectifs réels, vis-à-vis des autres monnaies européennes.

Il est heureux que les salaires et les prix dans les autres pays européens n'aient pas réagi rapidement à la hausse des salaires en Allemagne, mais cela reflète peut-être le caractère limité de l'intégration des marchés du travail en Europe. Dans les pays du MCE où les prix ont augmenté moins vite qu'en Allemagne, contribuant ainsi à améliorer la compétitivité, un cercle vertueux de l'ajustement intérieur semble être apparu.

Au revers de la médaille, les taux d'intérêt nominaux n'ont pas pu être abaissés au-dessous des niveaux allemands et paraissent élevés par rapport

au rythme de l'inflation d'origine interne. La contrainte de taux d'intérêt a cependant été différente d'un pays à l'autre. Elle a été particulièrement évidente dans le cas de la Belgique, des Pays-Bas, du Danemark et de la France, où les taux nominaux sont les plus proches de leurs homologues allemands. Ces pays ont grandement bénéficié de l'essor de leurs exportations vers l'Allemagne, dont l'effet de stimulation semblait toutefois s'éteindre à la fin de 1991. Ce sont aussi ceux qui ont le plus œuvré ces dernières années à affermir la crédibilité de leur engagement de change. Ils étaient exposés aux coûts potentiels les plus élevés en termes de hausse des prix et de taux d'intérêt en cas de perte de crédibilité de cet engagement. L'ampleur de l'écart d'intérêt positif en mars 1992 entre la France, le Danemark et surtout l'Italie, d'une part, et l'Allemagne, d'autre part, donne à penser qu'il existe une possibilité de baisse dans ces pays si les politiques internes ont pour but d'accroître encore la crédibilité. Les taux d'intérêt britanniques se situaient entre ½ point et 1 point au-dessus des taux allemands en avril 1992. Dans les pays d'Europe du Nord qui ont rattaché leur monnaie à l'Écu, les primes de crédibilité sont demeurées plus importantes. L'Espagne, le Portugal et la Grèce ont pâti des entrées de capitaux attirés par les taux d'intérêt nominaux relativement élevés rendus nécessaires pour lutter contre l'inflation d'origine interne; ces pays disposent d'une marge suffisante pour les abaisser à mesure que les tensions inflationnistes se relâchent.

Contraintes de  
taux d'intérêt  
variables selon  
les pays

Pour les pays qui en sont venus à considérer que leurs taux d'intérêt sont soumis à des contraintes de taux de change, l'évolution constatée dans certaines économies nordiques, fin 1991 et début 1992, ne semble pas les avoir encouragés à envisager une approche moins rigide de la politique de taux de change. La plupart des pays européens estiment qu'une norme en termes de taux de change fixe, sous une forme ou une autre, constitue la seule orientation praticable et sont conscients que les primes d'intérêt ont été souvent plus fortes sous un régime de parités souples qu'avec un système rigide. Dans les pays de taille moyenne, cependant, la spirale salaires-prix induite par la dépréciation du taux de change n'est peut-être pas aussi immédiate ni sévère que dans les pays plus petits, surtout en période de récession.

Possibilités  
d'action dans les  
pays européens  
autres que  
l'Allemagne

Les possibilités de mettre en œuvre des politiques budgétaires expansives sont manifestement réduites dans les pays dont le déficit ou le ratio d'endettement est important. Quelques pays bénéficient d'une situation budgétaire plus confortable, mais l'expérience récente du Royaume-Uni donne à penser que les déficits risquent de se creuser plus rapidement que prévu en phase de récession, même en cas de recours limité aux mesures budgétaires de relance. Elle souligne aussi le danger de certains effets pervers du côté des taux d'intérêt et des marchés des changes. La situation en Allemagne illustre les difficultés qu'il pourrait y avoir pour obtenir un consensus sur des réductions des dépenses budgétaires et un allègement de la charge fiscale, même lorsque l'opinion publique a admis qu'il est nécessaire de répartir le fardeau de l'ajustement. Néanmoins, si les développements budgétaires et salariaux de nature à permettre une

diminution des taux d'intérêt en Allemagne tardent à apparaître, d'autres pays pourraient, avec le ralentissement de la croissance, commencer à remettre en question les politiques destinées à compenser l'incidence des stabilisateurs automatiques sur les finances publiques. Dans certains pays, des voix de plus en plus insistantes pourraient s'élever pour inciter à accepter des déficits d'une ampleur incompatible avec le programme d'assainissement budgétaire.

### *L'accord de Maastricht*

Accord pour  
l'institution d'une  
union monétaire  
européenne

Après les discussions engagées en 1991 dans le cadre des deux conférences intergouvernementales, les chefs d'Etat et de gouvernement de la CE, réunis en décembre à Maastricht, sont convenus d'un projet de traité sur l'union européenne. L'accord comprenait les amendements au Traité de Rome nécessaires à la mise en œuvre d'une union monétaire en Europe comportant des taux de conversion fixés de façon irrévocable et une politique monétaire unique menant à l'adoption d'une monnaie unique.

Si le Traité signé en février est ratifié par les Etats membres dans le courant de 1992, il pourrait prendre effet au 1er janvier 1993. Seul le Royaume-Uni, par un protocole annexé au Traité, a soumis son entrée dans l'union monétaire à une condition préalable: une décision ultérieure de son Parlement dans ce sens.

Le Traité fixe un programme ambitieux. Durant la première phase, commencée depuis juillet 1990, les Etats membres abrogent toutes les restrictions encore appliquées aux mouvements de capitaux et mettent fin aux concours directs de la banque centrale au secteur public. La composition du panier de l'Écu sera gelée dès l'entrée en vigueur du Traité.

Une phase de transition débutera le 1er janvier 1994 lorsqu'un Institut monétaire européen (IME) prendra en charge les fonctions du Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la CE. Il renforcera la coordination des politiques monétaires des Etats membres et mettra au point la préparation technique de la troisième phase, la responsabilité ultime de la politique monétaire incombant toutefois encore aux autorités nationales. Des mesures seront prises à ce stade pour garantir que les banques centrales acquièrent leur pleine indépendance à l'égard des autres autorités nationales.

L'IME sera dirigé par un conseil composé de tous les gouverneurs des banques centrales de la CE et d'un président exerçant ses fonctions à temps plein. Il sera autorisé à gérer, en qualité d'agent, les réserves en devises des Etats membres désirant en déposer une partie auprès de la nouvelle institution, mais n'interviendra pas pour son propre compte sur les marchés des changes. Son siège sera choisi avant la fin de 1992.

Fixation de la  
date d'entrée  
en vigueur

De manière assez inattendue, les chefs d'Etat et de gouvernement ont convenu que la troisième et dernière phase de l'union monétaire intégrale devrait commencer au plus tard le 1er janvier 1999 pour les membres jugés prêts à y participer, même s'ils ne constituent pas une majorité. Si les chefs

d'Etat et de gouvernement décident, à la majorité qualifiée, qu'une majorité des Etats membres remplit les conditions et qu'il convient d'avancer cette date, l'union pourrait être formée dès 1997.

Au début de la troisième phase, les parités entre les monnaies participantes seront irrévocablement fixées; une Banque centrale européenne (BCE) et un Système européen de banques centrales (SEBC) recevront les pleins pouvoirs pour définir et mettre en œuvre la politique monétaire unique. La BCE sera responsable de la gestion de la monnaie unique qui finira par remplacer les monnaies nationales.

Le Traité ainsi que les statuts du SEBC et de la BCE disposent que l'objectif principal de la politique monétaire est le maintien de la stabilité des prix; ils stipulent que ni la BCE ni les banques centrales nationales ne peuvent solliciter ni accepter des instructions de la part des institutions communautaires ou des gouvernements des Etats membres. Les gouverneurs des banques centrales des pays participants appartiendront au conseil des gouverneurs de la BCE, avec les membres du directoire, qui assurent leurs fonctions à temps plein et sont nommés par les chefs d'Etat et de gouvernement pour un mandat de huit ans non renouvelable.

Le SEBC détiendra et gèrera la majeure partie des réserves officielles de change des Etats membres et conduira les opérations journalières de change, tandis que le Conseil des ministres des Finances (ECOFIN) aura la responsabilité de choisir le système de taux de change externe et le cours central de l'Écu vis-à-vis des monnaies non communautaires, après consultation du SEBC au sujet des répercussions sur la stabilité des prix. En l'absence d'un système formel, les ministres pourront définir des «orientations générales» de politique de change par rapport à ces monnaies, sans mettre en péril l'objectif de stabilité des prix. La BCE ne sera chargée d'aucune tâche opérationnelle spécifique de contrôle bancaire, mais le SEBC contribuera à la mise en œuvre ordonnée des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne la surveillance prudentielle des établissements de crédit et la stabilité du système financier. Il veillera par ailleurs au bon fonctionnement des systèmes de paiement.

L'accord n'a pas résolu la répartition des tâches opérationnelles de politique monétaire entre la BCE et les banques centrales nationales ni le choix des instruments ou objectifs intermédiaires à utiliser. Certains aspects restent controversés, notamment le recours éventuel à des objectifs fixés en termes d'agrégats monétaires et l'usage qu'il conviendrait de faire des réserves obligatoires ou des autres instruments de marché ou de crédit de nature à alimenter les banques en réserves.

Le Traité prévoit la surveillance des déficits des finances publiques pour garantir que les politiques budgétaires soient compatibles avec l'objectif de stabilité des prix assigné à la politique monétaire. Il comporte des critères chiffrés destinés à déclencher une procédure d'examen par la Commission et des amendes pour les Etats membres ne corrigeant pas des déficits excessifs. Conformément au principe de «subsidiarité», les autres aspects de la politique économique restent du ressort des gouvernements nationaux.

Objectifs et  
organisation

### *Critères de convergence*

Pour assurer le succès d'une union monétaire, il convient de limiter la participation aux membres à faible taux d'inflation. Le Traité et ses protocoles définissent quatre critères principaux servant à examiner dans quelle mesure les Etats membres peuvent être admis à la troisième phase. Ils établissent des valeurs numériques de référence, dont la mise en œuvre est toutefois assouplie de diverses manières. Les pays ne satisfaisant pas aux conditions requises dès le début feront l'objet d'une dérogation et auront ultérieurement la faculté de se joindre à l'union lorsqu'ils auront rempli ces conditions.

Les deux premiers critères sont la hausse des prix à la consommation et le rendement des titres d'Etat à long terme, qui permettront aux forces du marché d'exercer quelque influence au moment de décider si un pays satisfait aux conditions; ils ne fixent pas de norme absolue. Ils établissent un écart maximal de respectivement 1½ point et 2 points au-dessus du taux enregistré dans les trois Etats membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix l'année précédant l'examen. Un critère de taux de change exige qu'un pays ait respecté, pendant deux ans au moins, les marges normales de fluctuation prévues par le MCE – sans dévaluation, de sa propre initiative, par rapport à la monnaie d'un autre Etat membre. La situation des finances publiques est, en principe, jugée acceptable si le déficit public prévu ou effectif ne dépasse pas 3% du PIB et si la dette publique n'est pas supérieure à 60% du PIB. Des exceptions peuvent être faites, néanmoins, si le dépassement est exceptionnel ou temporaire et si le ratio n'est pas éloigné de la valeur de référence, ou encore si le ratio excessif diminue suffisamment et s'approche de ladite valeur à un rythme satisfaisant. C'est le Conseil européen qui décide, en dernière analyse, si les Etats ont atteint un niveau de convergence durable, statuant sur avis de la Commission et de l'IME ou de la BCE.

### *Conséquences pratiques de l'union monétaire*

Depuis la réunion du Conseil européen à Hanovre, en juin 1988, qui institua le «Comité Delors» pour étudier et proposer les étapes concrètes devant mener à l'union économique et monétaire, les partisans de l'union monétaire ont eu tendance à considérer que son caractère souhaitable était démontré depuis longtemps, même si deux tentatives antérieures s'étaient rapidement soldées par un échec. Ressentant les contraintes de leur engagement de taux de change, certains gouvernements ont pu avoir le sentiment que leur politique monétaire avait perdu son autonomie. Mais il semble quelque peu paradoxal d'admettre l'efficacité du SME dans la lutte contre l'inflation et de chercher simultanément à en atténuer les contraintes. Les sceptiques, eux, présumaient que les nouvelles propositions seraient abandonnées comme les précédentes dès qu'on en aurait perçu les conséquences pratiques. Dans la majeure partie des pays, la perte de souveraineté nationale n'a fait l'objet de débat qu'après la conclusion du Traité, lorsqu'on

s'est rendu compte que les signataires s'étaient pour la plupart engagés, pour eux-mêmes et pour leurs successeurs, sur un calendrier rigide.

La stabilité des prix a été mise en avant comme une retombée évidente de l'union monétaire; l'argumentation présentée par la Commission de la CE allait dans ce sens. Elle reprenait à son compte des avantages, en termes de stabilité des taux de change et de réduction de l'inflation, déjà obtenus ou qui pouvaient l'être sans passage à une monnaie unique. On a fait grand cas des estimations relatives aux économies escomptées sur les coûts de transaction pour les touristes et le monde des affaires, mais il conviendrait de les replacer dans la perspective d'une nouvelle détérioration implicite de la rentabilité des banques ainsi que de la complexité des opérations de conversion dans la monnaie unique; ce dernier élément augmentera les coûts mais aussi les risques de hausse des prix et de perturbations sur les marchés des capitaux. On peut, par ailleurs, se demander s'il est judicieux de présenter une union monétaire, essentiellement considérée comme une étape vers l'union politique, sous l'aspect d'un prolongement indispensable du programme visant à l'achèvement du marché interne au sein de la Communauté.

Alors que les dispositions juridiques et institutionnelles ont pu être fixées à l'avance, la stabilité des prix ne pourra être obtenue que si le conseil du SEBC est disposé à prendre les décisions appropriées et capable de les faire avaliser dans les circonstances économiques et le climat d'opinion du moment. Etant donné que les perspectives d'accord entre chefs d'Etat et de gouvernement sur un transfert de compétences politiques en faveur d'une union sont beaucoup plus limitées, il subsiste une grande incertitude sur ce qu'implique l'élaboration des orientations monétaires au niveau communautaire.

Que maintes difficultés techniques, financières et économiques découlant de la marche vers une politique commune de taux d'intérêt puissent être surmontées dans des conditions favorables, cela a été démontré dans les pays du noyau dur du MCE. Il a été admis, qui plus est, qu'une transition en douceur vers une union monétaire ne pouvait pas s'effectuer dans les pays qui ne sont pas parvenus à un haut degré de convergence des taux d'intérêt. Mais passer à une politique monétaire européenne déterminée en commun – même décidée par une institution où sont représentées des banques centrales qui ont fait leurs preuves dans la lutte contre l'inflation – peut poser d'autres problèmes. Dans de nombreux pays, justifier les décisions de politique monétaire en termes de contraintes extérieures a servi à gagner l'adhésion du public. Avec la disparition de cette norme de référence, les décisions de politique monétaire peuvent s'avérer difficiles à prendre et à défendre, d'autant plus que les niveaux de chômage structurel continueront d'être différents d'un pays à l'autre. Quelle que soit la marge de manœuvre dont dispose la BCE en pratique pour élaborer la politique monétaire, l'objectif de stabilité des prix risque d'être intrinsèquement compromis si le consensus politique à son égard souffre la moindre hésitation.

Peu d'attention a été portée, durant la négociation du Traité, à la dépendance de la politique monétaire à l'égard de la politique de taux de

Dangers inhérents à la réalisation de l'objectif proclamé

SME: indicateurs de convergence et critères de l'UEM								
Critère et pays	Hausse des prix à la consommation <sup>1</sup>		Rendement des obligations à long terme		Administrations publiques			
					Capacité de financement		Endettement brut	
	1981	1991 <sup>2</sup>	1981	1991 <sup>2</sup>	1981	1991 <sup>2</sup>	1981	1991 <sup>2</sup>
	moyenne annuelle, en %				en % du PIB			
Critère <sup>3</sup>		4,2		11,4		- 3,0		60
Allemagne	6,0	3,5	10,4	8,6	- 3,6	- 3,6	36	46
France	13,4	3,0	15,8	9,0	- 1,9	- 1,5	24	47
Pays-Bas	5,8	3,2	12,2	8,9	- 5,5	- 4,4	50	78
Belgique	8,7	3,2	13,8	9,3	-12,8	- 6,4	88	129
Luxembourg	8,6	3,4	8,7	8,2	- 3,5	2,0	14	7
Danemark	12,0	2,4	19,3	10,1	- 6,9	- 1,7	44	67
Irlande	19,6	3,0	17,3	9,2	-13,4	- 4,1	82	103
Italie	18,2	6,4	20,6	12,9	-11,4	- 9,9	61	101
Espagne	14,3	5,8	15,8	12,4	- 3,9	- 3,9	23	46
Royaume-Uni	11,2	6,5	14,8	9,9	- 2,6	- 1,9	51	44
Portugal	20,2	11,7	-	17,1	- 9,3	- 5,4	46	65
Grèce	22,7	18,3	17,6	-	-11,0	-17,9	34	96
CE	12,1	5,0	15,1	10,4	- 5,3	- 4,3	43	62

<sup>1</sup> Déflateur de la consommation privée. <sup>2</sup> Estimations de la Commission de la CE. <sup>3</sup> Valeur de référence; pour les prix à la consommation et les taux d'intérêt: 1½ point et 2 points au-dessus de la moyenne des trois pays ayant obtenu les meilleurs taux d'inflation en 1991.  
Source: Commission de la CE.

change, qui s'est accrue ces dernières années sans que ce fait soit pleinement reflété dans les statuts des banques centrales, y compris les plus indépendantes. Les opinions divergent sur le point de savoir s'il est souhaitable de stabiliser les parités des principales monnaies à l'échelle mondiale. L'instauration de l'union monétaire européenne pourrait d'ailleurs se traduire par un renforcement des pressions en faveur d'une stabilisation du taux de change de l'union avec les monnaies ne participant pas au SME, même en l'absence de stabilité des prix hors de la Communauté.

Incertitudes liées  
aux critères de  
convergence

Les dispositions liant la mise en œuvre des critères de convergence à un calendrier rigide comportent le risque de voir des considérations politiques jouer un rôle dans l'application des normes. Si, du fait de telles pressions, les normes étaient appliquées de manière laxiste, et que des pays soient admis avant d'avoir rempli les conditions requises, ces pays – et l'union tout entière – pourraient être placés devant de graves problèmes d'ajustement après la fixation irrévocable des parités. Que les normes soient ou non édulcorées, l'insertion des critères de convergence dans un calendrier strict peut entraîner des problèmes d'un tout autre ordre. Si les résultats de 1991 devaient être jugés à la lumière des critères implicites, seuls trois pays – France, Luxembourg et Danemark – rempliraient les conditions. Beaucoup d'autres membres ne satisfont pas, et de loin, au moins à une norme. Si rien n'indique que tous les pays sont tenus de chercher à respecter les critères dès les premières évaluations, prévues pour 1996 et 1998, les efforts pour y parvenir pourraient rendre les taux de change et

peut-être la politique budgétaire trop rigides, dans certains pays, pendant les années à venir.

L'argument macro-économique traditionnel selon lequel – si les considérations de crédibilité et les relations salaires-prix le permettent – les fluctuations de taux de change peuvent faciliter le processus d'ajustement aux perturbations qui frappent différents pays de manière asymétrique n'a guère convaincu les responsables qui, depuis des années, ont renoncé à des politiques anticycliques unilatérales. Le programme de mise en œuvre du marché intérieur européen tend à accroître l'interdépendance des économies et aussi à favoriser les mouvements de capitaux entre elles. Ces derniers pourraient, en compensant l'absence de mobilité du travail, favoriser le développement à moyen terme des régions à faible revenu, ce que beaucoup considèrent plus important que l'ajustement aux perturbations à court terme.

Les précédents projets d'union monétaire avaient échoué à la suite des chocs pétroliers de 1973 et 1979. Rétrospectivement, on pourrait attribuer en premier lieu les difficultés d'alors à la diversité des politiques suivies, expérience dont on a tiré les enseignements. On pourrait concevoir l'union monétaire comme un moyen de limiter la distorsion des taux de change et les tensions sur les taux d'intérêt en imposant la convergence des politiques, même dans le domaine budgétaire, et en interdisant tout «égoïsme sacré» en matière de changes. On ne peut cependant exclure complètement pour l'avenir l'apparition de violents chocs aux effets asymétriques. On est en droit de penser que les pressions exercées par les mouvements de capitaux sur les taux de change pourraient s'accroître à mesure que la récente libéralisation des changes fait sentir plus pleinement ses effets. En vérité, la ténacité des responsables de la politique de certains pays peut être mise à l'épreuve si, en raison des problèmes actuels, le taux de croissance économique reste longtemps inférieur aux prévisions.

Bien que l'union monétaire puisse aider à favoriser la croissance dans les pays à faible revenu, tant le chômage régional que les importants transferts de revenus au sein des zones monétaires existantes laissent supposer que tous les problèmes ne seraient pas résolus pour autant. Les transferts budgétaires réclamés à Maastricht présupposent un développement

Risques pour les résultats économiques d'ensemble

Coût horaire de la main-d'œuvre dans l'industrie de transformation: pays de la CE						
Chiffres de 1991, en Écus						
	Danemark	Allemagne	Luxembourg	Pays-Bas	Belgique	Royaume-Uni
Salaires	12,4	10,6	9,8	8,6	8,3	7,8
Total	15,2	19,8	14,7	15,7	15,5	11,1
	Italie	Irlande	France	Espagne	Grèce	Portugal
Salaires	7,7	7,4	6,9	6,8	3,3	2,2
Total	15,8	10,6	13,0	11,0	5,4	3,8

Sources: données nationales.

économique favorisant les régions centrales de la Communauté. Les premières réactions aux propositions d'augmentation du budget communautaire présentées par la Commission laissent croire qu'il ne sera pas facile de parvenir à un consensus politique pour libérer les financements nécessaires. La pratique des subventions à l'agriculture et à l'industrie ainsi que des garanties de revenus en Europe ne semble pas encourageante. Bien que la situation soit très différente à certains égards, l'expérience de l'unification monétaire allemande fait entrevoir, pour l'union monétaire européenne, des problèmes auxquels on n'a guère songé jusqu'à présent. Les niveaux de salaires et de prix diffèrent grandement au sein de la Communauté. La mise en place d'une monnaie unique pourrait amener une convergence des prix. En particulier, tout mouvement de revendication en faveur d'une égalisation des niveaux de salaires entre les pays de la CE, au mépris des écarts de productivité, pourrait avoir des conséquences indésirables sur le chômage dans les pays de la Communauté à revenu relativement bas.

## Coordination et coopération internationales dans le monde

La période sous revue semble avoir été caractérisée par un niveau relativement faible de coordination des politiques entre les pays industriels. Avant de formuler une telle conclusion, cependant, il convient de se demander dans quelle mesure le contexte économique exigeait un haut degré de coordination explicite. En fait, en 1991 et au cours des premiers mois de 1992, ni les déséquilibres des paiements internationaux ni la configuration des taux de change n'étaient de nature à créer une menace ou des tensions de l'ampleur de celles qui s'étaient manifestées durant la période précédant l'accord du Plaza, par exemple. De surcroît, les responsables avaient d'autres sujets de préoccupation: la situation allemande, qui était manifestement singulière, et les transformations en cours en Europe de l'Est, surtout l'effondrement de l'Union soviétique, devant lesquelles tous les pays tentaient, individuellement et collectivement, de réagir de manière appropriée.

En outre, les forums et communiqués internationaux en sont venus à aborder, dans les années récentes, un ensemble de questions plus vastes qu'à l'accoutumée – et peut-être encore plus délicates. Ainsi, le texte publié à l'issue du Sommet du Groupe des Sept en 1991 traitait du trafic de stupéfiants et de la défense de l'environnement. Ce dernier problème semble tenir une place croissante dans la réflexion des responsables, qui paraissent redouter de plus en plus sérieusement que le développement économique mondial fondé sur la combustion d'hydrocarbures ne puisse se prolonger indéfiniment.

De telles considérations n'ont toutefois pas empêché l'apparition en 1991 de préoccupations au sujet de la faiblesse de la croissance à court terme. Dans un premier temps, cela semblait surtout le fait des autorités des Etats-Unis, mais il est progressivement devenu clair, à mesure que l'année avançait, que l'accroissement de la production dans le monde refluit effectivement au-dessous des attentes et des prévisions antérieures. Ainsi, au premier semestre, les autorités américaines n'ont pas démenti les

La situation économique internationale n'a pas nécessité des niveaux exceptionnels de coopération monétaire

L'ordre du jour des Sommets internationaux s'est élargi

Les autorités américaines expriment leurs préoccupations devant la faiblesse de la croissance mondiale ...

informations faisant état d'exhortations de leur part à l'adresse d'autres pays, surtout l'Allemagne et le Japon, pour qu'ils baissent leurs taux d'intérêt. Mais, comme la demande intérieure demeurait relativement vigoureuse dans ces deux pays et qu'en outre les difficultés budgétaires et salariales montaient en Allemagne, leurs autorités estimèrent qu'il n'y avait guère lieu de le faire, jugeant au contraire qu'il valait mieux poursuivre la fermeté monétaire. La situation sur les marchés des changes au premier semestre de 1991, avec une appréciation du dollar face au yen et au deutsche mark, rendait une diminution des taux d'intérêt encore moins opportune. Il y eut même plusieurs séries d'interventions concertées à l'échelle mondiale pour freiner la vigueur du dollar. Pareillement, les considérations de taux de change n'ont certes pas dissuadé les autorités américaines d'abaisser unilatéralement leurs taux d'intérêt en avril. Par la suite, grâce à une évolution intérieure jugée favorable, le Japon aussi a fini par réduire ses taux. En Allemagne, cependant, malgré une détérioration budgétaire un peu moins prononcée qu'on ne l'avait craint, les pressions salariales ont continué de s'intensifier et l'expansion monétaire s'est accélérée. Les taux directeurs ont donc été relevés davantage fin décembre, en dépit de certains indices d'un fléchissement de la demande réelle, dans un contexte marqué néanmoins par des préoccupations quant aux conséquences de ce relèvement à l'échelle internationale, et notamment en Europe.

Comme le yen était relativement faible et qu'il s'avérait – ainsi que l'avaient craint les Américains – que la reprise générale se ferait attendre, des réunions bilatérales eurent lieu au tout début de 1992 entre les autorités des Etats-Unis et du Japon. Elles furent suivies par quelques actions conjointes en soutien du yen; sur le plan macro-économique cependant, la déclaration par laquelle les deux pays s'engageaient à appliquer des politiques de relance n'annonçait pas un programme novateur ni ambitieux. Du côté américain, la situation sérieuse des finances fédérales excluait toute incitation budgétaire d'envergure; au Japon, le contexte politique était instable. Malgré cela, la Réserve fédérale avait, à l'improviste, à nouveau réduit le taux d'escompte juste avant la fin de 1991, l'abaissant d'un point entier. Mais, cette fois encore, les conditions sur les marchés des changes ont simplement servi à rendre plus souhaitable, et plus facile à appliquer, une décision de politique monétaire estimée nécessaire pour des raisons purement internes. Les considérations de coordination internationale n'ont probablement joué qu'un rôle relativement mineur.

S'agissant des moyens d'action à mettre en œuvre, un consensus international a toutefois été réaffirmé à plusieurs reprises pendant la période sous revue, et ce dans deux domaines. Tout d'abord, il a été souligné qu'il fallait encore poursuivre les réformes structurelles du côté de l'offre et, en corollaire, accroître le taux d'épargne, comme la nécessité s'en fait sentir depuis longtemps. Dans le même temps, il a été régulièrement répété qu'il convenait de définir des politiques monétaires et budgétaires de nature à faire baisser à l'échelle mondiale les taux d'intérêt réels jugés encore trop élevés. Ces préoccupations reflétaient en partie l'attente ou la crainte d'un vif gonflement de la demande de capitaux sur les marchés mondiaux, en

... mais l'Allemagne résiste aux pressions en faveur d'une baisse des taux d'intérêt ...

... tandis que le Japon s'oriente prudemment vers la relance pour des raisons internes avant tout

L'accent est mis sur les politiques de l'offre et la stabilité macro-économique

raison des mutations en Europe de l'Est ainsi que dans l'ex-Union soviétique, s'ajoutant aux besoins du monde en développement et de la protection de l'environnement. En outre, dans la mesure où l'appel à un surcroît d'épargne visait également le secteur public, il allait dans le sens d'un nécessaire assainissement à moyen terme des finances publiques.

Conflit perceptible entre les objectifs à moyenne échéance et les pressions économiques à court terme

Ce qui n'a pas été entièrement résolu, en revanche, c'est une certaine opposition entre ces objectifs à moyenne échéance éminemment souhaitables et la situation à court terme de l'économie mondiale. Ainsi, les besoins de capitaux de l'Europe de l'Est, qui sont sans aucun doute potentiellement très importants, ne se sont pas fait sentir, en pratique, avec une réelle ampleur. De même, les buts à moyen terme de la politique budgétaire ont été jugés quelque peu contradictoires avec le jeu des stabilisateurs automatiques et, dans quelques cas, avec les pressions en faveur de mesures temporaires de stimulation budgétaire. De surcroît, il ne semble pas qu'une période de ralentissement conjoncturel soit le moment le plus propice à une augmentation de l'épargne privée, qui ne ferait que réduire la demande à court terme. Enfin, beaucoup voient une antinomie entre le désir de développer l'épargne privée et la volonté d'abaisser les taux d'intérêt réels.

Les capacités de coordination internationale des politiques sont probablement intactes et pourraient être mobilisées en cas de besoin

Nonobstant ces interrogations, il ne faudrait probablement pas sous-estimer le degré de coopération permanente et implicite sur le plan international. Une certaine coordination de facto découle sans doute de l'échange continu d'informations qui s'opère de manière discrète dans les instances internationales sous des formes plus ou moins institutionnalisées, allant des mécanismes de surveillance du FMI aux arrangements officieux de politique monétaire. Pour ces raisons, et compte tenu du fait qu'il est relativement peu urgent de lancer de nouvelles initiatives explicites pour la coordination des politiques, on ne doit pas considérer que la période 1991-92 a marqué un déclin notable d'une telle coordination. Il n'est toutefois guère surprenant, dans les circonstances caractéristiques de la période récente, et notamment les pressions américaines en faveur de l'expansion, que les commentaires aient eu tendance à mettre en relief les différences de vues qui n'ont pas manqué de se faire jour de temps à autre.

## VI. Marchés nationaux des actifs, taux de change, or

### Faits saillants

Les flux et reflux d'optimisme sur la probabilité d'une reprise de l'économie, aux Etats-Unis en particulier, ont souvent constitué, pendant la période sous revue, un facteur d'influence de premier plan de l'évolution des marchés nationaux des capitaux et des marchés des changes. C'est ainsi qu'au début de 1991, parallèlement à l'optimisme grandissant sur l'issue de l'intervention alliée dans le golfe Persique, des signes d'un redémarrage de l'économie américaine se sont fait jour. Aussi les rendements obligataires ont-ils en général reculé moins rapidement que durant le semestre précédent; dans certains pays, ils sont même légèrement remontés. Au second semestre, ces espoirs ayant été déçus, les taux à long terme ont repris leur mouvement de repli. Enfin, au début de l'année 1992, les perspectives sont apparues de nouveau favorables et, aux Etats-Unis du moins, les taux ont assez fortement progressé pendant un temps, tandis que les baisses étaient enrayées dans nombre d'autres pays.

Les perspectives affirmées de reprise expliquent également en partie la flambée quasi générale des cours des actions en début d'année. Par la suite, toutefois, les indices nationaux ont connu des évolutions divergentes, ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni atteignant par moments des niveaux records, en dépit de la langueur persistante de leur économie. En revanche, le marché boursier japonais a été la plupart du temps très déprimé après la hausse des premiers mois de 1991, et au premier semestre de 1992 l'indice avait chuté de près de 60% par rapport à son sommet de 1989.

Ces dernières années, le marché immobilier a enregistré un mouvement cyclique très marqué dans un grand nombre de pays et la phase de baisse a persisté ou s'est même amplifiée pendant la période sous revue. Pour la première fois en dix-sept ans, les prix des terrains au Japon se sont inscrits en recul et ceux de l'immobilier d'entreprise ont rétrogradé de façon très sensible au Royaume-Uni, en Australie et aux Etats-Unis.

Sur le marché des changes, le dollar EU a accompli en 1991 et au début de 1992 un cycle complet d'appréciation et de dépréciation par rapport aux autres grandes monnaies. Là encore, les revirements d'opinion sur les perspectives économiques générales et les anticipations correspondantes sur les taux d'intérêt, notamment aux Etats-Unis, semblent avoir joué un rôle important à cet égard. En outre, l'écart de taux d'intérêt entre le deutsche mark et le dollar a continué de se creuser dans des proportions records au second semestre, sans toutefois que ce phénomène ait notablement affecté les taux de change bilatéraux. Le yen ne s'est raffermi que modérément en moyenne au cours de la période, mais le franc suisse a cédé du terrain. Au début de 1992, le dollar s'est redressé une fois de plus pendant un moment.

Au sein du mécanisme de change du SME, la situation a dans l'ensemble été relativement calme. On a enregistré une période particulière de tension vers la fin de 1991, mais les réalignements monétaires ont pu être évités.

Le cours de l'or a continué de baisser pendant la période sous revue, tombant à son plus bas niveau depuis 1977 en termes réels et depuis 1986 en valeur. La quantité totale d'or mise sur le marché est demeurée étale, mais la demande a été freinée par la récession et la diminution des craintes d'inflation. A l'exception de la très courte période de la tentative de coup d'Etat en août, les événements en Union soviétique ont eu tendance à déprimer les cours de l'or. Pendant un moment, on a redouté d'éventuelles cessions massives d'or soviétique. Mais, même après la publication d'estimations en baisse sensible des stocks d'or soviétique, le relâchement des tensions dans le monde, consécutif à l'effondrement du communisme dans son berceau, a semblé peser sur le marché. Les fluctuations du cours de l'or ont été exceptionnellement faibles.

### Evolution des taux d'intérêt à long terme

La poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire intervenu l'année dernière dans plusieurs grands pays n'a que partiellement induit de nouveaux fléchissements des taux d'intérêt à long terme. En Europe, l'explication réside, bien entendu, pour partie dans la situation spéciale de l'Allemagne ainsi que dans les relations étroites de taux d'intérêt au sein du SME. Aux Etats-Unis, les marchés ont réagi avec une très grande sensibilité à tous les signes de reprise de l'économie, affichant des cotations en baisse des obligations à chaque publication d'indices plus favorables.

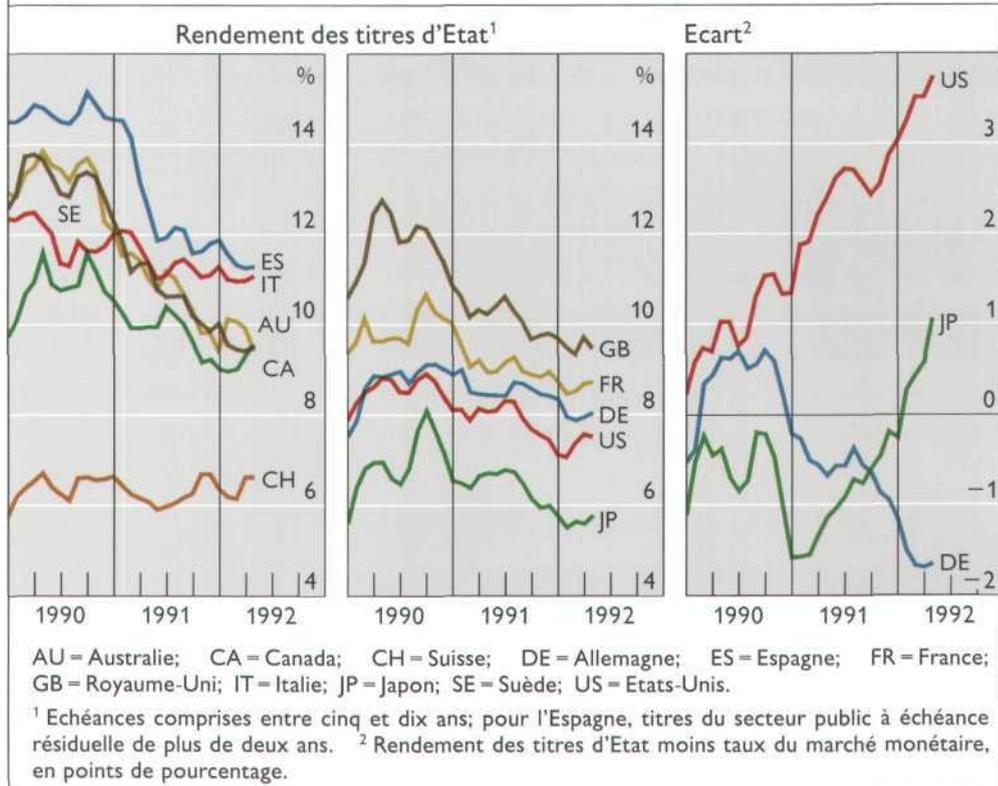
Grosso modo, on peut diviser les événements des marchés obligataires à long terme de la période sous revue en trois phases principales, marquées surtout par la variation des anticipations relatives à l'activité économique. Dans la première phase, qui est allée de la fin de la guerre du Golfe, mi-février, jusque vers le milieu de l'année, les marchés ont été largement conditionnés par l'espoir d'une reprise économique mondiale imminente. C'est ce qu'on a pu constater très clairement en Amérique du Nord et au Royaume-Uni, mais on pensait aussi que le redressement de ces économies était susceptible de venir soutenir la demande dans l'ensemble du monde. Durant cette phase, les taux de rendement obligataires ont eu tendance à remonter légèrement ou à décroître plus lentement qu'ils ne l'avaient fait durant le second semestre de 1990.

La deuxième phase a commencé au milieu de l'année et a coïncidé avec l'apparition de sérieux doutes sur la matérialité de la reprise de l'économie aux Etats-Unis. A l'exception de la Suisse, les rendements à long terme ont assez généralement et sensiblement fléchi durant le second semestre. Cette phase a duré en gros jusqu'à la fin de l'année et, notamment aux Etats-Unis, s'est terminée par un renversement assez brutal de la baisse des taux d'intérêt à long terme. Entre le début de janvier 1992 et la fin de mars, les taux longs ont progressé de plus de 75 points de base aux Etats-Unis. Cependant, au printemps, le mouvement de début d'année

Taux d'intérêt  
longs: trois phases  
d'évolution qui  
épousent les  
fluctuations de  
l'optimisme sur  
la reprise  
économique

En général, les  
taux d'intérêt  
à long terme  
ont diminué ...

## Taux d'intérêt à long terme et écart par rapport aux taux d'intérêt à court terme



n'avait pas suffi à empêcher la période considérée dans son ensemble d'être qualifiée de période de reflux de ces taux, prolongeant ainsi une tendance qui, pour de nombreux pays, avait commencé en 1990. A l'exception une nouvelle fois de la Suisse, les rendements à long terme dans la quasi-totalité des pays industriels se situaient au printemps de 1992 entre 1 point environ et 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub> points au-dessous des niveaux qu'ils occupaient dix-huit mois auparavant. Durant la même période, l'inflation a eu tendance à régresser dans la plupart des pays. Ainsi, rapportés aux taux d'inflation courants, les taux d'intérêt à long terme «réels» ont en général moins baissé que les taux nominaux.

Hormis un léger fléchissement, passager, des rendements pendant la guerre du Golfe, les taux longs aux Etats-Unis n'ont pas réagi à la réduction des taux directs intervenue au premier trimestre de 1991. Au contraire, le redressement de la confiance des consommateurs après le conflit ainsi que les opérations de refinancement du Trésor des Etats-Unis – qui ont atteint un nouveau record en mai – ont concouru à laisser les rendements nominaux relativement inchangés jusqu'en juin; à ce moment-là, ils ont même recommencé à monter, à la suite d'indices économiques favorables et de mises en garde contre une aggravation des anticipations d'inflation. Moins de deux mois plus tard, toutefois, des indicateurs économiques étonnamment faibles ont été annoncés pour juillet, de sorte que les taux se sont mis à baisser de façon plus ou moins constante, et ce jusqu'à la fin de l'année, à mesure que s'estompait la confiance dans la reprise. Celle-ci s'est avérée un facteur plus puissant que les craintes exprimées épisodiquement à

... mais l'inflation a également fléchi

Marchés américains: l'euphorie de la guerre du Golfe et les espoirs de reprise ...

... s'estompent au milieu de l'année

propos de la situation du budget fédéral, et les emprunteurs privés ont saisi l'occasion pour refinancer des emprunts contractés précédemment à des conditions plus onéreuses.

Cette phase a atteint son point culminant en décembre, mois où furent publiées des données sur l'emploi particulièrement décevantes, et la baisse des taux sur les échéances les plus longues a commencé à indiquer que les anticipations d'inflation étaient peut-être enfin en voie de s'atténuer un peu. On a assisté ensuite à une réduction d'une ampleur inattendue du taux d'escompte du Système de Réserve fédérale. Les marchés ont immédiatement réagi par une progression encore plus vive des cours des obligations, mais, au début de janvier, une correction à la hausse des rendements s'est brusquement amorcée. L'ampleur du relèvement du taux de l'escompte avait manifestement convaincu un grand nombre d'emprunteurs potentiels que le creux du cycle des taux d'intérêt avait été atteint, de sorte que l'activité primaire s'est fortement redressée. Le marché a pu absorber en outre une nouvelle augmentation des émissions d'obligations spéculatives à rendement élevé (obligations déclassées) qui avaient déjà enregistré un léger regain en 1991. Il s'est sans doute agi aussi d'une réaction au discours du Président des Etats-Unis sur l'état de l'Union, reconnaissant une nouvelle aggravation du déficit du budget fédéral; bien que le plan de relance budgétaire proposé ait eu une portée très limitée, les marchés ont peut-être senti que l'assainissement des finances publiques avait cessé à l'évidence de constituer une priorité aussi grande pour les autorités. Un peu plus tard dans le courant du premier trimestre, divers indicateurs économiques sont une fois encore redevenus favorables. L'écart entre les taux longs et courts a continué de se creuser, pour atteindre un niveau relativement élevé de 3½ points environ en février et mars. En outre, dans la mesure où les taux d'intérêt à long terme, comme d'ailleurs le taux de change, réagissent dans des délais aussi rapides à tout signe et à toute prévision de retournement à la hausse, ils sembleraient exercer un effet quasi automatique de freinage sur les mouvements mêmes du cycle qu'ils prétendent anticiper.

Les variations des taux d'intérêt à long terme au Canada ont épousé très étroitement celles qui se sont produites aux Etats-Unis, même si, pendant une courte période, ces taux ont baissé plus fortement. La récession a été plus accusée au Canada qu'aux Etats-Unis et les autorités se sont très explicitement engagées à maîtriser l'inflation à moyen terme. Les taux longs se sont repliés de façon notable également en Australie, où la récession a aussi été relativement sévère.

Jusqu'aux premiers mois de 1992, les fluctuations des taux d'intérêt japonais à long terme ont très largement correspondu aux tendances internationales, à celles des Etats-Unis notamment. En effet, l'écart avec les taux américains ne s'est guère modifié en 1991. Outre les interconnexions croissantes entre les marchés des capitaux, les données fondamentales et les anticipations ont probablement joué, elles aussi, un rôle à cet égard. Dans le cas japonais, on avait de plus en plus le sentiment pendant le second semestre que le ralentissement recherché se matérialisait. C'est un raisonnement similaire qui explique peut-être aussi le fait que les taux longs

Forte hausse des rendements obligataires aux Etats-Unis au début de cette année parallèlement à l'accroissement des émissions ...

... et à l'amélioration de divers indicateurs conjoncturels

Evolution des rendements obligataires au Japon en phase avec ceux des Etats-Unis ...

japonais n'ont pas suivi la forte hausse intervenue aux Etats-Unis durant les premiers mois de 1992. A ce moment-là, il était devenu patent que la récession économique était plus accusée que prévu et, dès janvier, les réductions du taux officiel de l'escompte effectuées en 1991 permettaient de ramener les conditions monétaires du marché au-dessous des taux à long terme. Toutefois, la dernière baisse du taux officiel de l'escompte opérée le 1er avril 1992 ne s'est pas accompagnée d'un nouveau recul des rendements obligataires.

... jusqu'au début de cette année

Qualitativement du moins, les taux d'intérêt à long terme en Allemagne ont suivi la tendance générale à la baisse observée pendant la période sous revue, à un rythme plus lent cependant. Bien que les tensions sur les capacités productives aient commencé à s'atténuer au cours de l'année, les craintes relatives aux coûts budgétaires de l'unification et aux tensions croissantes sur les salaires ont pesé sur le marché. En outre, le loyer de l'argent à court terme a évolué dans la direction opposée, la Bundesbank ayant réagi fermement à l'apparition de risques d'inflation (voir Chapitre V). Néanmoins, cette détermination de lutter contre l'inflation, un déficit effectif du secteur public notablement inférieur aux prévisions initiales et l'évolution des taux d'intérêt à long terme dans d'autres pays ont eu, semble-t-il, des effets apaisants sur les marchés. De fait, lorsque les taux directeurs ont été de nouveau relevés à la fin de décembre, les rendements obligataires ont commencé par diminuer légèrement, si bien qu'un emprunt important du Fonds de financement de l'unité allemande a été émis à 7,9%, c'est-à-dire à un taux sensiblement identique aux taux du marché pratiqués avant l'annonce, en février 1990, de négociations sur l'union économique et monétaire de l'Allemagne.

Baisse des rendements obligataires en Allemagne moins forte qu'ailleurs

Dans le reste de l'Europe, les taux d'intérêt à long terme ont été également orientés à la baisse depuis le début de l'an dernier. Dans plusieurs des pays dont les monnaies participent au mécanisme de change à marge de fluctuation étroite, les variations des taux ont assez fidèlement suivi celles qui se sont produites en Allemagne, et surtout en France, en Belgique et au Danemark l'écart favorable par rapport aux taux allemands s'est en général réduit. En France, les marchés ont manifestement bénéficié de la nouvelle amélioration de certains indicateurs fondamentaux, notamment le ralentissement du rythme de l'inflation sous-jacente, ainsi que de la fermeté de l'engagement des autorités de maintenir la position du franc dans la marge de fluctuation du MCE. En Italie, le niveau relativement élevé des taux nominaux de même que la confiance croissante dans la position de la lire dans le MCE étroit se sont conjugués pour attirer, l'an dernier, les investisseurs étrangers. Mais plus récemment, à la fin de mars 1992, l'annonce d'un important dépassement de l'objectif budgétaire en période d'incertitude pré-électorale a légèrement perturbé les marchés.

Dans d'autres pays membres du SME, les taux suivent d'assez près ceux de l'Allemagne, mais avec une tendance au rétrécissement des écarts

Au Royaume-Uni, après une baisse assez forte consécutive à l'entrée de la livre sterling dans le MCE en octobre 1990, les taux d'intérêt à long terme se sont stabilisés au début de 1991 et ont même progressé un peu du printemps au milieu de l'année, et ce en dépit du recul très rapide des taux à court terme et de l'inflation, d'une part, et de la persistance de la

Les autorités  
britanniques  
reprennent  
leurs émissions

récession, d'autre part. Outre les tendances internationales, un autre facteur de tension a été le retour des autorités sur le marché des fonds d'Etat et des titres des collectivités locales au commencement de l'année, les finances publiques étant redevenues déficitaires. Pour l'ensemble de 1991, l'Etat a émis un montant net de £6,4 milliards de titres négociables au regard de remboursements nets de £14,1 milliards et £8,8 milliards en 1989 et 1990 respectivement. Les émissions de l'Etat ont été particulièrement soutenues aux deuxième et troisième trimestres. Au début du second semestre de 1991, la tenue de la livre sterling dans le mécanisme de change européen a contribué à un raffermissement marqué mais temporaire du marché des fonds d'Etat. En mars 1992 toutefois, les taux de rendement obligataires ont recommencé à monter sensiblement, du fait en partie des évolutions internationales, mais aussi par suite de l'annonce, dans le projet de budget, d'un accroissement très important des besoins d'emprunt du secteur public couplé avec les incertitudes croissantes sur l'issue des élections législatives. Après la victoire-surprise du parti conservateur au pouvoir, les taux d'intérêt ont fortement reculé en avril, d'un point entier, se maintenant à ce niveau jusqu'en mai.

Les rendements  
baissent sensible-  
ment en Suède,  
mais guère en  
Suisse

C'est toutefois dans les pays n'appartenant pas au SME que se sont produits les deux développements les plus extrêmes des marchés obligataires européens depuis le début de 1991. En Suède, durant les premiers mois de 1992 et dans le contexte d'un ralentissement notable de l'inflation, les taux ont par moments enregistré des baisses de 300 points de base par rapport à leur niveau de la fin de 1990, alors qu'en Suisse les rendements n'avaient globalement guère varié à la fin de mars sur l'ensemble de cette même période. La récession avait bien sûr été particulièrement longue et profonde en Suède, et l'annonce en mai 1991 du rattachement de la couronne à l'Écu s'est accompagnée d'un recul très prononcé des taux d'intérêt parallèlement au regain de confiance. La crédibilité de la détermination des autorités suédoises de maintenir cet engagement a été efficacement démontrée avec la crise des changes finlandaise de novembre (voir page 173) et, après une hausse relativement modérée et temporaire, les rendements étaient revenus à de nouveaux planchers au début de 1992, largement en deçà des rémunérations des instruments à court terme.

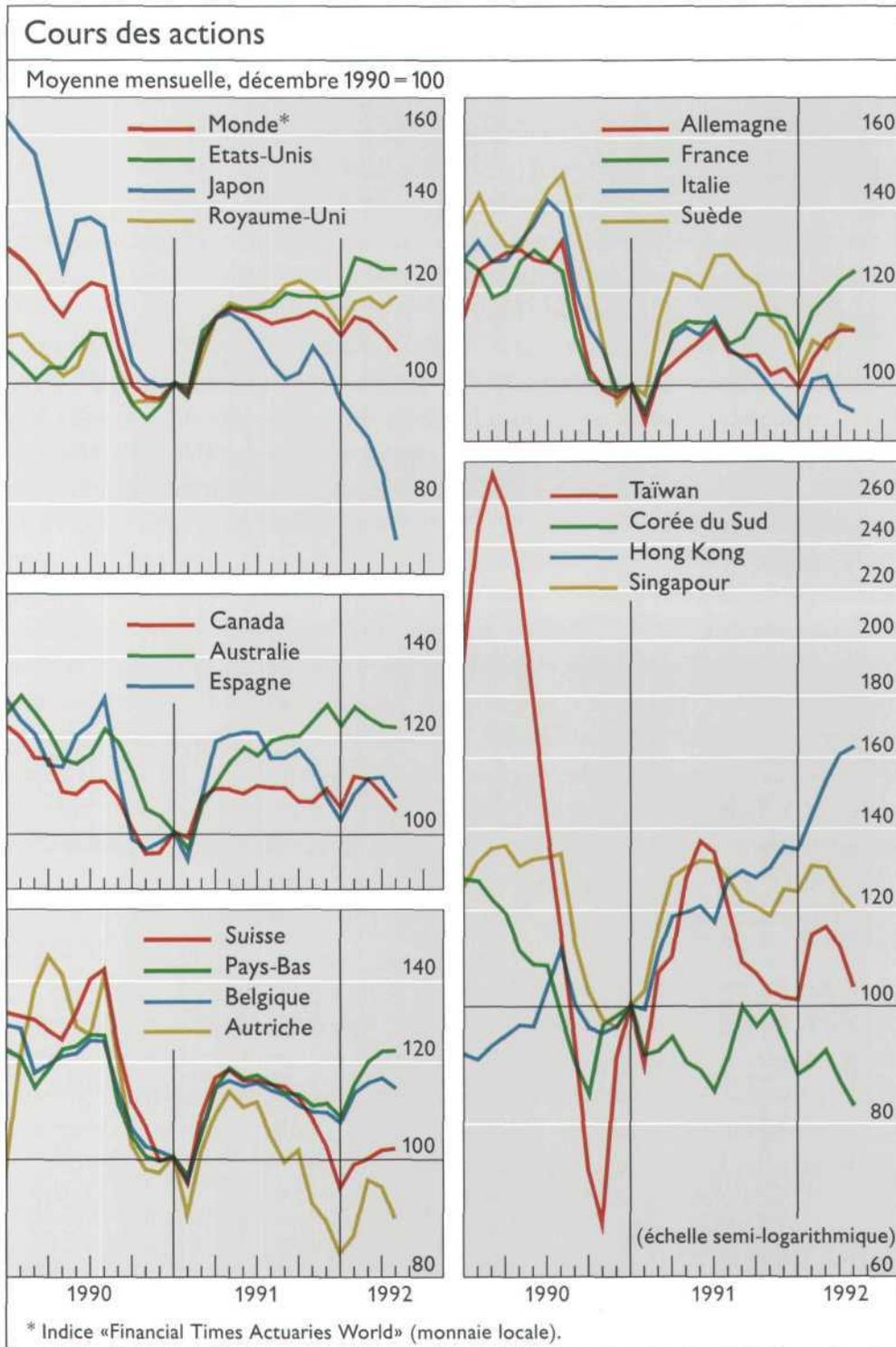
En Suisse, et contrairement à la quasi-totalité des pays, les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur décrue entre le printemps et le début de l'été; ils ont ensuite augmenté pour atteindre un point culminant en octobre, le plus haut niveau en fait depuis avril 1990. Néanmoins, bien que s'étant légèrement réduit à partir de juillet, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme suisses et les taux allemands correspondants est demeuré résolument négatif en dépit de plusieurs années d'inflation inhabituellement forte selon les critères suisses traditionnels.

## Cours des actions

Les cours de Bourse dans le monde ont progressé partout à une vitesse remarquable, même pendant, puis après, la guerre du Golfe au début de

1991. Le soulagement qu'a apporté le succès de l'opération militaire ainsi que l'optimisme entourant les perspectives économiques en général ont été, semble-t-il, les principaux facteurs de hausse; celle-ci s'est établie en moyenne à plus de 15% entre la mi-janvier et le début de mars. Par la suite, on n'a observé aucun nouveau mouvement général de cette ampleur et l'indice mondial «FT Actuaries» s'est replié modérément entre mars et juillet, pour remonter pendant un moment à la fin de l'été avant de connaître un bref accès de faiblesse au dernier trimestre. Néanmoins, sur une période un

L'optimisme général à l'origine d'une hausse des cours de Bourse dans la plupart des pays au début de 1991



peu plus longue, les cours des actions n'ont pas, en moyenne, encore entièrement effacé les pertes subies au lendemain de l'invasion du Koweït par l'Irak pendant l'été 1990.

Puis quelques évolutions divergentes constatées, notamment entre la faiblesse du marché de Tokyo ...

Pour bon nombre de pays, les résultats globaux reflètent dans l'ensemble les évolutions observées sur leur propre marché des actions durant la période sous revue. On trouve toutefois des exceptions à la tendance générale, non seulement sur les nouveaux marchés des pays d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine, mais également sur les trois plus grands marchés du monde. Au Japon, en dépit du redressement lié à la guerre du Golfe et qui s'est rapidement inversé, ainsi que d'un autre raffermissement de plus faible ampleur à l'automne, les cours des actions ont poursuivi leur baisse spectaculaire, qui a atteint 50% environ au début de 1992 par rapport à leurs maximums de la fin de 1989. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en revanche, les résultats de la Bourse ont en général été supérieurs à la moyenne, les cours enregistrant parfois de nouveaux records, ce qui a constitué un contraste saisissant avec la situation économique du moment de ces pays. Une telle évolution n'est pas contradictoire, toutefois, avec ce qui s'est passé dans des périodes antérieures, et on pourrait bien s'en voir la confiance du marché dans l'amélioration des perspectives et une réaction à la baisse des taux à court terme. Le marché australien a retrouvé lui aussi son niveau d'avant août 1990, comme l'a d'ailleurs fait la Bourse de Paris au début de 1992.

... et les nouveaux records atteints par les marchés américain et britannique

Alors que les autres marchés ont en moyenne largement conservé les gains réalisés durant la période de raffermissement de janvier-mars 1991, les cours des valeurs japonaises ont rapidement recommencé à baisser et au milieu de l'année ils avaient effacé la totalité des gains antérieurs. En toile de fond de ce phénomène, il y a eu bien sûr la « bulle » excessive des cours au sujet de laquelle les autorités monétaires ont clairement indiqué qu'elles entendaient l'inverser sur ce marché comme sur celui d'autres actifs. Plusieurs facteurs ont également pesé sur le marché: prudence, de la part notamment des petits investisseurs, suscitée par la multiplication des révélations de scandales financiers; craintes au sujet d'importantes liquidations de divers instruments de placement bénéficiant d'avantages fiscaux; par ailleurs, probabilité accrue de ne plus voir les obligations assorties de bons de souscription d'actions venant à échéance être refinancées au travers des bons de souscription; enfin, menace d'une nouvelle vague de liquidations avec l'arrivée à expiration, pour ceux qui avaient investi lors de la flambée de la Bourse, de la période minimum de deux ans de détention des fonds placés dans des sociétés d'investissement à capital fixe. Néanmoins, avec la poursuite du recul des cours durant l'été et le redressement des titres d'Etat, les investisseurs étrangers ont montré un vif regain d'intérêt, si bien que les cours se sont raffermis pendant un moment à l'automne. Toutefois, le déclenchement d'un « mini-krach » à Wall Street à la mi-novembre et le pessimisme grandissant sur les perspectives d'évolution du secteur réel de l'économie et des bénéfices des sociétés ont amplifié la baisse tout au long de l'hiver. Le train de mesures économiques annoncé le 1er avril 1992 visait à la fois l'état de l'économie en général et, indirectement, la faiblesse du marché

Plusieurs facteurs affectent simultanément le marché de Tokyo ...

boursier. Mais le marché a vu peu de nouveautés dans ce train de mesures, si bien que la première réaction de la Bourse a été de continuer à baisser sensiblement, ramenant l'indice Nikkei à son plus bas niveau depuis le début de 1987 et à plus de 55% au-dessous de son maximum.

Prenant en partie le contre-pied de cette dernière tendance, les cours boursiers aux États-Unis ont affiché une hausse en deux phases principales pendant la période sous revue, pour établir de nouveaux records absolus en liaison avec l'activité sans précédent sur le marché primaire. Les émissions d'actions ont dépassé les \$70 milliards en termes bruts sur l'ensemble de l'année, atteignant un point culminant au dernier trimestre, avec un rythme annuel de \$108 milliards, les sociétés cherchant à alléger leur bilan et à inverser une partie de l'accroissement antérieur de leurs ratios endettement/fonds propres. Cependant, les taux d'intérêt officiels ayant été résolument abaissés en décembre, la confiance dans une reprise imminente de l'économie est revenue, de sorte que les cours ont assez fortement monté comme l'ont fait d'ailleurs, un peu plus tard, le dollar et les rendements obligataires, ces trois données étant en partie l'expression du même phénomène. Néanmoins, le sentiment du marché des capitaux a semblé constamment devancer non seulement l'évolution effective de l'économie réelle, mais aussi plus généralement l'opinion du monde des entreprises, plus réservée quant à la vigueur et à l'imminence du redémarrage de l'activité économique.

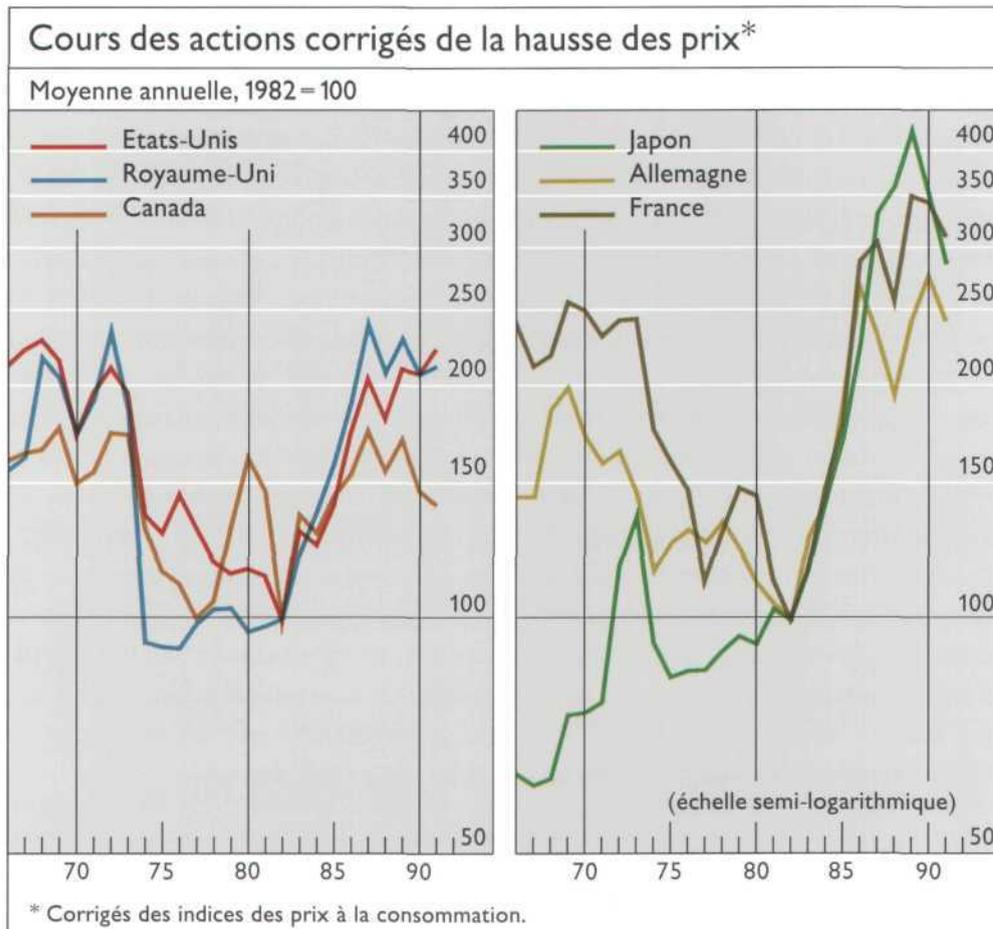
La tendance du marché à accuser épisodiquement des accès d'instabilité a été de nouveau attestée, sous une forme relativement atténuée, par la baisse de 4% environ, le 15 novembre 1991, des cours à New York. Pour la troisième fois depuis octobre 1987, l'indice Dow Jones enregistrerait ainsi une chute de plus de 100 points en un jour. Divers facteurs se sont conjugués pour déclencher la nervosité: craintes, en particulier, au sujet des bénéfices des banques qu'ont fait naître les discussions au sein du Congrès sur un possible plafonnement, par voie législative, des intérêts appliqués aux prêts consentis sur cartes de crédit; inquiétudes assez diffuses sur le risque d'une relance excessive par la voie budgétaire susceptible d'avoir des conséquences défavorables sur les taux d'intérêt à long terme.

Le marché boursier de Londres n'a pas tout à fait montré le même allant que son homologue de New York, surtout depuis le milieu de 1991. Ce fait n'est peut-être pas surprenant étant donné qu'il était devenu progressivement évident que l'économie britannique subissait la récession la plus longue, sinon la plus aiguë, de l'après-guerre. Néanmoins, l'activité d'émission en termes bruts a pratiquement triplé par rapport à 1990, encore qu'à £10,8 milliards elle ait été nettement en retrait sur les £15,9 milliards enregistrés en 1987. Contrairement à l'évolution des cours aux États-Unis, les cotations du marché londonien n'ont retrouvé leurs précédents sommets du début de l'automne qu'après le résultat-surprise des élections législatives. De fait, en octobre et novembre, elles ont baissé assez fortement sous l'effet de craintes quant à la situation de l'économie et aussi des difficultés de la livre sterling au sein du MCE. De plus, même si les cours au Royaume-Uni ont suivi la remontée générale au tournant de l'année, ils

... et les cours chutent de plus de 55% par rapport à leur maximum antérieur

Assez forte progression des cours et activité d'émission relativement soutenue sur le marché boursier américain

Le marché britannique ne montre pas le même allant ...



... jusqu'à l'issue des élections législatives

En Europe continentale, les cours des actions reculent après le redressement de la période de la guerre du Golfe ...

... jusqu'au début de 1992

ont recommencé à s'affaiblir avec l'aggravation des incertitudes à la veille des élections législatives. Le résultat du scrutin a cependant entraîné un raffermissement substantiel de 7½% environ en deux jours et, au début de mai 1992, après la réduction des taux de base des banques, les cours avaient atteint un nouveau record, supérieur à leur maximum de septembre 1991.

Dans les autres pays d'Europe, les valeurs boursières ont eu tendance à s'inscrire en baisse l'an dernier, après le redressement observé durant la guerre du Golfe. Le tassement de l'activité économique en Allemagne et ses conséquences sur les autres pays ont sans doute contribué pour beaucoup à cette situation. En outre, les marchés avaient eux aussi pris la mesure de l'ampleur du déficit budgétaire ainsi que des fortes tensions sur les salaires en Allemagne et du risque d'instabilité politique en Europe de l'Est et dans l'ex-Union soviétique. Néanmoins, à l'instar du marché obligataire, le marché allemand des actions s'est à l'évidence trouvé réconforté par la fermeté du cap suivi par la politique monétaire. Cette dernière donnait à penser que le point le plus haut des taux d'intérêt avait été éventuellement atteint. Les Bourses d'Europe continentale ont donc généralement monté au début de 1992, bénéficiant peut-être aussi de façon indirecte de l'incertitude des perspectives au Japon et de la nervosité engendrée par la hausse vertigineuse des cours à New York à la fin de 1991.

En termes réels, et dans une perspective beaucoup plus longue, le graphique ci-dessus montre l'ampleur du boum du marché boursier au Japon

durant les années quatre-vingt. Il révèle également, et cela est peut-être plus surprenant, que si les cours des actions en termes réels y ont monté de 4½ fois entre le début de 1982 et leur sommet de 1989, pour la France et l'Allemagne les chiffres correspondants ont été de 3½ et 2¾ fois respectivement. Les performances des principaux marchés anglo-saxons ont été sensiblement inférieures. Mais la différence essentielle pourrait tenir au fait que dans les autres pays la hausse des cours réels durant les années quatre-vingt a représenté en grande partie – et presque entièrement dans les pays anglo-saxons – une inversion des baisses observées dans les années soixante-dix. Par conséquent, si leur récent recul a amené grosso modo les cours des actions japonaises en termes réels au niveau de ceux des autres pays par rapport à leurs prix du début des années quatre-vingt, ils demeurent néanmoins nettement plus élevés qu'ils ne l'étaient à la fin des années soixante et au commencement des années soixante-dix. Il est bien sûr impossible, d'après cette constatation aussi sommaire, de dire si les actions sont encore surévaluées au Japon ou bien si celles traitées sur les marchés anglo-saxons sont sous-évaluées. Qualitativement au moins, leurs positions relatives sembleraient justifiées à la lumière des disparités de croissance économique sur une longue période: depuis 1970, le PNB a augmenté, en chiffres cumulés, 1½ fois environ de plus au Japon qu'aux Etats-Unis par exemple.

Cours des actions en termes réels

Evolution spécifique des cours des actions au Japon en termes réels

## Prix de l'immobilier

Le ralentissement de la hausse ou la baisse des prix de l'immobilier se sont amplifiés dans un grand nombre de pays pendant la période sous revue. Or, bien que dans certains cas il se soit agi là d'un phénomène désiré, ou même déclenché, par les autorités monétaires, il a néanmoins suscité diverses préoccupations. La clé de ce paradoxe réside bien sûr dans la forte hausse précédente des prix, responsable de ce phénomène; cette flambée, excessive à plusieurs égards, a dès lors entraîné presque inévitablement une sorte de cycle de «boum et de chute». La conjonction de la déréglementation du secteur financier dans de nombreux pays et d'une période de redémarrage de l'activité économique avait évidemment donné lieu à des évaluations exagérément optimistes des placements, à une croissance excessive du crédit et, dans certains cas, à des excès de spéculation caractérisés.

Le retournement à la baisse des prix de l'immobilier s'amplifie conformément à un cycle de «boum et de chute»

Quelques-unes des conséquences de ces développements sont examinées plus complètement dans d'autres parties du Rapport. C'est ainsi que, dans quelques pays, la situation a fait naître des préoccupations sur la solidité de certains maillons du système financier. Elle a, en outre, laissé derrière elle plusieurs obstacles supplémentaires à une reprise normale du cycle: des capacités excédentaires dans l'immobilier d'entreprise réduisent ou font disparaître, de toute évidence, les incitations à investir dans ce domaine et un endettement excessif par rapport à des niveaux plus supportables des prix immobiliers dissuade plus encore le secteur des entreprises, comme celui des particuliers, d'engager des dépenses.

Les évolutions de prix les plus significatives, l'an dernier, ont eu lieu pour partie au Japon où, après une longue période de rigueur monétaire et

Prix de l'immobilier en termes nominaux									
Pays et ville	1980-85	1985-90	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	moyenne	moyenne							
variation annuelle en % <sup>1</sup>									
Immobilier d'entreprise									
Etats-Unis <sup>2</sup>	8	1	5	4	5	2	0	-7	-18
Japon <sup>3, 4</sup>	7	22	13	48	61	3	5	4	-7
Royaume-Uni <sup>5</sup>	2	5	-1	6	16	35	1	-24	-20
Canada <sup>6</sup>	n.d.	5	3	4	6	8	9	-3	-6
Australie <sup>7</sup>	18	11	11	17	40	30	6	-24	-21
Danemark	10	3	21	17	0	3	1	-7	-2
Suède	6	21	12	27	-8	49	-2	51	-1
<i>Stockholm</i> <sup>8</sup>							25	0	-35
Résidentiel									
New York	16 <sup>9</sup>	5	27	20	14	0	0	-5	-2 <sup>10</sup>
Los Angeles	4	11	3	8	8	22	5	14	0 <sup>10</sup>
Tokyo <sup>4</sup>	4	19	3	22	69	0	7	7	-9
Londres	14 <sup>11</sup>	13	16	23	24	24	2	-7	-5
Paris <sup>12</sup>	10	18	10	10	19	20	24	18	6
Francfort <sup>13</sup>	4	5	-6	-11	5	14	0	20	20
Milan	n.d.	13	n.d.	3	9	13	33	10	n.d.
Toronto <sup>4</sup>	7 <sup>14</sup>	14	16	38	25	26	3	-15	-4
Bruxelles	-2	15	2	7	6	11	32	22	0
Copenhague	-1 <sup>15</sup>	-2	n.d.	13	-10	-1	-2	-8	2
Madrid	5	28	10	13	43	40	27	20	9
Stockholm	2	17	6	10	21	28	19	11	3 <sup>10</sup>
Sydney <sup>16</sup>	5	11	11	14	25	53	-13	-10	8

<sup>1</sup> Sur la base des moyennes annuelles, sauf indication contraire. <sup>2</sup> Nord-Est; d'un quatrième trimestre à l'autre. <sup>3</sup> Tokyo. <sup>4</sup> Douze mois à janvier de l'année suivante. <sup>5</sup> Douze mois à mars de l'année suivante. <sup>6</sup> D'un quatrième trimestre à l'autre. <sup>7</sup> Sydney; douze mois à décembre. <sup>8</sup> Estimations à partir d'un échantillon réduit. <sup>9</sup> 1981-85. <sup>10</sup> Trois premiers trimestres. <sup>11</sup> 1983-85. <sup>12</sup> Douze mois à juin. <sup>13</sup> D'un premier trimestre à l'autre. <sup>14</sup> 1982-85. <sup>15</sup> 1980-84; rupture en 1985. <sup>16</sup> Douze mois à décembre.

Sources: diverses associations immobilières privées.

Les prix de l'immobilier finissent par s'inscrire en baisse

Le cycle américain se trouve à un stade plus avancé ...

même de franches limitations des prêts immobiliers des banques, les prix ont finalement reculé de façon assez convaincante. D'ailleurs, lorsqu'il est clairement apparu que les prix des terrains dans les villes avaient eux-mêmes commencé à baisser, et ce pour la première fois en dix-sept ans et pour la seconde fois seulement de toute la période de l'après-guerre, le ministère des Finances a annoncé, en décembre, un assouplissement des restrictions de prêt imposées au printemps de 1990.

Aux Etats-Unis, le cycle des prix de l'immobilier se trouve à un stade plus avancé puisqu'il a débuté au cours de la reprise conjoncturelle de la première moitié des années quatre-vingt, après laquelle la hausse des prix a été plus modérée. Néanmoins, la décélération des prix de l'immobilier d'entreprise s'est amplifiée l'an dernier, certaines enquêtes ayant même indiqué que les constructions de bureaux de la précédente décennie étaient peut-être suffisantes pour répondre à la totalité de l'accroissement probable de la demande durant la décennie suivante. Les marchés ont également pris

Prix des terrains au Japon								
	1980-85 moyenne	1985-90 moyenne	1986	1987	1988	1989	1990	1991
variation annuelle en %*								
Tokyo	4,0	19,0	23,8	65,3	1,8	7,2	7,0	- 8,4
Osaka	4,6	22,2	4,6	19,8	32,1	53,9	6,8	-21,3
Nagoya	3,4	12,9	2,4	8,3	16,4	19,9	18,4	- 5,1
Moyenne	4,1	19,7	15,0	43,8	12,2	22,1	8,5	-11,6
Zones rurales	3,9	6,7	1,5	2,4	4,8	11,7	13,8	1,9
Toutes zones	4,0	13,0	7,7	21,7	8,3	16,6	11,3	- 4,6

\* Douze mois à janvier de l'année suivante.  
Source: National Land Bureau of Japan.

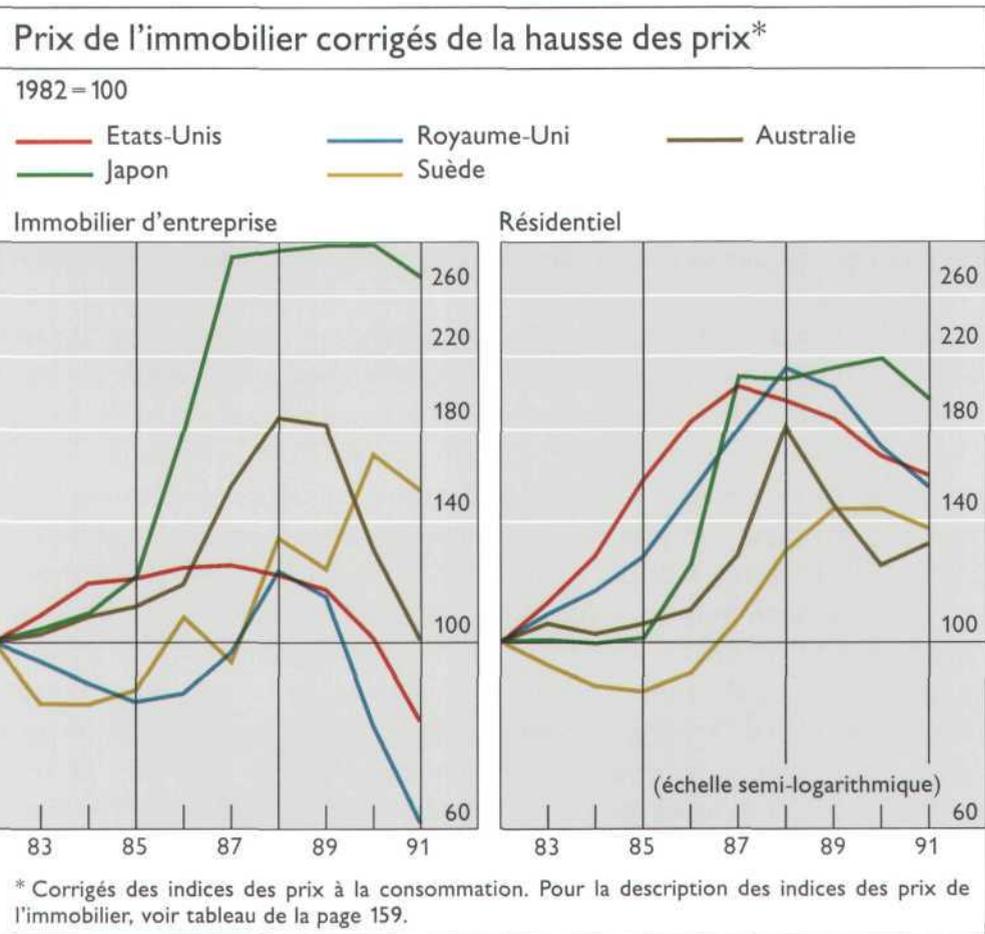
conscience des stocks excédentaires d'actifs immobiliers à la charge de la Resolution Trust Corporation et qui continueront d'être liquidés. En octobre, les autorités de surveillance ont publiquement encouragé les banques à prêter contre des biens immobiliers à usage commercial et préconisé que ce genre de biens soient réévalués conformément à leur potentiel prévisible de rentabilité, sans crainte de réaction desdites autorités. En novembre, les contrôleurs de banque ont été invités, dans cette optique, à prendre en compte une large gamme de facteurs lorsqu'ils évaluent les prêts immobiliers d'entreprise, plutôt que de procéder automatiquement à des réductions d'actifs et à des provisionnements de pertes. En outre, la charge de la preuve a été inversée en ce sens que les contrôleurs sont désormais tenus de justifier toute décision de déclassement.

Ailleurs, si on peut normalement s'attendre que les prix de l'immobilier montrent une certaine sensibilité au cycle économique général, au point même de provoquer quelques difficultés financières pendant la récession, un nombre inhabituellement élevé de pays semblent avoir subi à cette occasion un cycle particulièrement prononcé des prix de l'immobilier. Dans beaucoup de pays aussi, la libéralisation financière s'était, durant les années antérieures, combinée avec des facteurs moins exceptionnels, tels que la croissance excessive du crédit, une appréciation peu judicieuse de placements et un climat irréaliste d'optimisme. Au Royaume-Uni, par exemple, les baisses des prix de l'immobilier à usage d'habitation et de ceux de l'immobilier d'entreprise ont été particulièrement sévères et, dans le secteur de l'habitation, persistantes. Dans ce dernier secteur, les reprises de logements par les prêteurs ont atteint des niveaux records en 1991, suscitant la crainte que les ventes de ces biens ne portent plus encore préjudice au marché de l'immobilier. Le gouvernement a essayé d'aider le marché en suspendant temporairement les droits de timbre sur la plupart des achats de maisons; il a encouragé en outre les sociétés de prêt hypothécaire à prendre les mesures nécessaires pour enrayer les ventes de maisons et appartements repris, notamment en permettant aux emprunteurs en difficulté de devenir copropriétaires ou locataires de leur habitation.

En ce qui concerne le secteur de l'immobilier d'entreprise, plus particulièrement dans la zone d'urbanisation des London Docklands, la crise a

... et les autorités commencent à préconiser un soutien

Le cycle des prix de l'immobilier a revêtu une amplitude inhabituelle dans de nombreux autres pays



Des tensions correspondantes apparaissent dans le secteur financier

revêtu des dimensions internationales lorsque les problèmes financiers connexes d'une très grosse société d'investissement immobilier implantée au Canada se sont fait jour au printemps de cette année. Pareillement, la situation assez frappante de la Suède s'est accompagnée de problèmes similaires ayant leur origine dans des réalisations à l'étranger de sociétés suédoises. En Suède même, les prix de l'immobilier d'entreprise, après une hausse nominale moyenne voisine de 20% durant la période 1984-88, ont depuis accusé une chute assez vive dans certains cas, ce qui a provoqué des difficultés dans différentes parties du secteur financier. Dans l'habitat, le cycle des prix a été amplifié, lors de la phase ascendante, par de généreuses subventions et par des déductions de taux d'intérêt hypothécaires venant compenser une fiscalité très lourde. Par ailleurs, durant sa phase descendante, le cycle a commencé à s'inverser d'une manière relativement brutale car la politique économique a progressivement abandonné ces aides et incitations et, en particulier, la réforme fiscale a abaissé la valeur intrinsèque des allégements qui restent en place. Quelques-uns de ces facteurs expliquent aussi pour partie les difficultés financières dans l'immobilier en Norvège et en Finlande. Au Danemark, le cycle du secteur de l'habitation a débuté plus tôt que dans la plupart des autres pays et les prix, en termes nominaux, des maisons d'habitation se sont inscrits en recul au cours de la période 1987-90, avant de se redresser légèrement en 1991. Il a fallu exempter quelques établissements de prêt hypothécaire des règles communautaires

de fonds propres pour obvier aux difficultés financières qui ont accompagné cette baisse. Le cycle des prix de l'immobilier a été également prononcé en Australie, et à un degré moindre au Canada, en dépit de la gravité comparable de la récession dans les deux pays. Même la Suisse n'a pas échappé au phénomène, car après un boum dans le secteur de l'immobilier d'habitation, il a été nécessaire de maintenir un temps les taux d'intérêt hypothécaires à des niveaux très élevés par rapport aux critères traditionnels de la Suisse.

Dans quelques autres pays, alors que les prix ont fortement monté ces dernières années, du moins dans certains secteurs, le cycle paraît s'achever sans que l'on ait noté des chutes aussi sensibles qu'ailleurs. Le marché parisien constitue à cet égard un exemple, notamment peut-être en raison d'une sévérité accrue des règles d'urbanisme et d'une spéculation moins grande pendant la phase de reprise. L'Espagne est un autre exemple où la montée persistante des prix est sans doute justifiée pour partie par l'adaptation de l'économie à la CE et aussi par le potentiel relativement important de croissance du pays. L'Allemagne est probablement un cas à part en ce sens que le problème ne s'est pas posé immédiatement. On y a même constaté une accélération des prix durant ces deux dernières années, contrairement à la tendance internationale. C'est ainsi qu'en 1991 les prix des terrains en Allemagne occidentale ont augmenté en moyenne de près de 11%, après une année de demande relativement faible en 1990. Cette évolution est de toute évidence une conséquence de l'unification et de la position dès lors atypique de l'Allemagne dans le cycle économique international. L'absence d'un boum excessif des prix de l'immobilier dans les années antérieures est peut-être à mettre au compte du renforcement de la déréglementation financière intervenu plus tôt mais aussi, sans doute, du durcissement de la politique monétaire en général.

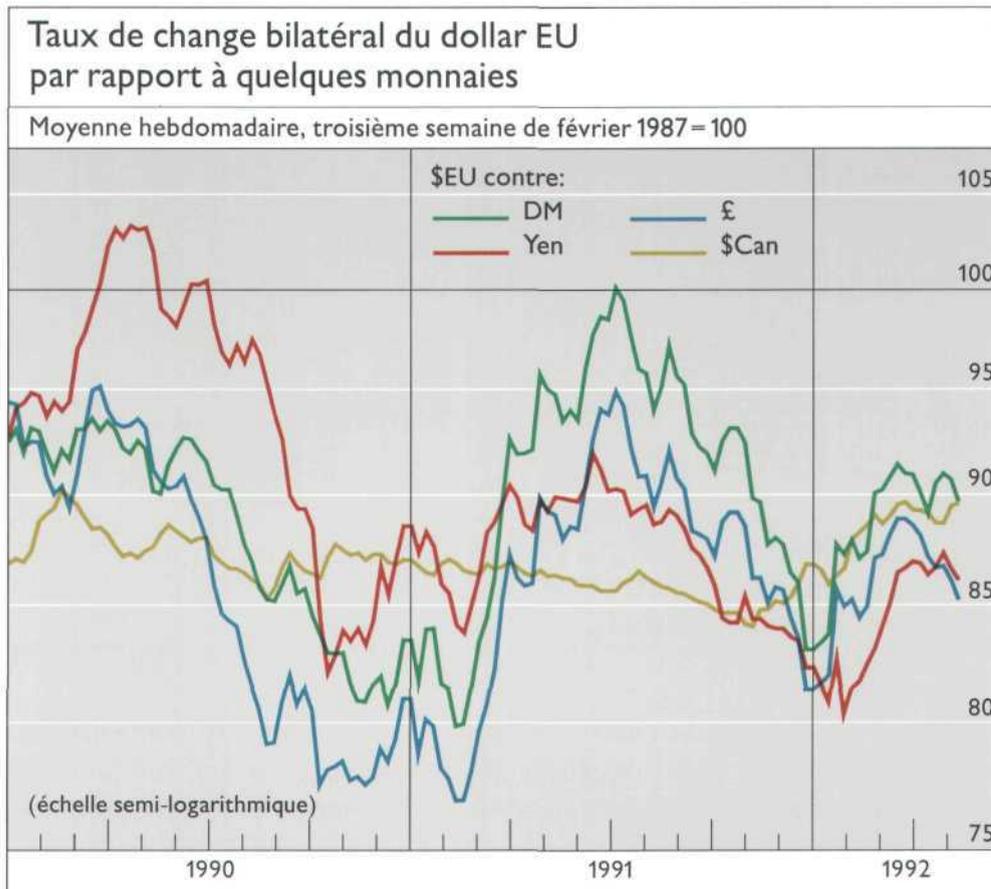
Dans certains pays, le cycle pourrait s'achever sans baisses de prix préoccupantes

## Marchés des changes

### *Evolution des principales devises*

Le fait saillant des marchés des changes durant la période sous revue a été l'accomplissement par le dollar d'un cycle complet et prononcé par rapport aux autres grandes monnaies en 1991 et au tout début de 1992 en dépit d'un écart de taux d'intérêt qui n'a cessé de devenir de plus en plus négatif vis-à-vis des monnaies du SME. Pendant une certaine période au moins, le cycle a donné l'impression de se répéter en 1992. Les marchés des changes ont ainsi montré une fois de plus leur capacité de faire varier les principales monnaies dans des proportions relativement importantes, en faisant manifestement abstraction des données fondamentales de l'économie, et, à l'occasion, malgré des signaux clairs transmis par les autorités sous forme d'interventions sur les marchés des changes. Au contraire, comme on l'a déjà vu dans les parties de ce chapitre consacrées aux autres marchés des capitaux, les fluctuations des opinions sur la probabilité de la reprise aux Etats-Unis et les anticipations de change qui s'y sont rattachées semblent avoir été par moments un facteur décisif de l'évolution des cours de change.

Le dollar exécute un cycle complet sans rapport logique avec les «données fondamentales»

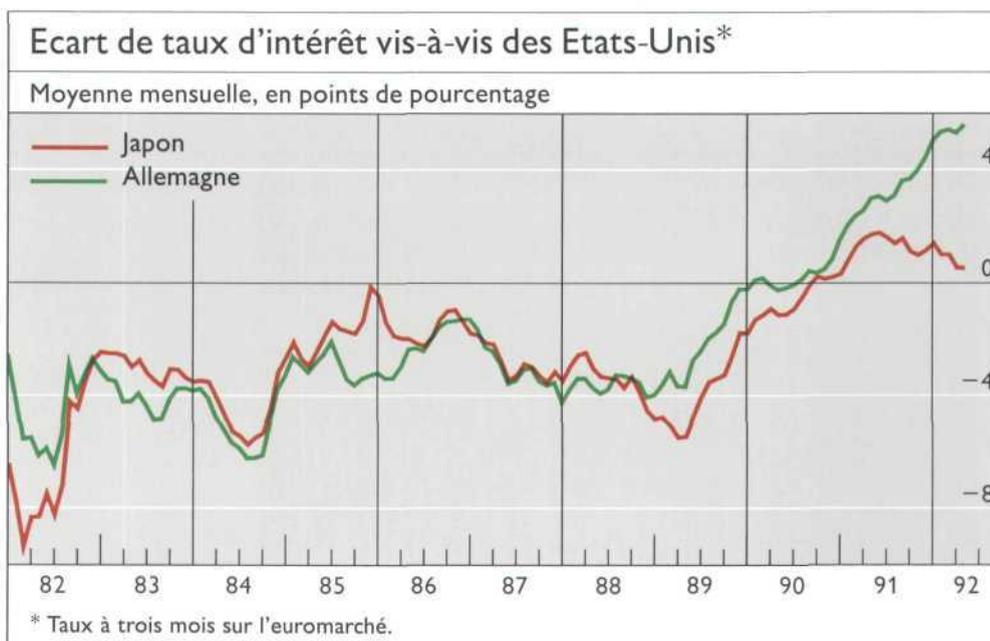


Le vif raffermissement du dollar au début de 1991 ...

... conduit à l'abandon des interventions officielles de soutien au profit d'un freinage

Après un nouvel élargissement des écarts de taux d'intérêt à court terme défavorables pendant l'hiver 1990-91, le dollar a touché, le 11 février 1991, un nouveau creux de DM 1,4430 par rapport au deutsche mark. Plusieurs séries d'interventions concertées ont eu lieu à l'effet d'enrayer cette chute, mais ce n'est que lorsque les indicateurs économiques se sont raffermis que la devise américaine s'est redressée. Ce rétablissement a été si rapide que, le marché menaçant de se dérégler, les autorités sont intervenues de nouveau à diverses reprises en mars pour tenter, cette fois-ci, de tempérer la vigueur du dollar, qui a néanmoins persisté en dépit de plusieurs variations des écarts de taux d'intérêt à son détriment. Avant que la monnaie américaine ne finisse par atteindre un maximum au début de juillet, elle avait monté par rapport à son point bas de 26% vis-à-vis du deutsche mark et de quelque 24% contre la livre sterling. Face au yen, sa progression était moins forte, s'établissant à 9% environ. Toutefois, lors de son retournement à la baisse, qui a presque entièrement effacé la hausse moyenne effective précédente, l'évolution a été plus uniforme à l'égard du yen, du deutsche mark et de la livre sterling, les reculs ressortant à 12%, 18% et 15% respectivement. Au début de 1992, cependant, le dollar a brièvement inversé, une fois de plus, sa tendance, et en mars il s'était apprécié d'un pourcentage voisin de 10% vis-à-vis des trois monnaies.

L'appréciation du dollar entre février et juillet de l'an dernier a été due en partie aux mêmes facteurs cités précédemment à propos des autres marchés des capitaux, c'est-à-dire l'optimisme concernant la reprise de



l'économie américaine et l'accroissement de la confiance au lendemain du succès de l'opération militaire dans le golfe Persique. En outre, la célérité de la victoire des alliés ainsi que l'acceptation des autres pays de contribuer financièrement à la guerre ont permis de dissiper des craintes antérieures de conséquences possibles pour le budget des Etats-Unis, comme pour l'équilibre de la balance des paiements courants. Toutefois, la rapidité et l'ampleur de la hausse du dollar par rapport au deutsche mark donnent à penser que d'autres facteurs ont probablement été aussi à l'œuvre. En effet, en dépit d'interventions en avril et en juin, effectuées à l'initiative de la Bundesbank, et d'une nouvelle et légère accentuation de l'écart de rémunération à court terme avec le deutsche mark, la monnaie allemande a continué à s'affaiblir beaucoup plus par rapport au dollar que face au yen. Les raisons sont sans aucun doute à rechercher du côté du deutsche mark, avec notamment une forte détérioration de la balance allemande du commerce extérieur, une perception croissante de l'ampleur des problèmes de l'économie de la partie orientale de l'Allemagne, les incertitudes entourant la possible réintroduction d'une retenue à la source, l'aggravation de la situation politique en Yougoslavie et en Union soviétique et, enfin, les revers du gouvernement allemand aux élections régionales.

Le dollar a donc poursuivi sa hausse par rapport au deutsche mark jusqu'à ce qu'il atteigne un point haut de DM 1,84 environ, le 5 juillet; à ce moment-là, une contraction inattendue de l'emploi aux Etats-Unis a été annoncée et la confiance dans la reprise s'est mise brutalement à fléchir d'une façon plus déterminante. La situation est demeurée incertaine, toutefois, la Bundesbank n'ayant pas relevé ses taux contrairement aux anticipations du marché et, un peu plus tard, un autre indicateur de l'emploi aux Etats-Unis venait quelque peu contredire les signaux transmis par les chiffres de l'emploi pour juin. Les banques centrales ont cependant saisi l'occasion offerte par les incertitudes croissantes du marché et la proximité

L'optimisme général alimente la hausse du dollar

En milieu d'année, l'incertitude perce ...

... et des interventions officielles opportunes contribuent à orienter le dollar à la baisse

de la rencontre au Sommet du Groupe des Sept pour entreprendre une série d'interventions concertées auxquelles les autorités américaines ont pris part le 12 juillet. Cette conjonction d'événements et la démonstration de la détermination des autorités se sont avérées décisives, de sorte que le dollar a amorcé une baisse, tendance qui, dans l'ensemble, a persisté pendant le restant de l'année. Cette évolution a été par ailleurs hâtée par une nouvelle et substantielle amélioration de l'avantage des taux de rémunération des placements à court terme en deutsche marks, qui s'élevait à la fin de l'année à un nouveau record de 5½ points. Parallèlement, l'écart de taux d'intérêt à long terme en faveur du deutsche mark a continué de s'agrandir. Le communiqué publié le 17 juillet a réaffirmé la nécessité d'une étroite coopération internationale sur les marchés des changes, et l'absence d'interventions en faveur du dollar a renforcé le sentiment que les autorités étaient en général satisfaites de son repli. De fait, quand le dollar s'est mis à monter fortement, mais temporairement, le 19 août, au moment de la tentative de coup d'Etat à Moscou, des interventions concertées ont été effectuées avant l'ouverture des marchés américains par plusieurs banques centrales pour le stabiliser.

Par rapport au yen, le dollar a légèrement moins baissé que vis-à-vis du deutsche mark au second semestre. Ce phénomène n'a pas été jugé particulièrement logique compte tenu de l'accroissement régulier de l'excédent commercial du Japon qui a accompagné le ralentissement progressif de l'activité économique de ce pays. Néanmoins, pour essayer d'atténuer cette évolution, les autorités japonaises ont profité de la fermeté du yen face au dollar pour réduire le loyer de l'argent. L'avantage des taux de rémunération des placements à court terme en yens a par conséquent eu tendance à diminuer en moyenne à partir de l'été. Sur le compartiment à long terme toutefois, l'écart défavorable est demeuré plus ou moins inchangé tout au long de 1991 avant de se creuser légèrement au début de 1992.

La monnaie américaine a finalement touché des points bas de 123 contre yen et 1,51 contre deutsche mark les 7 et 8 janvier 1992 respectivement. En termes nominaux pondérés, ce mouvement a ramené le dollar au-dessous de 1% du plancher noté en février de l'année précédente. Toutefois, de même qu'on dit que la nature a horreur du vide, les marchés des changes ont aussi parfois, semble-t-il, horreur de l'absence de mouvements. Réagissant manifestement à ces creux du début de 1992, le dollar a effectué une subite remontée de quelque 7½% par rapport au deutsche mark et de près de 4½% face au yen en un peu plus d'une semaine, les anticipations générales s'étant une nouvelle fois inversées. A la mi-mars, ces gains devaient continuer de s'accroître pour atteindre près de 11% vis-à-vis du deutsche mark et pratiquement 9% contre le yen. En outre, contrastant avec sa remontée d'un an plus tôt, la devise américaine a également progressé vis-à-vis de son homologue canadienne après l'amenuisement de l'écart de taux d'intérêt avec le Canada et, plus récemment, du fait de certains ajustements de portefeuilles opérés par des investisseurs japonais à la suite de la baisse de la Bourse de Tokyo. En termes nominaux effectifs, ces mouvements ont contribué à donner à la hausse du dollar de la période

La monnaie américaine se redresse subitement au début de 1992 ...

janvier-mars de cette année une ampleur comparable à celle observée entre la mi-février et la fin de mars de l'année dernière.

En définitive, donc, l'importante baisse du taux de l'escompte aux Etats-Unis et la majoration des taux officiels allemands le 19 décembre 1991, dont l'ampleur avait un peu surpris les marchés, n'ont pas fondamentalement accentué l'affaiblissement du dollar. Au contraire, en levant manifestement les incertitudes sur l'évolution future des taux d'intérêt, ces modifications semblent avoir préparé le terrain à un retournement de la monnaie américaine. Les marchés ont estimé que, lorsque ces ajustements des taux directeurs auraient produit leurs effets, les taux d'intérêt ne pourraient qu'être orientés à la baisse en Allemagne et en hausse aux Etats-Unis. Ces prévisions d'évolution des écarts de taux d'intérêt en faveur des Etats-Unis ont une fois de plus été étayées par les statistiques attestant un redressement de l'économie américaine et par des signes assez nets de ralentissement de l'activité en Allemagne et au Japon.

De fait, les taux d'intérêt à court terme allemands n'ont pas, dans l'ensemble, réagi à l'augmentation, en décembre, des taux directeurs, alors qu'après leur forte réduction durant les cinq mois précédents le loyer de l'argent à court terme aux Etats-Unis n'a enregistré qu'une baisse supplémentaire de faible ampleur. Dès lors, l'écart de taux d'intérêt à court terme en faveur du deutsche mark ne s'est que modérément accentué; en revanche, après l'abaissement du taux d'escompte de la Banque du Japon, à la fin de décembre, l'écart favorable de taux d'intérêt à court terme vis-à-vis du dollar s'est encore rétréci. En ce qui concerne les écarts de taux d'intérêt à plus long terme, les évolutions en faveur du dollar ont été plus prononcées. La majoration des taux directeurs en Allemagne ayant contribué à atténuer les craintes d'inflation dans ce pays, les rendements allemands à long terme ont reculé de façon substantielle en janvier, tandis que les taux d'intérêt à long terme américains se sont assez fortement redressés. Par conséquent, la prime par rapport au dollar sur les placements à dix ans du deutsche mark a diminué de près de moitié en l'espace d'un mois, alors que celle existant sur les échéances à très long terme disparaissait. Dans le même temps, la hausse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis a eu pour effet d'accroître leur prime par rapport aux taux d'intérêt à long terme japonais.

L'envolée du dollar en janvier 1992 a été interrompue à un certain moment par les interventions concertées des autorités japonaises et américaines, qui ont jugé inopportune une hausse de grande ampleur au vu de l'excédent commercial croissant du Japon et des tensions politiques persistantes auxquelles ce solde positif donne lieu. Cela n'a pas empêché la devise américaine de continuer à s'apprécier et, en février et au début de mars, de nouvelles ventes officielles dans cette monnaie effectuées par les autorités japonaises n'ont pas semblé avoir impressionné le marché. Bien que pendant cette période la hausse du dollar contre les monnaies européennes ait été plus marquée encore que par rapport au yen, les autorités européennes se sont abstenues d'intervenir. Compte tenu de l'atonie de leur conjoncture, plusieurs pays européens ont souhaité une amélioration de compétitivité

... l'ampleur des modifications des taux directeurs semblant revêtir un caractère préventif

A long terme surtout, les écarts de taux d'intérêt évoluent en faveur du dollar

Interventions pour freiner l'ascension du dollar

vis-à-vis du yen; en Allemagne, où les tensions inflationnistes devenaient la préoccupation majeure, les autorités n'ont pas estimé opportun d'effectuer de telles interventions en raison de l'optimisme des marchés sur l'état de l'économie américaine et des mouvements probables de taux d'intérêt.

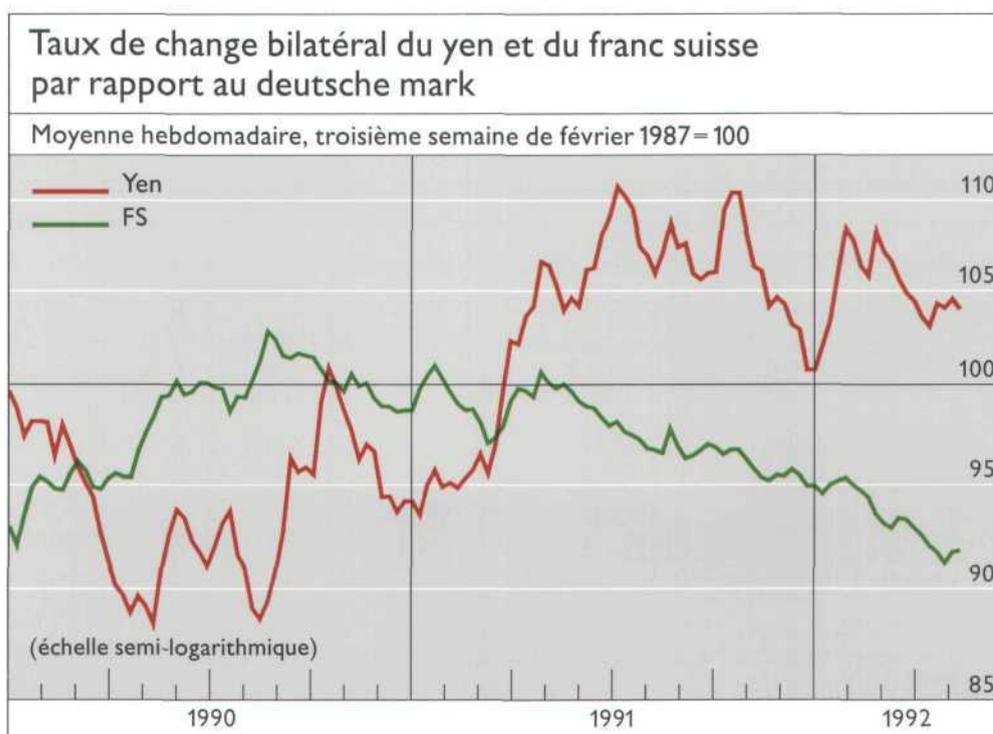
Le dollar pâlit au printemps 1992

En l'occurrence, cet optimisme ne s'est pas avéré entièrement justifié. En effet, début avril, les autorités monétaires américaines ont fait baisser le taux au jour le jour sur le marché interbancaire, cependant que les craintes de relèvements de salaires en Allemagne provoquaient une légère tension sur les taux du marché allemand en avril et début mai. Aussi le dollar, dont la hausse avait déjà pris fin en mars, a-t-il ensuite fluctué à la fois par rapport au deutsche mark et au yen avant de s'affaiblir légèrement à la mi-mai – au moins vis-à-vis du deutsche mark – lorsque la situation s'est éclaircie en Allemagne sur le front des salaires.

#### Taux de change bilatéral du yen et du franc suisse par rapport au deutsche mark

Le yen n'efface qu'une partie de sa faiblesse de 1990 ...

Après sa faiblesse prononcée en 1989 et au premier semestre de 1990, le yen s'est légèrement redressé en termes effectifs nominaux à partir de la mi-1990 et, pendant la période sous revue, il s'est d'abord consolidé puis a accru modérément ses gains antérieurs. Comme on l'a déjà vu, la monnaie japonaise a cédé du terrain vis-à-vis du dollar au premier semestre de 1991, mais sa baisse a revêtu des proportions sensiblement moindres que celle du deutsche mark. En conséquence, et en particulier à la fin du premier trimestre, elle a notablement monté face au deutsche mark et, au début de juillet, avait marqué une progression de près de 18% par rapport à son niveau du début de 1991, la disparition rapide de l'excédent



de la balance allemande des paiements courants y ayant beaucoup contribué. En raison cependant de sa baisse à l'égard du dollar, le taux de change effectif réel du yen ne s'est guère modifié durant les six premiers mois de l'année.

Au second semestre, les écarts de taux d'intérêt à court et à long terme ont fortement varié au détriment du yen. C'est ainsi que l'écart de taux d'intérêt à court terme vis-à-vis de l'Allemagne est passé de 1 point environ en avril à près de 4 points à la fin de 1991. Dès lors, en dépit de la réapparition au Japon d'un excédent extérieur, le yen a fluctué au troisième trimestre sans afficher de tendance nette, avant d'effacer en fait, à la fin de l'année, près de la moitié de sa progression antérieure.

Malgré la confirmation, fin décembre, de la fermeté de la politique monétaire de la Bundesbank, le yen a recommencé, en janvier, de se raffermir assez sensiblement par rapport au deutsche mark, le marché jugeant que les taux d'intérêt allemands avaient atteint leur point culminant. Mais, avec la poursuite de la baisse des taux d'intérêt à court et à long terme au Japon, l'avance de janvier n'a pas été maintenue en totalité. En termes effectifs réels, le yen se trouvait, au début de cette année, encore légèrement en deçà de son niveau de l'Accord du Louvre de février 1987.

Contrastant en partie avec ces évolutions, le franc suisse s'est presque continuellement affaibli vis-à-vis du deutsche mark pendant la période sous revue et, début mai de cette année, il avait cédé quelque 10% par rapport au début de 1991. Bien que la monnaie helvétique n'ait guère fait la preuve de ses propriétés de monnaie-refuge durant la guerre du Golfe ni plus tard lors de la tentative de coup d'Etat à Moscou, l'effondrement du communisme a sans doute contribué à écorner ce statut. Même s'ils sont demeurés à un niveau élevé pendant quelque temps, les taux d'intérêt suisses sont restés au-dessous du loyer de l'argent en Allemagne, malgré une hausse des prix plus forte. Au commencement de 1992, la monnaie helvétique a subi de vives pressions, l'écart de taux d'intérêt à court terme en faveur de l'Allemagne s'étant élargi à plus de 2 points, de sorte qu'elle est presque tombée à son plancher d'il y a un peu plus de deux ans. La Banque Nationale Suisse a effectué unilatéralement plusieurs grosses interventions, dont certaines ont exceptionnellement revêtu la forme de cessions de deutsche marks, et les taux d'intérêt du marché ont recommencé à se tendre fortement. Au début de mai, toutefois, le franc suisse est descendu à de nouveaux creux, revenant aux alentours de 93 centimes pour un deutsche mark, niveau inégalé depuis 1981.

... et les écarts de taux d'intérêt commencent à évoluer à son détriment

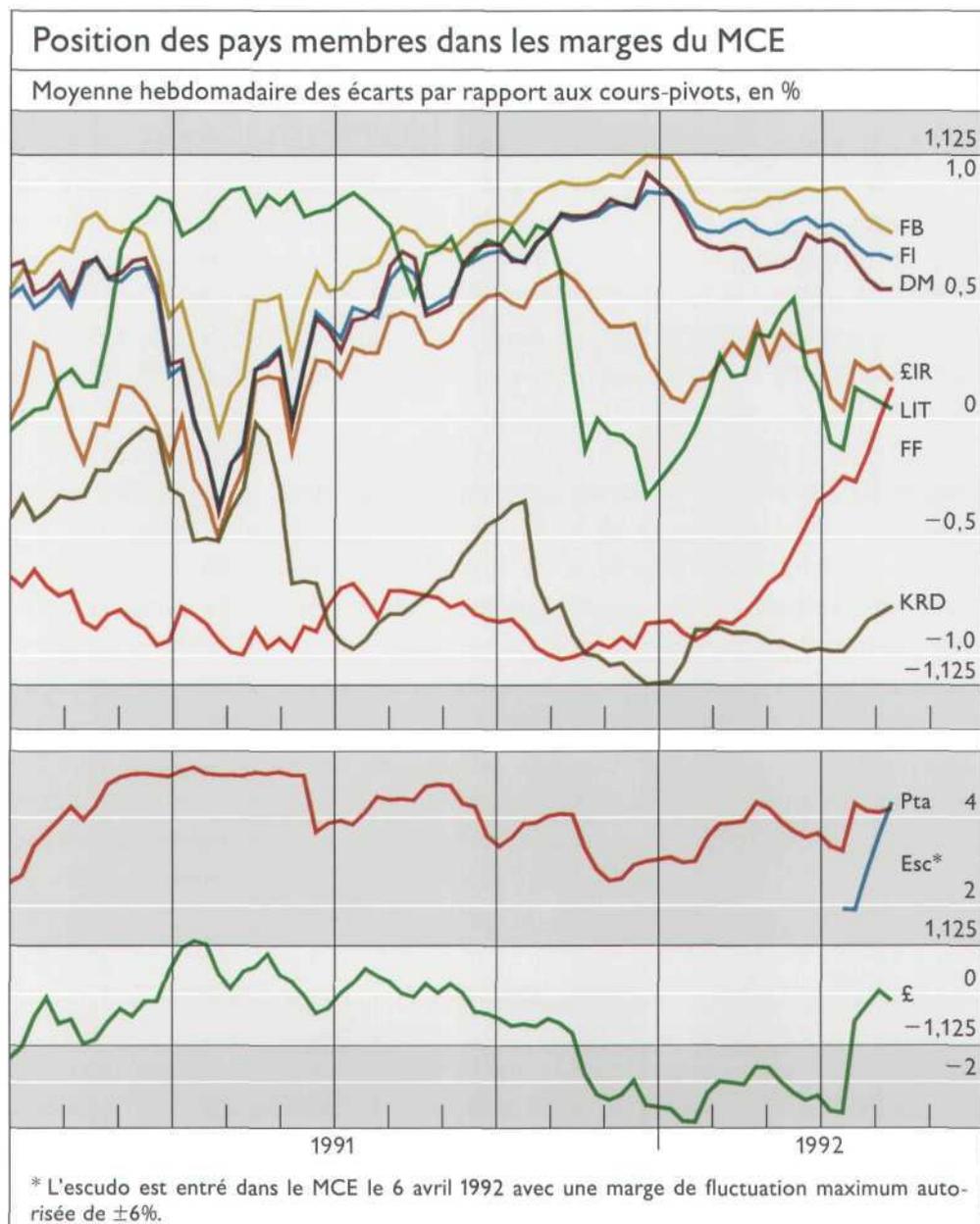
Faiblesse persistante du franc suisse

### *Evolution au sein du mécanisme de change du SME*

En raison des progrès de la convergence des taux d'inflation en Europe, ce sont les difficultés que l'unification a fait peser sur la politique macro-économique de l'Allemagne qui ont été en arrière-plan le facteur d'influence le plus important de l'évolution du mécanisme de change du SME pendant la période sous revue. Leur position dans le cycle étant assez différente de celle de l'Allemagne, la plupart des pays partenaires auraient sans doute

Evolution le plus souvent calme du SME en dépit des difficultés de la politique macro-économique en Allemagne

préférèrent abaisser leurs taux d'intérêt à court terme plus que ne l'exigeait la préservation des parités au sein du MCE face à des taux allemands élevés, d'autant que dans de nombreux cas la baisse des taux d'inflation a contribué à mieux faire apparaître la situation en termes réels. Autrement dit, les pays ont eu tendance, pour ainsi dire, à tester par moments les limites de la grille des parités de manière à obtenir les taux les plus bas qui soient compatibles avec son maintien, tout en préservant la crédibilité de leur politique acquise au fil des ans. Toutefois, au premier semestre de 1991, et dans une certaine mesure de nouveau durant les premiers mois de 1992, des développements extérieurs comme la vigueur du dollar et des incertitudes particulières sur le deutsche mark ont contribué à empêcher ces tensions de se manifester aussi fortement qu'elles auraient pu le faire. Ce n'est que pendant une période relativement courte à la fin de l'année 1991 – avec un



dollar en baisse constante – que la dispersion des monnaies participant au MCE à marge de fluctuation étroite a atteint son maximum de 2¼ points.

Dans les premiers mois de 1991, le MCE a été relativement exempt de tensions, en dépit de l'instabilité constatée ailleurs en liaison avec la guerre du Golfe. Néanmoins, la dispersion des monnaies de la marge étroite s'est légèrement accentuée au premier trimestre sous l'effet notamment d'une modification des écarts de taux d'intérêt. Le franc français a progressivement baissé et la lire italienne s'est redressée de façon notable jusqu'à ce qu'elle devienne, à la fin de mars, la devise la plus forte de cette marge. Après un accès de faiblesse en février, qui a déclenché quelques interventions officielles, la livre sterling a commencé à progresser vers le centre de la marge étroite et, en avril, elle a poursuivi son raffermissement par suite de la hausse du dollar et de la dépréciation concomitante du deutsche mark. L'autre monnaie de la marge large de fluctuation, la peseta espagnole, s'est appréciée de façon plus sensible pendant le premier trimestre et, en mars, elle a touché sa limite supérieure contre le franc français, ce qui a donné lieu à des interventions assez substantielles de la part des autorités françaises et espagnoles.

La peseta est demeurée ferme vis-à-vis du franc français de mars à la mi-juin et la lire est restée assez longtemps au sommet de la marge étroite. La vigueur de la peseta a provoqué des interventions obligatoires tout au long de la période ayant pris fin à la mi-juin, en dépit d'une réduction de quelque 2 points des taux d'intérêt à court terme espagnols. L'écart de la lire par rapport au franc français continuant de se maintenir aux alentours de 2 points, les autorités italiennes et françaises ont effectué à plusieurs reprises des interventions intramarginales durant cette période. Toutefois, par suite de la forte hausse du dollar et des préoccupations grandissantes à propos de l'évolution de la partie orientale de l'Allemagne et de l'Union soviétique, le deutsche mark a baissé assez brutalement, pour finir par tomber dans la moitié inférieure de la marge étroite à la fin de mars et en avril. Par ailleurs, bien que la monnaie allemande ait commencé à se redresser quelque peu par la suite, il n'est pas exclu que le comportement du deutsche mark ait empêché les tensions du printemps et du début de l'été au sein du MCE d'être plus vives qu'elles ne l'ont été en réalité.

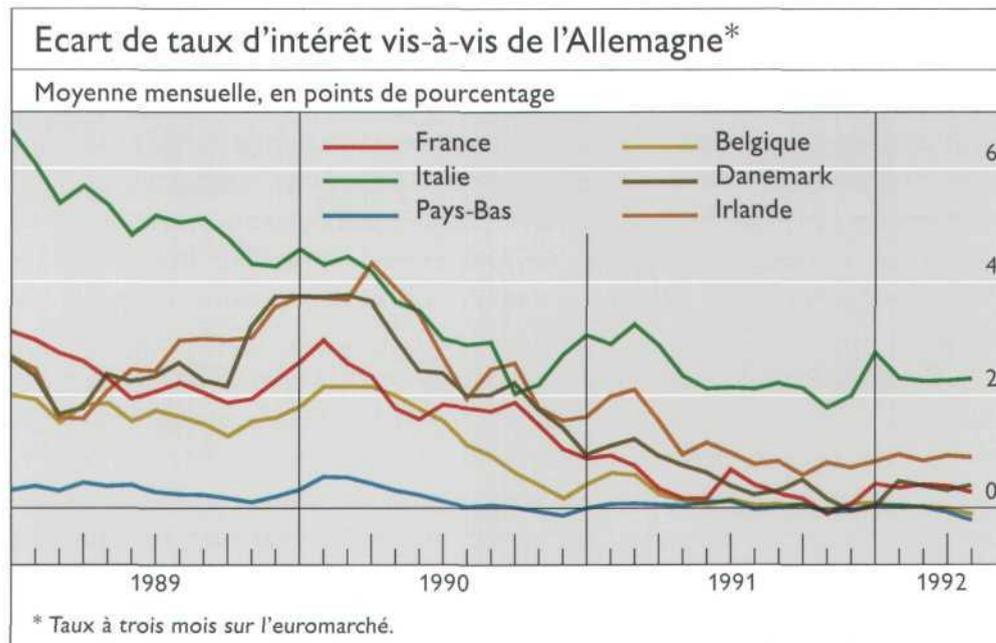
A la mi-juin, les marchés ont soudainement été influencés par des rumeurs faisant état de l'inclusion imminente de la peseta dans la marge étroite du MCE, et la monnaie espagnole s'est mise à baisser sensiblement. Ce phénomène a marqué le début d'une période plus calme au sein du MCE, en particulier lorsque, à la fin de juillet, la lire s'est de son côté un peu repliée et que le franc français a monté à la faveur d'une progression des taux d'intérêt du marché au début de juin et de la publication d'indices favorables de la hausse des prix. Ainsi, malgré le retournement du dollar en juillet, l'écart entre les monnaies de la marge étroite de fluctuation est revenu de 2 points à 1½ point environ à la fin de ce mois. La livre sterling a subi quelques pressions pour des raisons d'ordre politique et par suite de prévisions d'un nouveau reflux du loyer de l'argent, mais il s'est trouvé que le fléchissement de la peseta avait contribué dans l'intervalle à abaisser le

Quelques interventions devenues nécessaires au premier trimestre de 1991

Vigueur persistante de la peseta ...

... mais tensions générales évitées du fait de la baisse du deutsche mark

Retour au calme en été



plancher de la marge large de fluctuation. Le 15 août, la Bundesbank a pris la direction d'un mouvement concerté de renchérissement des taux d'intérêt officiels, auquel toutefois les autorités françaises, italiennes et britanniques n'ont pas pris part. La situation est néanmoins demeurée calme en dépit du fait que le franc français et la livre ont poursuivi leur repli modéré. Au début de septembre, les autorités britanniques ont réduit les taux d'intérêt et ce pour la septième fois en 1991, l'économie ayant continué de se montrer étonnamment faible. La livre a encore baissé, mais plus tard dans le mois un nouvel accès de spéculation s'est déclenché, car on a reparlé de l'éventualité d'une intégration de la peseta dans la marge étroite, et cette monnaie s'est également mise à céder fortement du terrain. Entre-temps, la dispersion des monnaies de la marge étroite avait recommencé de s'élargir, atteignant une fois de plus 2 points à la fin d'octobre. Toutefois, la couronne danoise ayant pris la place du franc français au plancher de la marge étroite, les autorités françaises ont estimé être en mesure d'assouplir de nouveau les taux d'intérêt directs le 17 octobre et, pendant un moment, les conditions monétaires à court terme sont même descendues au-dessous du niveau des taux allemands. Peu de temps après, le franc français a subi de nouvelles pressions.

Les autorités françaises s'estiment en mesure de réduire le coût de l'argent

Tensions au quatrième trimestre

Ces facteurs n'ont toutefois été probablement que l'une des causes ayant déclenché ce qui s'est avéré la principale phase de tension traversée par le MCE durant cette période. A l'arrière-plan, le dollar a poursuivi son repli, les taux d'intérêt ont continué de fléchir en Italie et en France, et l'on s'est mis à évoquer la nécessité d'une nouvelle majoration du loyer de l'argent en Allemagne. En outre, la crise ayant conduit à la dévaluation du mark finlandais, le 15 novembre, a alimenté les craintes et les rumeurs de réalignement monétaire au sein du MCE. De ce fait, indépendamment des pressions qui se sont exercées sur le franc français, on a assisté à une forte baisse de la lire italienne et à un recul de moindre ampleur de la livre sterling

et de la peseta. Pendant tout ce temps, le deutsche mark ainsi que le florin et le franc belge ont continué de s'apprécier. La dispersion des monnaies des marges étroite et large s'est accrue, d'importantes interventions ont eu lieu et, dans la seconde partie de novembre, les taux d'intérêt directeurs ont dû être une fois de plus relevés en France et en Italie en dépit de la léthargie de l'économie de ces deux pays. La livre est descendue en dessous de la marge étroite pour la première fois depuis le début de février, sous l'effet notamment de la dépréciation continue du dollar.

En décembre, la persistance de ces tensions a donné lieu à de nouvelles interventions de la part de la France, de l'Italie et de l'Espagne, et ces pays, rejoints par la Belgique, le Danemark, les Pays-Bas et l'Irlande, ont dû emboîter le pas à la Bundesbank qui avait majoré, le 19 décembre, ses taux d'intérêt. Les écarts de taux d'intérêt par rapport au deutsche mark se sont de nouveau accentués. A peu près à la même époque, la dispersion des monnaies de la marge étroite a atteint son maximum autorisé, le franc belge se trouvant au sommet et la couronne danoise au plancher.

Au tout début de 1992, toutefois, les tensions ont en grande partie disparu. A l'instar de ce qui s'est passé sur les autres marchés, les modifications décisives des taux d'intérêt directeurs de la fin de décembre ont à l'évidence convaincu les intervenants du marché des changes que les taux d'intérêt allemands avaient sans doute atteint leurs maximums. Par ailleurs, les tensions sur les salaires en Allemagne ont pesé sur le deutsche mark qui a fléchi, à l'intérieur de la marge étroite, relativement plus que les deux monnaies qui le suivent dans son sillage immédiat, c'est-à-dire le florin et le franc belge. Plus généralement, les événements de novembre et de décembre ont de toute évidence mis à l'épreuve la détermination des autorités et montré qu'elles étaient prêtes à faire le nécessaire pour défendre les marges du MCE, fût-ce à l'encontre des impératifs de politique intérieure. Enfin, la livre sterling a sans doute bénéficié, dans une certaine mesure, de la fermeté du dollar en février, ce qui a aussi contribué probablement à l'apaisement des tensions au sein du MCE. A un moment en février, les autorités italiennes ont saisi l'occasion d'essayer de reconstituer leurs réserves de change et sont intervenues pour freiner l'appréciation de la lire avant que la nervosité pré-électorale et les préoccupations budgétaires ne fassent retomber son cours en mars; des interventions ont donc eu lieu en sens contraire. Entre mars et la mi-mai, le franc français a continué de se renforcer de façon substantielle pour atteindre son plus haut niveau dans le Système pendant la période sous revue, ce qui a permis aux autorités françaises d'organiser une certaine détente des taux d'intérêt du marché.

Par suite, toutefois, du fléchissement des taux d'intérêt à court terme au Royaume-Uni en janvier et février, la livre sterling s'est rapprochée en février de sa borne inférieure de la marge large. Les taux d'intérêt espagnols ont été légèrement réduits et une pression à la hausse sur le loyer de l'argent au Royaume-Uni eut tôt fait de se manifester, pression qui s'est

Nécessité d'interventions de grande envergure; sept autres pays suivent le relèvement des taux d'intérêt allemands en décembre ...

... mouvement jugé déterminant et qui a contribué à la disparition des tensions

Forte hausse de la livre sterling après les élections

intensifiée à l'approche des élections. En mars, des interventions sont devenues nécessaires pour soutenir la livre. Après la victoire-surprise du parti conservateur aux élections législatives, la monnaie britannique a monté de façon spectaculaire et a même rejoint à la fin d'avril le centre de la marge étroite, de sorte que la couronne danoise est devenue la monnaie la plus faible du Système. Un abaissement, début mai, du taux bancaire de base au Royaume-Uni n'a produit qu'un effet très passager sur la livre, qui est revenue rapidement dans la partie supérieure de la marge étroite.

L'escudo fait son entrée dans le MCE

Le 6 avril, les autorités portugaises ont abandonné le rattachement unilatéral de l'escudo à un indice des monnaies membres du MCE et ont intégré leur monnaie à la marge large de ce dispositif, où elle a atteint rapidement son plafond contre la livre avant que la hausse de l'escudo ne soit enrayerée par des interventions de la Banque du Portugal et une baisse du loyer de l'argent. Après la vive appréciation de la livre qui a suivi les élections, l'escudo a sensiblement progressé et, début mai, il apparaissait comme la monnaie la plus forte du MCE.

#### *La couronne suédoise et le mark finlandais*

Le rattachement de la couronne suédoise à l'Écu ...

En 1991, les autorités suédoises et finlandaises ont unilatéralement rattaché leur monnaie à l'Écu, à l'instar de la Norvège en octobre 1990. Dans le cas suédois, la décision du rattachement de la couronne, le 17 mai, avec une marge de fluctuation de  $\pm 1\frac{1}{2}\%$  a entraîné des entrées notables de devises et un vif recul des taux d'intérêt à court et à long terme et, en même temps, un renforcement de la couronne. L'abandon par la Suède de son objectif de taux de change vis-à-vis d'un panier de devises pondéré en fonction des échanges commerciaux a donné lieu à des achats substantiels de dollars EU contre deutsche marks de la part d'entités suédoises privées, soucieuses de réaménager la structure de leur position extérieure débitrice nette. Parallèlement, la décision de la Suède d'adopter un objectif en termes d'Écu a entraîné un accès de faiblesse du mark finlandais dû au fait que les marchés escomptaient que la Finlande dévaluerait sa monnaie, avant de suivre l'exemple de la Suède de rattachement à l'Écu. Le 7 juin, en l'occurrence, la monnaie finlandaise a été rattachée unilatéralement à l'Écu sans dévaluation avec une marge de fluctuation de  $\pm 3\%$ , ce qui a rapidement allégé les pressions s'exerçant sur elle et amené une forte baisse des taux d'intérêt à court terme en Finlande. Toutes les mesures de contrôle des changes subsistantes étaient par ailleurs levées.

... est suivi d'une décision analogue en Finlande ...

... mais en novembre le mark subit une grave crise qui se termine par une dévaluation

En dépit de l'établissement de ce lien fixe avec l'Écu, le mark finlandais a bientôt été au centre de nouvelles pressions répétées sous l'effet en partie de la persistance de la très forte récession affectant le pays, de l'aggravation des écarts défavorables de taux d'intérêt et des craintes qu'un accord récent de salaires ne soit pas accepté. Ces pressions ont atteint leur paroxysme au début de novembre et, après une période temporaire de mise en flottement, se sont terminées le 15 novembre par une dévaluation de 12,3% du cours-pivot du mark finlandais par rapport à l'Écu. La crise de la monnaie finlandaise a déclenché de vigoureuses pressions spéculatives sur

la couronne suédoise qui ne se sont relâchées qu'après une démonstration impressionnante de fermeté de la part de la Riksbank. Etant donné qu'un relèvement de 1 point, le 26 novembre, n'avait pas suffi à enrayer les sorties de capitaux, l'institut d'émission suédois a encore relevé son taux marginal de prise en pension de 6 points, pour le porter à 17,5% le 5 décembre. Cette fois, le marché a accepté le message et, quelques jours seulement après, il a été possible de revenir en partie sur cette majoration exceptionnellement importante des taux directeurs. L'assouplissement des conditions monétaires s'est toutefois interrompu début avril, le marché suédois des changes ayant subi le contrecoup de nouvelles pressions sur le mark finlandais. Les difficultés de ces deux monnaies se sont atténuées lorsque les taux directeurs ont été une fois de plus fortement majorés et que la Banque de Finlande eut augmenté ses moyens d'intervention en faisant jouer les facilités de swap et de crédit existantes avec les autres banques centrales scandinaves, tandis que la Bundesbank fournissait une assistance similaire. En Finlande, un plan de mesures de stabilisation économique a également été annoncé à cette époque.

Les autorités suédoises agissent avec détermination pour protéger la couronne

## Or

Comme pour la plupart des autres matières premières et nombre d'actifs réels et financiers, les cours de l'or ont continué d'être considérablement déprimés pendant la période sous revue. Bien que la quantité d'or mise sur le marché ait stagné, les cours ont eu tendance à baisser pour la quatrième année de suite. La demande a reculé du fait de la récession et de l'absence de risques sérieux de recrudescence de l'inflation dans la majorité des pays industriels.

*Offre.* Les quantités globales d'or mises sur le marché n'ont guère varié en 1991. Le modeste accroissement de la production minière et quelques ventes officielles nettes ont été contrebalancés par des remboursements nets de prêts d'or et une diminution de l'offre globale émanant de l'Union soviétique et de la Chine.

Une offre globale stable due ...

En dépit de la faiblesse persistante des cours, la production minière mondiale a continué de s'accroître légèrement, des baisses dans divers

Origine et utilisation de l'or (estimations)					
Rubrique	1987	1988	1989	1990	1991
	en tonnes				
Production	1.385	1.550	1.680	1.745	1.780
Fournisseurs divers*	300	260	300	350	300
Variation des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations; - = accroissement)	95	-175	175	30	75
Nouveaux prêts d'or (chiffres nets)	70	150	50	100	-25
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.850	1.785	2.205	2.225	2.130

\* Ex-Union soviétique, Chine et quelques petits producteurs.

... à un accroissement de l'extraction ...

grands pays producteurs ayant été compensées par une nouvelle augmentation de la production en Amérique du Nord et chez plusieurs petits producteurs. La vigueur relative de la production minière en présence d'un recul supplémentaire des cours de l'or s'explique en partie par des ventes à terme antérieures de la part des producteurs. Ces cessions ont permis à certains d'entre eux de s'assurer des prix supérieurs à ceux qui sont pratiqués sur le marché au comptant et de maintenir en fonctionnement quelques mines à rentabilité marginale.

La production sud-africaine a fléchi de 0,7% pour revenir à 600 tonnes, ce qui a ramené la production totale à son plus bas niveau depuis plus de trente ans. En Australie, la production s'est également contractée, et ce pour la première fois depuis 1980, en partie du fait de l'assujettissement des sociétés à des impôts sur les bénéfices miniers.

Les Etats-Unis et le Canada ont enregistré un modeste accroissement de la production, sans comparaison toutefois avec les chiffres des années quatre-vingt. Ailleurs, la production minière globale a continué d'augmenter, encore qu'avec des différences sensibles d'un pays à l'autre.

La désintégration de l'Union soviétique a d'importantes conséquences pour le marché de l'or. La production en Russie et dans les autres républiques productrices d'or, notamment l'Ouzbékistan et le Kazakhstan, semble avoir diminué par rapport aux 260-310 tonnes recensées en 1989 et 1990. Les renseignements dont on dispose sur les montants nets vendus sur le marché sont moins sûrs, en raison notamment du développement des opérations de swap. Les cessions ont néanmoins dépassé de toute évidence la production, et le total des avoirs officiels dans l'ex-Union soviétique était tombé, indique-t-on, à seulement 240 tonnes environ à la fin de 1991. La Chine a accru sa production l'an dernier, mais l'utilisation nationale du métal jaune s'est développée et le pays semble avoir été acquéreur net sur le marché international.

... à la réduction des cessions des pays de l'Est ...

En dehors de l'ex-Union soviétique, les stocks d'or officiels ont diminué de 75 tonnes. Bien que les avoirs n'aient pas varié dans la grande majorité des pays, les augmentations constatées pour certains d'entre eux, dont l'Afrique du Sud, l'Inde, les Philippines, l'Algérie, la Tchécoslovaquie et la Colombie, ont été compensées et au-delà par des reculs ailleurs. Dans le cas de l'Afrique du Sud, la progression de 74 tonnes a surcompensé un fléchissement de ses réserves autres que l'or. L'Inde a vu ses stocks s'accroître de 18 tonnes en un an, mais a affecté en milieu d'année une grande quantité de métal jaune à des garanties de prêts pour reconstituer temporairement ses réserves de change sévèrement dégarnies (voir Chapitre III). Après avoir régulièrement étoffé tout au long des années quatre-vingt ses avoirs officiels recensés, pour les porter à un maximum de 142 tonnes à la fin de 1990, le Brésil a fait apparaître une baisse de 79 tonnes en 1991. Poursuivant son programme de ventes d'or, le Canada a cédé 56 tonnes.

... à de modestes ventes officielles et ...

... à des remboursements nets de prêts d'or

En 1991, les remboursements nets de prêts d'or ont réduit la quantité de métal jaune mise sur le marché. Les taux d'intérêt sur ces prêts à court terme sont revenus d'un niveau de plus de 2% à la fin de 1990, la crise du Golfe aggravant les incertitudes, à moins de 1% une année plus tard.

Production mondiale d'or <sup>1</sup>								
Pays	1953	1970	1980	1987	1988	1989	1990	1991
	en tonnes							
Afrique du Sud	371	1.000	675	607	621	608	605	601
<i>Part dans la production mondiale (en %)</i>	<i>49,1</i>	<i>78,6</i>	<i>70,2</i>	<i>43,8</i>	<i>40,0</i>	<i>36,1</i>	<i>34,7</i>	<i>33,7</i>
Etats-Unis	61	54	31	155	201	266	294	300
Australie	33	20	17	111	157	204	243	234
Canada	126	75	52	117	135	160	167	177
Brésil	4	9	35	85	102	101	84	80
Papouasie-Nouvelle-Guinée	0	1	14	34	37	34	34	61
Chili	4	2	9	23	27	29	33	33
Colombie	14	7	17	33	33	32	33	32
Philippines	15	19	22	40	39	38	37	31
Ghâna	23	22	11	12	12	15	17	26
Divers <sup>1</sup>	104	64	79	169	188	194	197	207
Production mondiale	755	1.273	962	1.386	1.552	1.681	1.744	1.782
<i>Pour mémoire:</i>	moyenne annuelle, en dollars EU l'once							
<i>Cours</i>								
<i>en dollars EU courants</i>	35	36	615	447	437	381	384	362
<i>en dollars EU constants<sup>2</sup></i>	35	25	200	105	99	82	79	71

<sup>1</sup> Non compris l'ex-Union soviétique, la Chine et quelques petits producteurs. <sup>2</sup> Corrigés de l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis (1953=100).  
Sources: Consolidated Gold Fields PLC (Londres) et Gold Fields Mineral Services Ltd. (Londres).

*Demande.* La demande tendancielle a été faible l'an dernier. La récession a réduit les achats à usage industriel cependant que la demande à des fins de placement et de spéculation a subi le contrecoup de la tendance baissière des cours de l'or, de l'absence de graves menaces d'inflation dans les pays industrialisés et des rémunérations relativement élevées, en termes réels, des placements financiers réalisables rapidement. Les importations du Japon et de Taïwan, qui avaient soutenu ces dernières années le marché, n'ont pas augmenté au même rythme qu'antérieurement. Dans quelques autres parties de l'Extrême-Orient cependant, l'intérêt pour l'or ne s'est pas démenti.

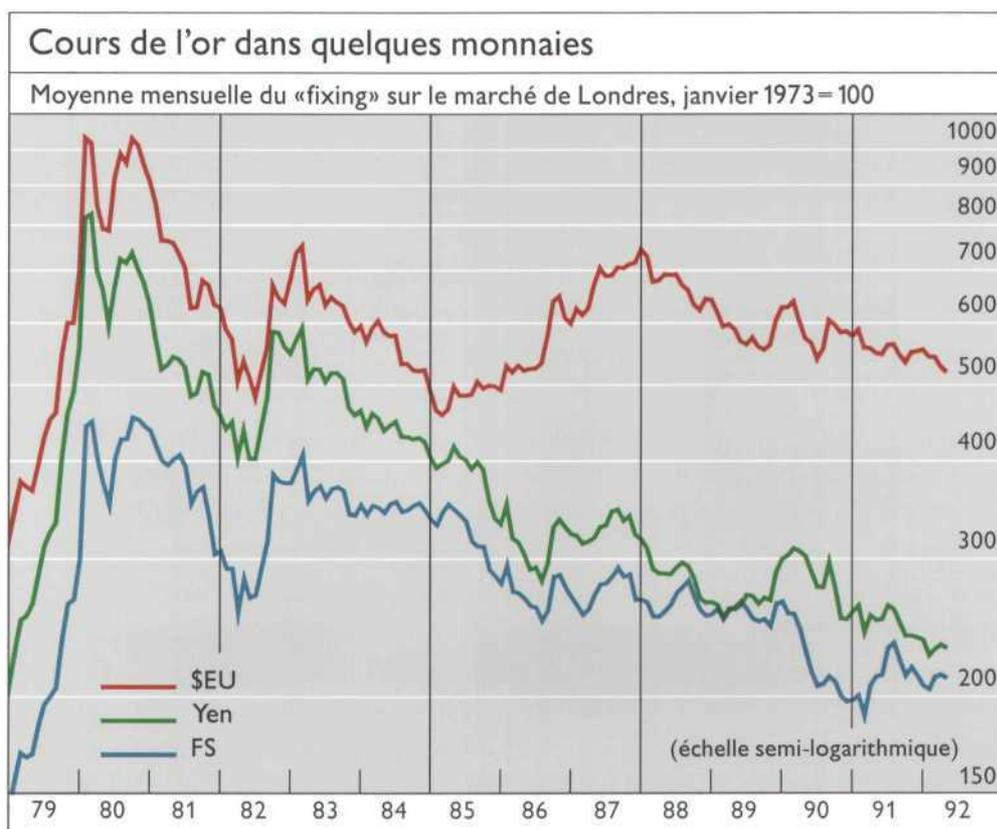
La demande industrielle a été dopée dans un passé récent par la baisse des cours et l'utilisation du métal jaune à des fins industrielles a en général été supérieure à la production. L'an dernier, toutefois, la récession a fait sentir ses effets et freiné la demande. En outre, dans les pays riches d'Extrême-Orient, le marché de la joaillerie semble avoir marqué le pas. Grâce à la libéralisation financière, les investisseurs japonais ont pu parvenir à une diversification des portefeuilles dans des instruments moins coûteux que la détention d'or physique. La déréglementation a également permis à davantage d'épargnants d'obtenir une rémunération de leurs placements financiers en rapport avec les taux du marché. Les restrictions plafonnant les taux créditeurs des banques appliqués à la clientèle du grand public avaient été antérieurement contournées par la création de comptes de

Faiblesse de la demande de caractère industriel et aux fins de placement

placement en or. Le développement des transactions au comptant et à terme a accru la détention d'or au Japon, bien que le phénomène n'ait pas nécessairement entraîné des importations physiques durant la période où les comptes en question se développaient. Leur popularité s'étant éteinte avec le déflationnement partiel des taux d'intérêt et la faiblesse persistante de l'or, le métal jaune a perdu une partie de son attrait pour les petits investisseurs japonais.

*Cours.* Au début de 1991, l'or a répondu par un redressement bref et étonnamment timide aux perspectives d'évolution du conflit au Moyen-Orient. Son cours, situé à \$390 à fin 1990, a dépassé \$400 l'espace d'une journée à la mi-janvier. Lorsqu'il n'a plus fait de doute que les hostilités seraient de courte durée, les facteurs intrinsèques de baisse des cotations ont repris le dessus. Celles-ci sont tombées à un creux de \$358 fin février, avant de remonter à \$367 moins d'une semaine après. Pendant les deux mois suivants, les cours ont reculé progressivement, pour s'établir à \$351 à fin avril. Puis, en mai, en dépit de la faiblesse persistante des cours des autres matières premières, l'or a commencé à se redresser, et sa progression l'a porté à plus de \$370 durant la deuxième semaine de juin. Toutefois, les producteurs ont saisi l'occasion pour assurer la couverture de la production future pendant ce qui s'est révélé être le raffermissement le plus sensible sur plus d'un an. Les cotations se sont mises rapidement à fléchir, ne cessant de rétrograder tout au long de l'été pour toucher à la mi-septembre, avec \$344, le plancher pour l'année. Il est à noter que la tentative de coup d'Etat en Union soviétique n'a pas suscité une demande, aux

Tendance à la baisse des cours



Volatilité des cours quotidiens de l'or <sup>1</sup>			
Année	Nombre de jours où les variations de cours ont dépassé		Ecart type des variations journalières en %
	1%	2%	
1979-85 <sup>2</sup>	116	49	1,66
1986	69	23	1,18
1987	72	17	1,04
1988	41	12	0,78
1989	43	4	0,78
1990	55	14	0,96
1991	24	2	0,65
1992 TI	2	0	0,48

<sup>1</sup> «Fixing» de Londres de la séance du matin, en dollars EU l'onçe de fin. <sup>2</sup> Moyenne annuelle.

fins de refuge, suffisante pour renverser la tendance. Ce n'est que plus tard, en septembre, que l'or s'est un peu ressaisi. Revigoré par l'annonce de réserves russes sensiblement moindres que ce que l'on supposait en général, les cours sont redescendus à \$371 à la mi-décembre. Une fois de plus, cette vigueur s'est avérée passagère et ceux-ci ont repris leur mouvement de baisse, tombant à la fin d'avril 1991, avec \$335, à leur niveau le plus faible depuis six ans en termes de dollars. En yens, les cotations se situaient alors à leur minimum depuis treize ans.

Dans l'ensemble, le cours de l'or a été exceptionnellement stable l'an dernier. La fourchette de négociation et la volatilité au jour le jour ont été nettement plus réduites qu'antérieurement (voir tableau ci-dessus). Pour cette raison, notamment, les opérations sur contrats à terme et options sur or ont marqué un net recul, tombant à leurs plus bas niveaux depuis 1986. La diminution de la volatilité des cours observée en 1991 s'inscrit dans le cadre d'une tendance à long terme. Dans les décennies antérieures, l'écart entre les extrêmes cycliques des cours de l'or était bien plus grand. Au début, ce phénomène a été une surréaction, les cours cherchant un nouvel équilibre après que les autorités nationales eurent cessé en 1971 de tenter de les contenir. L'intensité et les fluctuations de l'inflation pendant les décennies précédentes provoquaient en outre d'importantes variations des cours de l'or, considéré comme un refuge contre l'inflation.

Les modifications des conditions du marché ont été l'un des facteurs ayant permis de parvenir à une stabilité accrue des cours. La demande pour la joaillerie, qui représente de loin le principal usage industriel, s'est révélée sensible à l'évolution des prix, et les achats ont en général augmenté en période de baisse. En deuxième lieu, le recours à des techniques de couverture par les producteurs d'or s'est davantage répandu. Les ventes à terme entreprises lors des phases de hausse en vue de réduire les incertitudes en matière de recettes futures ont tendance à freiner le mouvement. En troisième lieu, l'apparition d'un certain nombre de produits dérivés qui permettent des prises de positions avec effet de levier important peut avoir détourné de l'or une partie de la demande spéculative, placement qui donne lieu à des coûts de livraison et de détention élevés. Enfin, quelques grands

Volatilité moindre des cours ...

... due à plusieurs facteurs

producteurs cherchent à empêcher d'amples fluctuations des cotations au travers de leurs opérations sur le marché. Auparavant, l'Union soviétique se livrait à de telles opérations, mais il est peu probable que l'atténuation des fluctuations des cours ait constitué une préoccupation majeure l'an dernier. L'Afrique du Sud continue d'essayer de favoriser la stabilité des cours; on peut toutefois penser qu'elle n'est pas en mesure d'en modifier l'orientation.

## VII. Marchés internationaux des capitaux

### Faits saillants

1991 aura été pour les marchés internationaux des capitaux une année de contrastes inégalés. Après plusieurs années d'expansion vigoureuse, les avoirs bancaires ont enregistré leur première baisse en valeur absolue, tandis que, déduction faite des opérations interbancaires, la croissance du crédit se ralentissait, pour tomber à un minimum historique de 2½%. Dans le même temps, les marchés obligataires ont établi un nouveau record et ceux des effets à court et à moyen terme ont poursuivi leur vif développement. Le retournement à la baisse de l'activité bancaire résulte en grande partie de la politique d'amélioration de la rentabilité et du renforcement des fonds propres ainsi que de la perception accrue des risques de crédit. Un repli sévère a été observé notamment sur l'interbancaire, considéré comme peu rentable et présentant des risques de contrepartie potentiellement importants. Sur le marché des titres, la baisse des taux d'intérêt et l'ampleur sans précédent des remboursements obligataires ont stimulé les émissions classiques à taux fixe. L'activité a été particulièrement dynamique dans les compartiments de l'Écu et de certaines monnaies à rémunération relativement élevée. Sous l'effet d'une reprise – qui s'est révélée éphémère – du marché boursier de Tokyo, les obligations liées aux actions ont augmenté jusqu'au début de l'été, mais ont ensuite marqué le pas. L'activité sur le marché des notes à taux variable a été réduite.

L'innovation financière et la concurrence sont restées les principaux facteurs de la vive expansion des instruments dérivés négociés sur les marchés et de gré à gré; la participation des banques dans ce secteur s'est de nouveau accrue. Toutefois, l'an dernier, le manque de transparence des opérations de gré à gré et les risques systémiques potentiels liés à ces marchés sont devenus sources de préoccupations pour les autorités.

Le compartiment de l'Écu privé a poursuivi sa progression, les prêts bancaires et les émissions de titres internationaux grimpant à des niveaux records. L'issue positive du Sommet de Maastricht aura vraisemblablement pour effet de stimuler davantage l'activité dans ce secteur.

Le redressement des opérations bancaires avec les pays en développement hors OPEP a constitué en 1991 un élément marquant. Des pays d'Asie ont une fois de plus bénéficié d'un volume important de crédits bancaires, cependant que plusieurs grands pays d'Amérique latine effectuaient un retour sur les marchés internationaux des titres, pour des montants jamais vus depuis le déclenchement de la crise de la dette. Le recours accru au financement extérieur est allé de pair avec le processus de libéralisation des marchés nationaux des capitaux – et en particulier la privatisation de nombreuses banques en 1991 – qui est en cours dans maints pays en développement.

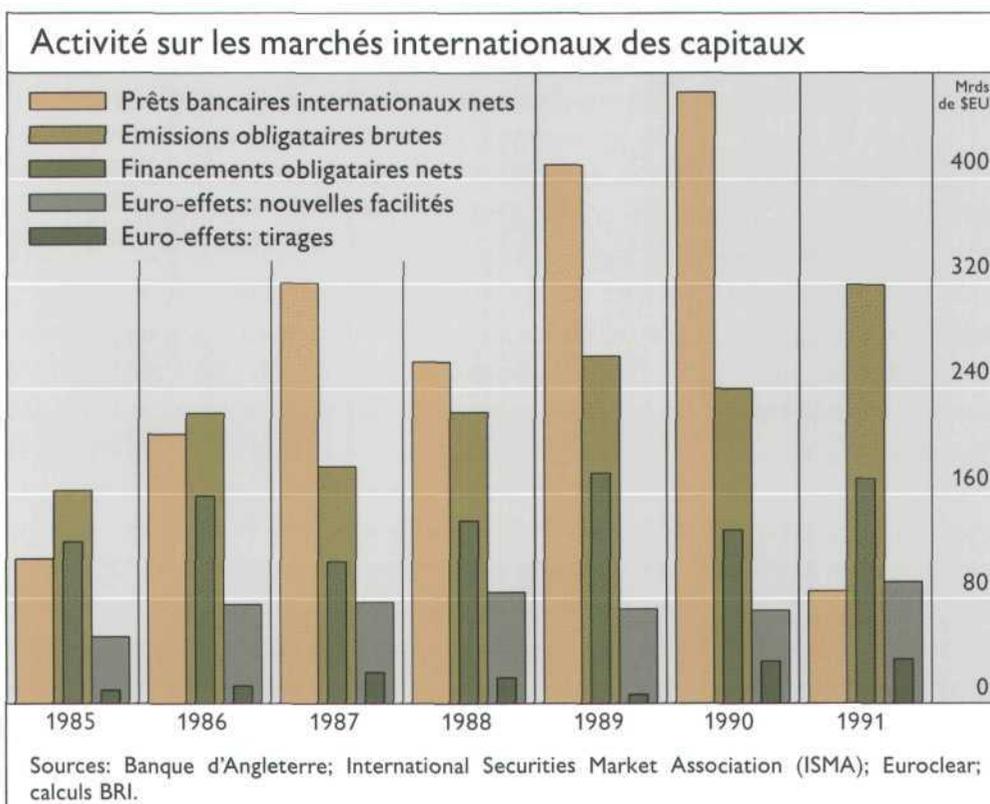
## Vue d'ensemble de l'activité du marché

Première baisse en valeur absolue des agrégats bancaires

Pour la première fois, les agrégats bancaires internationaux se sont contractés l'an dernier. L'encours total des créances transfrontières et créances locales en devises des banques déclarantes BRI, dont le rythme de progression sur douze mois a dépassé 10% au cours de chacune des six années précédentes, a baissé de \$102 milliards, soit de 1%, le repli étant encore plus sévère sur l'interbancaire. En termes nets des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques, on estime à \$85 milliards le volume des nouveaux financements consentis via le système bancaire international, soit moins d'un cinquième du chiffre de 1990. Après avoir emprunté ces dernières années des montants importants auprès des banques internationales, dans le sillage de la libéralisation des contrôles des changes et des marchés des capitaux dans plusieurs pays, les prêts finals aux résidents de la zone déclarante BRI se sont sensiblement ralentis. Les concours aux pays hors zone, moins affectés par la récession dans les pays industriels, se sont toutefois légèrement redressés.

Facteurs sous-jacents de ce repli

Les efforts accomplis par les banques pour renforcer leurs fonds propres, la perception accrue des risques de crédit, le processus général de restructuration financière et la situation conjoncturelle semblent avoir été parmi les facteurs essentiels de baisse de l'activité bancaire internationale (voir Chapitre VIII). En particulier, les banques ont considéré de plus en plus l'interbancaire comme faiblement rentable et comportant au surplus des risques de contrepartie potentiellement élevés. Par ailleurs, la dégradation de la qualité de nombreux actifs a incité à un surcroît de prudence dans les



Financements nets sur les marchés internationaux (estimations)							
Composante	Variation <sup>1</sup>						Montant à fin 1991
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
en milliards de dollars EU							
Créances externes des banques déclarantes <sup>2</sup>	509,5	601,8	436,1	684,9	608,3	- 56,4	6.239,9
Créances internes en devises	147,7	163,0	74,8	122,2	105,9	- 45,6	1.257,3
<i>moins: duplications d'écritures sur l'interbancaire</i>	452,2	444,8	250,9	397,1	249,2	-187,0	3.887,2
A = Prêts bancaires internationaux nets <sup>3</sup>	205,0	320,0	260,0	410,0	465,0	85,0	3.610,0
B = Tirages nets d'euro-effets	13,4	23,4	19,5	6,9	32,0	33,7	144,9
Emissions d'obligations internationales	220,9	180,3	221,6	264,6	239,8	318,9	
<i>moins: amortissements et rachats</i>	63,2	72,7	82,6	89,2	107,9	147,8	
C = Financement obligataire net	157,7	107,6	139,0	175,4	131,9	171,1	1.651,4
D = A + B + C = Total des financements	376,1	451,0	418,5	592,3	628,9	289,8	5.406,3
<i>moins: duplications d'écritures<sup>4</sup></i>	81,1	51,0	68,5	77,3	78,9	34,8	606,3
E = Financements internationaux nets	295,0	400,0	350,0	515,0	550,0	255,0	4.800,0

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> Obligations internationales émises et souscrites par les banques déclarantes et déjà prises en compte, directement ou indirectement, dans leurs créances internationales.

prêts, ce qui s'est traduit en moyenne par des marges plus élevées et des échéances plus courtes pour les crédits consortiaux.

Dans le même temps, les banques ont fait un usage accru des instruments dérivés, qui peuvent se substituer à des opérations de bilan mais présentent moins de risques de crédit. Calculée sur la base des avoirs internationaux des banques déclarantes BRI, la valeur théorique de l'encours identifié des contrats dérivés sur taux d'intérêt et devises aurait atteint, selon les estimations, près de 100% à fin 1991, contre 75% un an plus tôt. Bien que l'on ne dispose pas de données précises sur leur engagement direct dans ce secteur, les banques sont les principaux intermédiaires sur les marchés de gré à gré. Elles jouent également un rôle actif sur les marchés organisés puisqu'elles absorbent largement plus d'un tiers des ventes et acquisitions du contrat sur taux d'intérêt de l'eurodollar, le contrat financier à terme dont le volume des positions ouvertes est le plus important.

La fin des incertitudes liées à la guerre du Golfe et la diminution consécutive des taux d'intérêt à long terme sur la plupart des monnaies ont conduit nombre d'emprunteurs à refinancer leur dette sur les marchés obligataires et à modérer leur recours au crédit bancaire. Les anticipations de nouvelles baisses des taux d'intérêt ont dopé la demande des investisseurs et contribué à la forte expansion des financements par émission d'obligations.

Nouvelle progression de l'activité hors bilan ...

... et envolée des émissions obligataires après la guerre du Golfe

Le volume des emprunts effectifs a grimpé à \$319 milliards, c'est-à-dire un tiers de plus qu'en 1990, soit une progression sensible par rapport au précédent record. C'est au premier semestre que l'activité a été particulièrement soutenue, avec le lancement de plusieurs émissions très importantes par des organismes souverains et le redressement temporaire du secteur des emprunts liés aux actions. Seul le compartiment des notes à taux variable est resté déprimé pendant toute l'année. L'activité globale s'est toutefois accompagnée d'une hausse de 37% des remboursements qui, à près de \$150 milliards, ont atteint un nouveau sommet. De ce fait, le montant net collecté n'est pas parvenu à égaler le record historique de 1989.

Dans le compartiment à plus court terme, les tirages nets d'euro-effets, à \$34 milliards, ont légèrement dépassé le montant enregistré l'année précédente. Sur ce total, on a constaté une nouvelle désaffection pour l'europapier commercial à court terme au profit du secteur des effets à moyen terme.

Incidence de l'évolution au Japon

Une fois de plus, l'évolution au Japon aura fortement influencé les marchés internationaux des capitaux. Premièrement, la baisse des prix de l'immobilier et les problèmes qui en ont résulté pour certains intermédiaires financiers non bancaires ont pesé sur la demande de crédit des résidents japonais qui, les années précédentes, avait été en partie acheminée par le biais du système bancaire international. Deuxièmement, la crise de la Bourse de Tokyo au second semestre de 1991 a limité les émissions d'obligations liées aux actions. Par conséquent, les entreprises japonaises se sont tournées de plus en plus vers les émissions classiques à taux fixe, nationales et internationales. Troisièmement, les banques ont réduit leurs positions interbancaires peu rentables, afin d'améliorer leur compétitivité et de se conformer aux normes de fonds propres du Comité de Bâle. La diminution, en termes bruts, des agrégats bancaires internationaux, l'an dernier, s'explique entièrement par une contraction de 9% des bilans des banques de l'archipel. Enfin, la faiblesse des marchés des actions japonais semble également avoir tempéré la spéculation sur certains marchés d'instruments dérivés libellés en yens.

## Le marché bancaire international

Contraction exceptionnelle des créances interbancaires ...

La baisse des agrégats bancaires bruts est le résultat en termes nets d'une contraction de 3% au premier semestre, d'une croissance nulle au troisième trimestre et d'une reprise de 2% – de caractère en partie saisonnier – au quatrième trimestre. La chute exceptionnelle des créances interbancaires au sein de la zone déclarante a surtout concerné les grandes monnaies (dollar EU, livre sterling, yen japonais et deutsche mark), cependant que l'activité restait très soutenue sur d'autres devises telles que le franc français, l'Écu, la lire italienne et le florin néerlandais.

... résultant des efforts entrepris pour renforcer les bilans

La contraction marquée de l'interbancaire est due dans une large mesure aux efforts des banques de se conformer à l'accord de Bâle sur les fonds propres et d'accroître leur ratio bénéfices/actifs. Comme cela a déjà été mentionné, les institutions japonaises qui, dans un passé récent, avaient

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale					
Emplois et origines	Variation, hors effets de change				Montant à fin 1991
	1988	1989	1990	1991	
en milliards de dollars EU					
A = Créances sur les pays hors zone	13,5	- 1,7	-11,9	7,5	755,5
<i>dont: sur le secteur non bancaire</i>	-4,4	-11,7	- 9,6	- 2,0	396,0
B = Créances internationales intra-zone	496,4	793,8	680,8	-100,8	6.593,6
1) <i>Créances sur le secteur non bancaire</i>	159,9	229,7	284,4	104,2	1.851,4
2) <i>Utilisation par les banques de fonds interbancaires internationaux pour des prêts internes</i>	85,6	167,0	147,2	- 18,0	855,0
3) <i>Duplications d'écritures sur l'interbancaire</i>	250,9	397,1	249,2	-187,0	3.887,2
C = Non attribué	1,1	15,0	45,4	- 8,7	148,0
D = A + B + C = Total brut des avoirs bancaires internationaux	510,9	807,1	714,2	-102,0	7.497,2
E = D - B 3) = Crédit bancaire international net (estimations)	260,0	410,0	465,0	85,0	3.610,0
A = Engagements envers les pays hors zone	41,5	57,6	92,2	- 12,6	725,4
<i>dont: envers le secteur non bancaire</i>	21,5	29,7	37,7	- 12,7	316,2
B = Engagements internationaux intra-zone	460,9	720,4	626,2	-202,6	6.246,8
1) <i>Engagements envers le secteur non bancaire*</i>	66,2	158,1	175,7	13,6	1.264,4
2) <i>Apport par les banques de fonds internes pour des prêts internationaux</i>	119,0	148,6	165,1	27,9	1.233,7
3) <i>Duplications d'écritures sur l'interbancaire</i>	275,7	413,7	285,4	-244,1	3.748,7
C = Non attribué	33,3	45,7	32,0	56,1	386,5
D = A + B + C = Total brut des engagements bancaires internationaux	535,7	823,7	750,4	-159,1	7.358,7

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

été celles qui avaient recouru le plus massivement à l'interbancaire pour se financer et prendre des positions, ont été les plus promptes à se désengager. De fait, la réduction sur le marché interbancaire transfrontière s'explique largement par la baisse en chiffres absolus de \$145 milliards des créances entre le Japon et les autres centres intra-zone, et la quasi-totalité de la contraction sur les marchés locaux en devises s'est produite au Japon. Ce recul de la demande de financement résulte aussi de la diminution des prêts consortiaux, notamment en ce qui concerne les fusions et acquisitions. Les changements de stratégies de financement des banques se sont traduits par un resserrement de l'écart entre les taux d'intérêt sur les euro-dépôts et ceux des bons du Trésor.

Sur ce volume moins important des nouveaux prêts, les crédits finals acheminés par l'entremise du système bancaire international ont été en priorité destinés à la zone déclarante, mais dans une mesure moindre qu'au cours des années passées. Les prêts directs au secteur non bancaire de cette zone sont revenus de près de \$285 milliards en 1990 à un peu moins de \$105 milliards, tandis que les banques remboursaient \$18 milliards qu'elles avaient importés des marchés internationaux vers leurs marchés intérieurs. Les créances recensées sur les pays hors zone se sont accrues de

Ralentissement marqué de l'activité avec la clientèle non bancaire ...

... mais reprise  
des prêts aux  
pays hors zone

\$8 milliards, après un recul de \$14 milliards durant les deux années précédentes. Du côté de l'origine des fonds au bilan des banques, les nouveaux dépôts fournis par le secteur non bancaire de la zone déclarante n'ont représenté, avec \$14 milliards, que 8% de leur montant de 1990. Dans le même temps, les pays hors zone ont prélevé \$13 milliards sur leurs dépôts, alors que les institutions monétaires officielles retiraient \$24 milliards de leurs avoirs auprès des banques déclarantes.

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

Forte contraction  
des opérations  
internationales  
des banques  
japonaises ...

Les banques japonaises et leurs établissements à l'étranger sont largement responsables de la baisse totale de \$105 milliards de la valeur en dollars courants des créances internationales des banques déclarantes des pays industriels (on ne dispose pas de données corrigées de l'incidence des taux de change pour les divers groupes, mais celle-ci n'a pas été très importante l'an dernier). Leur part dans l'encours global a diminué de 2,5 points supplémentaires et a été ainsi ramenée à 31% à fin 1991, après avoir culminé à 38% en 1988. Le repli des banques nippones en 1991 est particulièrement frappant en comparaison des évolutions antérieures. Entre fin 1985 et fin 1989, elles avaient accru leurs avoirs internationaux à un rythme annuel moyen proche de 30%, cette expansion étant due à hauteur de 41% aux positions entre établissements de même groupe. La course aux parts de marché et les possibilités d'arbitrage offertes par la libéralisation progressive des marchés nationaux des capitaux, surtout après l'ouverture, fin 1986, du marché extra-territorial japonais (JOM), ont été les principaux facteurs d'influence. En fait, une proportion non négligeable des fonds exportés par les banques hors du Japon était réacheminée vers des emprunteurs nationaux par le biais de leurs établissements implantés à l'étranger. Plus récemment, la nécessité de se conformer aux nouvelles exigences de fonds propres, la suppression de nombreuses distorsions intérieures et une conscience accrue des risques de crédit ont conduit les banques nippones à revoir leurs stratégies. En 1990, elles avaient déjà comprimé leurs prêts à partir du Japon et allégé leurs bilans aux Etats-Unis, tout en continuant à renforcer leur présence dans les centres d'Europe continentale.

... et ses causes  
principales

En 1991, la nouvelle baisse du marché des actions de Tokyo, qui a réduit la valeur des réserves latentes des banques comprises dans les fonds propres de la catégorie 2, l'affaiblissement de la demande intérieure de crédit et l'abolition de l'encadrement des prêts en yens aux résidents ont précipité l'ajustement. La contraction totale de \$190 milliards des avoirs internationaux des banques japonaises l'an dernier s'est produite à hauteur de 45% sur le marché local en devises de Tokyo et à raison de 38% par suite d'une diminution sur les livres de leurs établissements européens. Cette baisse s'explique pour plus des deux tiers par un recul des créances sur des établissements hors groupe et sur la clientèle non bancaire. La compression des positions des banques de l'archipel sur le marché interbancaire international a été plus importante du côté du passif de leurs bilans et, en conséquence, leurs emprunts nets auprès des banques hors groupe sont

### Différentes catégories d'avoires et d'engagements bancaires internationaux selon le pays d'origine des banques\*

Pays d'origine	Variation en dollars courants en 1990				Variation en dollars courants en 1991				Montant à fin 1991
	Total	dont, vis-à-vis			Total	dont, vis-à-vis			
		Etablissements de même groupe	Autres banques	Secteur non bancaire		Etablissements de même groupe	Autres banques	Secteur non bancaire	
en milliards de dollars EU									
Banques japonaises									
Avoirs	152,9	71,5	49,9	31,6	-190,0	-61,0	- 98,4	-30,6	1.931,5
Engagements	132,4	35,6	56,4	40,3	-232,3	-53,2	-159,2	-19,9	1.824,5
Banques américaines									
Avoirs	-15,3	10,1	-30,2	4,8	- 2,4	-22,2	- 3,3	23,1	711,6
Engagements	- 2,1	14,3	- 5,9	-10,5	1,5	-40,1	16,2	25,4	743,7
Banques allemandes									
Avoirs	163,9	36,8	85,0	41,9	29,6	14,6	- 7,7	22,7	636,6
Engagements	130,2	34,5	41,8	53,9	28,8	14,4	- 1,3	15,7	485,5
Banques françaises									
Avoirs	122,3	39,3	49,8	33,2	- 10,5	10,6	- 3,2	-17,9	542,6
Engagements	154,1	52,6	49,0	52,5	5,6	- 2,6	- 3,1	11,2	613,8
Banques italiennes									
Avoirs	73,4	8,8	27,3	37,3	21,7	7,1	- 1,5	16,1	348,8
Engagements	74,1	10,8	42,5	20,9	27,0	10,3	12,0	4,8	356,0
Banques britanniques									
Avoirs	25,2	0,0	20,8	4,4	- 12,5	- 1,9	- 17,1	6,5	260,2
Engagements	13,2	0,3	11,6	1,3	- 9,6	- 2,6	- 4,2	- 2,9	312,0
Divers									
Avoirs	322,9	88,3	129,5	105,2	59,4	7,1	21,6	30,7	1.715,5
Engagements	378,3	77,7	110,1	190,6	33,1	33,6	3,7	- 4,1	1.748,2
Total									
Avoirs	845,3	254,8	332,1	258,4	-104,7	-45,7	-109,6	50,6	6.146,8
Engagements	880,2	225,8	305,5	349,0	-145,9	-40,2	-135,9	30,2	6.083,7

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

tombés de \$226 milliards à fin 1990 à \$166 milliards à fin 1991, niveau le plus bas depuis trente mois.

Le désengagement des banques nippones a influencé l'activité globale, mais un certain nombre d'autres éléments ont aussi contribué au ralentissement intervenu pour d'autres nationalités. Après une expansion record en 1990, les créances transfrontières des banques françaises, finlandaises et suédoises ont stagné ou diminué. Cette année-là, les avoires internationaux des établissements français avaient progressé de près de 30%: les résidents français avaient en effet transféré un volume important de fonds vers le

Ralentissement de l'activité des autres groupes bancaires ...

marché international à la suite de la suppression des dernières restrictions de change. Du fait, toutefois, de l'abaissement des réserves obligatoires en octobre 1990, on a assisté à des reflux massifs sur le marché intérieur, de sorte que les créances internationales des banques françaises se sont inscrites l'an passé en recul de \$11 milliards. Une baisse en valeur absolue à l'égard de la clientèle non bancaire explique largement cette contraction. Les banques britanniques, américaines et canadiennes ont comprimé leurs prêts internationaux, tandis qu'elles accroissaient leurs provisions pour pertes sur crédits. Si l'on exclut certains engagements hors bilan déclarés par quelques banques à Londres dans leurs comptes, on peut estimer à \$30 milliards environ la diminution réelle de l'encours des avoirs internationaux des établissements américains. A part les banques autrichiennes, tous les autres groupes ont vu se ralentir le rythme d'expansion de leur activité internationale, en particulier sur le marché interbancaire, les ralentissements les plus significatifs touchant les banques allemandes (de 38% à 5%), italiennes (de 29% à 7%) et danoises (de 29% à 4%).

#### *Evolution dans les divers centres*

... et dans la plupart des grands centres financiers

Ce sont les banques du Royaume-Uni – où les institutions nippones entrent pour 30% des créances extérieures – et celles du Japon qui ont connu les baisses les plus importantes de créances transfrontières l'an dernier, consécutives surtout à des remboursements d'emprunts antérieurs en dollars.

On a également constaté des contractions non négligeables pour les banques en France, en Suisse et au Canada, et la croissance s'est nettement ralentie dans pratiquement tous les autres centres. Les Etats-Unis font figure de principale exception, en raison d'une reprise des prêts transfrontières par les établissements de banques non américaines implantés aux Etats-Unis. Conséquence de l'abaissement, début 1991, des coefficients de réserves obligatoires, les banques aux Etats-Unis ont eu tendance à transférer leurs avoirs extérieurs des guichets bancaires extra-territoriaux (IBF) à leurs comptes internationaux «traditionnels».

Importantes sorties nettes de capitaux par le biais des banques au Japon

La compression de leurs engagements vis-à-vis de l'étranger étant beaucoup plus prononcée que celle de leurs avoirs, les banques au Japon sont passées d'une position débitrice nette de \$8 milliards, fin 1990, à une position créditrice nette voisine de \$97 milliards un an plus tard. Ces importantes sorties nettes de capitaux par le canal du système bancaire japonais ont reflété l'excédent des paiements courants du pays, la vive augmentation des placements étrangers en titres japonais à long terme et des prêts accordés aux résidents nippons par des établissements de banques japonaises situés hors de l'archipel. En France, les banques ont vu leur position débitrice nette s'accroître de \$33 milliards supplémentaires, sous l'effet de retours massifs de fonds en devises et du recours croissant des établissements français aux marchés internationaux des titres. Ailleurs, les emprunts nets en devises des banques en Italie sont ressortis à \$13 milliards, cependant que des remboursements significatifs en termes nets étaient effectués par les banques des pays scandinaves. De même, la position extérieure

Evolution dans les divers centres déclarants: avoirs									
Centre/position	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1991		
	1990			1991			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	9,0	77,1	25,9	-10,0	-41,9	14,9	84,3	934,3	329,7
France	8,9	55,8	-2,3	5,5	-21,6	- 9,9	72,4	336,4	67,5
Allemagne	29,6	42,9	3,0	- 6,4	16,6	1,3	234,8	148,3	9,1
Luxembourg	0,9	40,5	6,1	0,7	17,7	0,7	5,5	307,3	50,4
Belgique	1,9	20,9	4,9	3,2	- 1,6	1,7	17,2	181,7	57,7
Pays-Bas	0,5	21,3	1,7	6,3	0,9	9,9	39,5	140,2	35,9
Suisse	10,4	35,4	0,3	- 8,2	1,7	- 0,2	103,1	291,4	19,6
Suède	- 1,9	4,7	21,7	0,4	- 0,9	- 3,8	2,2	32,1	70,2
Autres pays européens	- 7,4	26,9	24,8	7,5	9,7	18,9	42,1	234,0	170,1
Total des pays européens déclarants	51,9	325,5	86,1	- 1,0	-19,4	33,5	601,1	2.605,7	810,2
Japon: JOM	18,6	34,0	25,0	31,5	-50,0	-21,0	263,0	230,0	71,0
Autres	1,3	18,7	-9,5	-10,7	- 6,7	-56,6	205,5	243,9	347,6
Etats-Unis: IBF	-38,5	-6,2	0,0	-17,2	3,5	0,0	234,2	56,4	0,0
Autres	15,2	1,4	0,0	18,8	1,8	0,0	279,8	16,7	0,0
Asie	2,2 <sup>1</sup>	115,3 <sup>2</sup>	..	0,9 <sup>1</sup>	- 6,2 <sup>2</sup>	..	7,8 <sup>1</sup>	833,1 <sup>2</sup>	..
Autres centres <sup>3</sup>	0,3 <sup>4</sup>	68,7	4,4 <sup>4</sup>	- 0,7 <sup>4</sup>	- 1,0	- 1,5 <sup>4</sup>	3,8 <sup>4</sup>	659,0	28,5 <sup>4</sup>
Total	50,9	557,4	105,9	21,6	-78,0	-45,6	1.595,1	4.644,8	1.257,3

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

créditrice nette en deutsche marks des banques sises en Allemagne a baissé de \$11 milliards.

### Prêts directs au secteur non bancaire intra-zone

La récession économique a été déterminante dans l'affaiblissement marqué de la demande de crédit au sein du monde industriel l'an dernier. Après plusieurs années de croissance très vigoureuse, le secteur non bancaire a réduit de plus de 60% ses nouveaux emprunts internationaux. La baisse la plus spectaculaire a porté sur les prêts à la clientèle américaine. En 1990, un montant de \$50 milliards de nouveaux crédits, en provenance pour beaucoup des banques non américaines implantées dans les centres extra-territoriaux des Caraïbes, avait dans une certaine mesure compensé la réduction prononcée des prêts bancaires intérieurs. En 1991 toutefois, les crédits transfrontières octroyés aux résidents américains ne se sont chiffrés qu'à \$6 milliards.

Sous l'effet du ralentissement de la croissance économique au Japon et de la fin du boum de l'immobilier, les concours transfrontières accordés aux

Affaiblissement marqué de la demande de crédit au sein du monde industriel ...

Evolution dans les divers centres déclarants: engagements									
Centre/position	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1991		
	1990			1991			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	30,2	74,3	36,6	-15,9	-27,5	5,4	156,2	998,6	289,6
France	40,9	47,2	-12,3	17,8	- 1,2	- 6,7	115,7	381,4	56,6
Allemagne	15,1	31,7	3,7	5,0	7,3	- 0,6	129,2	106,7	10,1
Luxembourg	0,8	35,4	7,8	0,1	11,5	5,3	5,2	275,8	67,7
Belgique	2,3	13,1	8,2	- 1,7	- 4,4	2,0	20,8	188,5	49,4
Pays-Bas	2,0	18,1	4,3	4,2	- 2,5	0,8	28,5	120,0	34,0
Suisse	15,4	27,4	7,6	- 1,8	1,9	- 2,8	68,8	248,1	62,2
Suède	- 0,4	21,8	4,0	- 0,1	- 6,8	- 1,3	4,0	89,2	11,0
Autres pays européens	1,6	39,2	15,3	3,2	24,8	11,7	46,7	380,1	69,0
Total des pays européens déclarants	107,9	308,2	75,2	10,8	3,1	13,8	575,1	2.788,4	649,6
Japon: JOM	9,5	28,0	30,0	-25,5	-34,0	-38,0	118,0	248,0	52,0
Autres	- 6,1	15,6	- 2,5	-35,9	-32,6	- 2,8	152,5	327,2	321,6
Etats-Unis: IBF	-16,4	-4,3	0,0	-20,0	4,6	0,0	297,8	60,9	0,0
Autres	17,1	1,0	0,0	16,1	0,4	0,0	282,8	14,0	0,0
Asie	2,0 <sup>1</sup>	99,2 <sup>2</sup>	..	3,6 <sup>1</sup>	-23,8 <sup>2</sup>	..	16,3 <sup>1</sup>	755,4 <sup>2</sup>	..
Autres centres <sup>3</sup>	0,7 <sup>4</sup>	84,4	0,9 <sup>4</sup>	- 1,6 <sup>4</sup>	2,8	- 0,3 <sup>4</sup>	8,4 <sup>4</sup>	679,5	11,3 <sup>4</sup>
Total	114,7	532,1	103,6	-52,4	-79,5	-27,2	1.450,9	4.873,4	1.034,4

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

emprunteurs de l'archipel, à \$44 milliards, ont été inférieurs de 30% à leur niveau de 1990. L'essentiel de ces fonds a continué d'être fourni par les établissements des banques nippones situés dans les centres extra-territoriaux d'Asie. Parallèlement, par suite de la levée du plafonnement des crédits bancaires intérieurs en yens, le secteur non bancaire japonais a remboursé \$20 milliards de prêts en devises qu'il avait souscrits précédemment auprès de banques nationales.

En Europe, après plusieurs années de croissance dynamique, les emprunts extérieurs ou en devises auprès de banques nationales ont fortement diminué dans la plupart des pays. En France et en Italie, où les ajustements de portefeuilles consécutifs au démantèlement du contrôle des changes semblent achevés, le resserrement des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis du deutsche mark, le ralentissement économique et le mouvement en faveur des émissions de titres ont été les principaux facteurs à l'origine de cette baisse. En effet, les prêts transfrontières aux résidents italiens ont été entièrement acheminés par l'intermédiaire du marché de l'eurolire. La gravité de la récession et les modifications des anticipations de taux de change ont concouru à une inversion brutale du secteur non bancaire des pays

... en particulier dans les pays scandinaves ...

scandinaves qui, après s'être procuré \$36 milliards à l'extérieur ou en devises chez eux en 1990, ont remboursé près de \$4 milliards l'an dernier. L'Allemagne a été le seul pays où les emprunts de la clientèle non bancaire ont encore fait preuve d'une grande vitalité: cela s'explique essentiellement par la baisse des ressources de trésorerie des entreprises en présence d'une forte demande intérieure d'investissement. Si les prêts au secteur non bancaire britannique ont aussi vivement progressé, la majorité d'entre eux étaient liés à l'accroissement de certaines catégories d'engagements hors bilan par quelques banques.

... mais augmentation des emprunts du secteur non bancaire allemand

En ce qui concerne l'origine des fonds au bilan des banques, la croissance des dépôts s'est quasiment interrompue. Les placements hors frontières de la clientèle non bancaire intra-zone ont stagné, tandis que les dépôts locaux en devises se sont accrus de \$13,3 milliards (5%), soit un tiers du montant de 1990. La seule expansion notable des dépôts externes a été le fait de résidents allemands (\$11,6 milliards), mais son ampleur a été bien moindre qu'en 1990. Elle s'est produite en totalité au premier semestre, les résidents allemands prélevant par la suite \$9,7 milliards sur leurs avoirs à l'étranger. Les clientèles italienne et britannique ont renforcé leurs dépôts internationaux de 12% et 6% respectivement, chiffres sensiblement inférieurs à ceux de 1990.

Stagnation des dépôts non bancaires

Les retraits des résidents américains sur leurs avoirs en eurodollars (\$12 milliards) semblent avoir été dus en partie au resserrement de l'écart entre les taux de rémunération des dépôts en eurodollars et les rendements des bons du Trésor américain. Par ailleurs, l'abaissement, début 1991, des coefficients de réserves obligatoires aux Etats-Unis a réduit l'attrait des comptes en eurodollars par rapport aux dépôts

Créances des banques déclarantes sur le secteur non bancaire dans les pays du Groupe des Dix									
Pays de l'emprunteur non bancaire	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1991		
	Position externe		Position locale en devises		Pour mémoire: crédit bancaire interne*		Position externe	Position locale en devises	Pour mémoire: crédit bancaire interne*
	1990	1991	1990	1991	1990	1991			
en milliards de dollars EU									
Etats-Unis	50,1	6,1	0,0	0,0	1,3	-9,0	278,2	0,0	4.337,5
Japon	63,7	44,1	8,4	-19,8	351,5	133,7	250,4	206,1	4.998,1
Allemagne	2,5	9,7	1,5	1,7	141,7	174,9	92,4	6,2	2.084,9
France	5,6	2,2	0,8	-0,1	108,4	36,0	31,7	21,0	1.602,1
Italie	23,3	8,0	5,0	9,1	69,4	80,8	81,9	60,6	848,0
Royaume-Uni	10,8	5,6	8,5	16,2	127,2	55,4	60,3	148,7	1.167,6
Canada	8,3	3,3	4,2	-1,9	21,9	30,8	38,3	25,7	312,0
Pays-Bas	15,8	4,6	1,9	10,1	15,8	15,7	60,8	27,9	346,0
Suède	4,9	1,5	17,9	-1,1	2,0	11,5	20,8	65,0	140,6
Suisse	4,5	-1,3	1,4	0,2	26,7	17,5	24,0	14,2	347,3
Belgique-Luxembourg	3,4	0,9	0,4	-1,2	15,8	9,8	29,1	34,9	320,7

\* Hors crédits en devises.

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

Pays du déposant non bancaire	Variation, hors effets de change						Montant à fin 1991		
	Position externe		Position locale en devises		Pour mémoire: agrégat monétaire large*		Position externe	Position locale en devises	Pour mémoire: agrégat monétaire large*
	1990	1991	1990	1991	1990	1991			
en milliards de dollars EU									
Etats-Unis	22,1	-12,2	0,0	0,0	60,0	65,5	272,8	0,0	4.101,8
Japon	-2,0	- 5,9	..	..	241,4	91,0	17,7	..	4.122,5
Allemagne	28,8	11,6	2,1	-0,4	46,7	64,3	136,0	7,0	1.053,8
France	12,3	- 0,1	-6,5	-0,9	77,8	17,9	44,7	11,5	991,0
Italie	7,3	3,2	0,9	1,0	101,4	123,5	33,8	5,6	1.209,0
Royaume-Uni	14,3	3,9	19,5	5,5	90,5	50,7	70,5	102,3	938,8
Canada	6,2	- 3,6	0,5	-0,5	19,8	15,2	16,5	8,6	288,9
Pays-Bas	1,6	4,5	3,9	1,4	9,7	6,3	56,7	25,8	146,1
Suède	-0,1	0,6	0,6	-0,1	10,8	4,8	5,0	4,9	119,6
Suisse	10,6	0,2	6,6	-0,6	8,1	9,0	67,5	54,1	284,8
Belgique-Luxembourg	7,5	- 1,5	5,3	3,9	7,1	8,5	35,6	44,0	181,4

\* Pays-Bas: M2; Japon: M2+CD; Royaume-Uni: M4; Etats-Unis: M3 – eurodollars à vingt-quatre heures et à terme; Italie: total actifs liquides; autres pays: M3.

internes. Les clientèles japonaise et canadienne ont également rapatrié des dépôts délocalisés.

### Evolution de l'activité avec les pays hors zone

Les créances bancaires sur les pays hors zone, qui s'étaient contractées en 1989 et 1990, se sont redressées de \$8 milliards alors que les dépôts de ce groupe ont chuté de \$13 milliards, après une augmentation totale de \$240 milliards au cours des quatre années précédentes. Les crédits destinés au Mexique et à certains pays asiatiques se sont notablement accrus, mais les créances recensées sur la plupart des autres pays en développement se sont inscrites en recul. En effet, comme le montre de manière plus détaillée la dernière partie de ce chapitre, le contraste a été frappant entre les concours bancaires octroyés aux pays d'Amérique latine hormis le Mexique – qui ont continué de stagner ou de baisser – et le tonus persistant de l'activité en Asie.

Dans les autres pays en développement, des modifications majeures sont intervenues dans l'activité avec les pays de l'OPEP et hors OPEP au Moyen-Orient. A l'exception de l'Iran, de l'Arabie Saoudite et de Qatar, les créances bancaires sur tous les pays de cette zone ont diminué. Parallèlement, la quasi-totalité d'entre eux ont réduit leurs dépôts auprès des banques déclarantes, sauf l'Egypte et la Jordanie qui, ayant reçu un volume non négligeable de fonds en provenance d'autres pays arabes, ont accru leurs dépôts et renforcé leurs positions créditricettes nettes; la plus forte contraction a été de loin celle du Koweït (\$6,2 milliards).

Contraction des créances sur le Moyen-Orient ...

Plusieurs facteurs expliquent ce repli. Les destructions occasionnées par le conflit du Golfe ont été de grande ampleur et les coûts de reconstruction énormes. Ces pays ont par ailleurs pâti de la baisse des cours du pétrole et, mis à part l'Arabie Saoudite, l'Iran et Oman, ont réduit leurs livraisons de brut. Les répercussions de l'affaire de la BCCI ont perturbé l'activité bancaire dans plusieurs pays et affecté les relations financières entre les principaux centres de la région. Enfin, anticipant de possibles sanctions économiques de la part des Nations unies, la Libye a prélevé \$1,9 milliard sur ses dépôts au dernier trimestre de 1991. Les retraits effectués auprès des banques dans les seuls pays industriels déclarants ont été encore plus importants (\$2,5 milliards).

La contraction de l'encours des créances bancaires sur l'Europe de l'Est (-\$1,7 milliard) sous-estime le tarissement des prêts consentis à la plupart de ces pays. Certes, les créances sur l'ex-Union soviétique ont augmenté au total de \$1,3 milliard, mais elles auraient en réalité diminué de quelque \$4 milliards sans la présence d'un volume élevé de crédits assortis

... et l'Europe de l'Est

Activité des banques déclarantes avec les pays hors zone									
Position des banques	Variation, hors effets de change								Montant à fin 1991
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
en milliards de dollars EU									
<b>Emprunts auprès des banques déclarantes</b>									
Pays développés non déclarants	5,2	7,3	7,2	4,8	2,1	2,9	6,0	0,5	149,3
Europe de l'Est	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	- 1,7	92,2
<i>dont: ex-Union soviétique</i>	1,6	3,7	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	1,3	54,0
OPEP	-2,1	0,2	0,5	2,2	5,4	5,7	- 2,3	- 4,6	133,5
<i>dont: Moyen-Orient</i>	0,3	-1,4	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,7	- 6,7	54,1
PED hors OPEP	9,7	11,0	3,1	2,2	-2,4	-19,6	- 5,7	13,3	380,6
<i>dont: Amérique latine*</i>	5,3	1,7	1,5	-3,7	-5,0	-16,7	-23,0	- 0,9	186,4
Asie	4,8	8,1	2,6	7,7	3,9	0,3	18,0	17,8	159,0
Afrique	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	-0,6	- 1,8	0,0	- 1,6	22,2
Moyen-Orient	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	-0,7	- 1,4	- 0,7	- 2,0	12,9
<b>Total des emprunts</b>	<b>12,8</b>	<b>24,1</b>	<b>14,4</b>	<b>11,6</b>	<b>13,5</b>	<b>- 1,7</b>	<b>-11,9</b>	<b>7,5</b>	<b>755,5</b>
<b>Dépôts auprès des banques déclarantes</b>									
Pays développés non déclarants	2,7	3,5	7,4	6,1	13,4	17,3	7,8	- 3,5	106,6
Europe de l'Est	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,1	0,2	- 5,9	1,3	22,1
<i>dont: ex-Union soviétique</i>	1,7	0,9	0,8	-1,9	1,8	- 0,7	- 6,6	0,3	8,8
OPEP	4,0	6,6	-22,1	19,2	11,6	14,4	25,4	-14,0	233,5
<i>dont: Moyen-Orient</i>	1,0	0,8	-13,5	17,5	12,0	9,5	18,0	-17,6	180,3
PED hors OPEP	19,3	5,7	12,9	24,2	12,4	25,7	64,9	3,7	363,1
<i>dont: Amérique latine*</i>	10,1	0,4	0,7	6,7	3,4	4,6	19,0	- 2,9	115,4
Asie	9,8	2,5	13,1	14,0	7,7	16,5	34,6	2,1	174,9
Afrique	1,0	1,4	0,0	1,6	1,5	1,7	3,7	- 0,7	26,0
Moyen-Orient	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	-0,2	2,9	7,6	5,1	46,9
<b>Total des dépôts</b>	<b>30,3</b>	<b>18,6</b>	<b>- 1,6</b>	<b>48,7</b>	<b>41,5</b>	<b>57,6</b>	<b>92,2</b>	<b>-12,6</b>	<b>725,4</b>

\* Comprend les pays de la zone des Caraïbes qui ne sont pas classés comme centres bancaires extra-territoriaux.

de garanties publiques, accordés pour l'essentiel par l'Allemagne. Les baisses les plus prononcées ont été enregistrées vis-à-vis de la Hongrie (\$1,5 milliard) et de la Tchécoslovaquie (\$0,8 milliard). Ces deux pays ont annoncé des excédents en monnaies convertibles de leurs paiements courants, bénéficié d'entrées de capitaux substantielles, renforcé leurs réserves de change et accru leurs dépôts auprès des banques (\$1,9 milliard et \$1,4 milliard respectivement). A l'inverse, aux prises avec une détérioration brutale de sa balance des transactions courantes et avec l'assèchement de nouveaux crédits, la Pologne a vu ses avoirs auprès des banques déclarantes se replier de \$2,5 milliards.

Enfin, les concours bancaires aux pays développés hors zone sont ressortis à seulement \$0,5 milliard. Sur une base nette, on a constaté des entrées non négligeables de fonds pour le Portugal (\$3,6 milliards) et la Nouvelle-Zélande (\$1,5 milliard). L'encours des créances et engagements vis-à-vis de l'ex-Yougoslavie a régressé de \$1,7 milliard et \$2,9 milliards respectivement. A la fin de 1991, ses dépôts ne s'inscrivaient plus qu'à \$4,9 milliards, niveau inférieur de moitié à celui de fin septembre 1990.

### *Le marché des crédits consortiaux*

Réduction  
en volume des  
nouvelles facilités  
consortiales ...

La récession dans le monde industriel, les incertitudes et tensions spécifiques affectant l'activité bancaire internationale et la réceptivité des marchés obligataires ont fortement pesé sur les prêts consortiaux. Les nouvelles facilités annoncées ont baissé de 14%, pour s'établir au total à \$137 milliards, dont déjà \$20 milliards au titre de gros crédits mis sur pied au profit de l'Arabie Saoudite, du Koweït et d'une société américaine. Les conditions des prêts ont été durcies: les marges se sont élargies en moyenne à 77 points de base, l'écart le plus grand enregistré à ce jour, et l'échéance moyenne des nouvelles facilités est tombée à un minimum historique de cinq ans et quatre mois. Les banques ont également rendu les conditions contractuelles des nouveaux crédits plus restrictives et ont exigé des emprunteurs de meilleurs ratios d'endettement. La désaffection vis-à-vis des opérations à fort effet de levier s'est reflétée dans le volume peu élevé des facilités conclues en liaison avec des fusions et acquisitions, revenu à moins de \$5 milliards, contre \$62 milliards en 1989 et \$29 milliards en 1990.

... mais retour  
sur le marché  
des pays en  
développement

Malgré des conditions globalement défavorables, on a assisté à une reprise marquée des prêts consortiaux aux pays en développement, des programmes importants étant conclus pour l'Indonésie, la Corée du Sud, le Mexique et la Thaïlande. Deux tiers seulement des nouveaux crédits de ce type ont été destinés aux pays de l'OCDE. Des baisses très prononcées ont été enregistrées pour les emprunteurs britanniques, qui ont intensifié leur recours aux crédits bilatéraux, et pour les résidents italiens, temporairement exclus du marché à la suite d'un litige sur les garanties publiques apparu à l'occasion d'une procédure de cessation de paiements de grande ampleur. De même, les emprunteurs canadiens ont nettement délaissé le marché des crédits consortiaux au profit des marchés obligataires internationaux.

## Les marchés internationaux des titres

### *Le marché des effets à court et à moyen terme*

Les nouveaux placements d'euro-effets à court et à moyen terme ont représenté 17% du volume net des fonds levés sur les marchés internationaux des titres (20% en 1990). Dans le compartiment à plus court terme, qui comprend en grande partie l'europapier commercial (EPC), l'encours des euro-effets a progressé de 19%, pour s'inscrire à \$106,4 milliards. Plus de 40% de ces nouveaux tirages nets ont été libellés en monnaies autres que le dollar, avec un volume considérable émis en Écus et en liras italiennes. Malgré une croissance soutenue l'an dernier, on a relevé des signes de consolidation dans ce compartiment du marché. Les programmes d'émissions d'euro-effets à court terme annoncés ont été ramenés à \$38 milliards, leur niveau le plus bas depuis 1984. Par ailleurs, les nouveaux placements nets d'EPC sont surtout intervenus au premier trimestre, avec une atténuation de l'activité par la suite. Les craintes accrues au sujet de la cote de crédit des émetteurs ont eu tendance à réduire le cercle éligible des nouveaux emprunteurs et ont contribué à la meilleure performance des titres cautionnés par rapport à l'EPC pendant la dernière partie de l'année.

La poursuite du développement du marché des euro-effets à court terme contraste avec les évolutions de nombreux marchés intérieurs du papier commercial (PC). Après plusieurs années de croissance très rapide, l'encours de ces instruments s'est contracté partout dans le monde, revenant de \$813 milliards à fin 1990 à \$771 milliards un an plus tard. Toutefois, cette baisse ne peut être entièrement imputée à la récession ni à des considérations de taux d'intérêt. Le plus souvent, elle s'explique plutôt par des évolutions spécifiques dans divers pays. Aux Etats-Unis, le relèvement de la notation minimale pour les investissements éligibles en PC par les fonds communs de placement monétaires et la perception accrue des risques de crédit ont été pour l'essentiel à l'origine de la contraction de 5% des encours. Avant 1991, au Japon, les émetteurs avaient fait appel à ce marché pour exploiter des possibilités d'arbitrage. L'an dernier, le resserrement des écarts de taux d'intérêt vis-à-vis d'autres instruments a réduit le champ d'action de telles stratégies et contribué à la diminution de 16% de l'encours de PC. En Espagne, les émissions de ce type avaient vivement augmenté en 1990 en raison de l'instauration d'un plafonnement de l'expansion du crédit bancaire intérieur et de limitations des emprunts à l'étranger. Après la levée de ces restrictions en 1991, le marché a progressé à un rythme beaucoup plus lent. Enfin, en France, la stagnation du marché des billets de trésorerie a été due en partie à un redéploiement des placements des SICAV au profit des certificats de dépôt négociables après l'abaissement des coefficients des réserves obligatoires au dernier trimestre de 1990.

A l'inverse, le marché allemand du PC, sur lequel la première émission n'a été annoncée qu'en février 1991, a connu une vive expansion. Fin mars 1992, des montages d'un total de DM 28,5 milliards avaient été mis sur pied

Signes d'une consolidation dans le secteur des euro-effets à court terme et désengagement vis-à-vis du dollar

Contraction sur les principaux marchés nationaux du PC ...

... pour des raisons spécifiques ...

... mais croissance du nouveau marché allemand

## Marchés nationaux et internationaux du papier commercial et d'effets à moyen terme

Poste	Ouverture du marché	1986	1987	1988	1989	1990	1991
		encours en fin d'année, en milliards de dollars EU <sup>1</sup>					
Papier commercial							
Etats-Unis	avant 1960	325,9	373,6	451,6	521,9	557,8	528,1
Japon	fin 1987	–	13,8	73,8	91,1	117,3	99,0
France	fin 1985	3,7	7,6	10,4	22,3	31,0	30,8
Espagne	1982	6,2	3,9	5,0	7,4	25,6	27,9
Canada	avant 1960	11,9	14,9	21,0	25,0	26,6	26,1
Suède	1983	3,7	7,8	9,5	15,9	23,1	24,0
Australie <sup>2</sup>	milieu des années 1970	4,1	7,5	7,9	11,1	10,9	12,2
Royaume-Uni	1986	0,8	3,8	5,7	5,7	7,5	7,0
Finlande	mi-1986	0,4	2,5	4,9	6,9	8,3	5,9
Allemagne	début 1991	–	–	–	–	–	5,4
Pays-Bas	1986	0,1	0,9	1,0	0,8	2,0	2,6
Norvège	fin 1984	0,9	2,1	1,7	2,0	2,3	2,0
Belgique	1990	–	–	–	–	0,1	0,3
Ensemble des marchés nationaux		357,7	438,4	592,5	710,1	812,5	771,3
Europapier commercial	milieu des années 1980	13,9	33,3	53,2	58,5	70,3	79,6
Autres euro-effets à court terme	début des années 1980	15,1	16,9	13,5	11,1	19,1	26,8
Total		386,7	488,6	659,2	779,7	901,9	877,7
Effets à moyen terme							
Etats-Unis	début des années 1970	35,0 <sup>3</sup>	50,0 <sup>3</sup>	65,0 <sup>3</sup>	75,9	99,7	141,7
Euro-effets à moyen terme	milieu des années 1980	0,4	2,6	5,6	9,6	21,9	38,5

<sup>1</sup> Convertis aux taux de change de fin d'année, sauf pour l'Australie. <sup>2</sup> Encours à fin juin converti aux taux de change à cette date. <sup>3</sup> Estimation.

Sources: Euroclear et autorités nationales.

et DM 12,9 milliards de titres placés sur le marché. Contrairement à d'autres marchés nationaux tels que celui du PC en livres sterling, les programmes existants des emprunteurs allemands ont été largement mis à exécution. Un certain nombre de grandes entreprises se sont intéressées à ce marché en raison du coût de financement moindre par rapport aux emprunts auprès des banques nationales. L'activité d'émission a également été encouragée par l'attrait pour les investisseurs des rémunérations des placements à court terme en deutsche marks.

Le marché des euro-effets à moyen terme (EEMT) a enregistré de nouveau une progression très soutenue l'an dernier. Les programmes annoncés se sont chiffrés à \$54,2 milliards, soit un volume près de deux fois et demi plus élevé qu'en 1990, et l'encours de ces titres s'est accru de 75%. Si l'expansion de ce marché traduit le mouvement général vers l'allongement des échéances, qui s'est manifesté sur la plupart des marchés des capitaux nationaux et internationaux, d'autres facteurs ont aussi joué un rôle important à cet égard. Premièrement, les intermédiaires financiers se sont engagés eux-mêmes plus totalement sur le marché et se sont efforcés d'étendre la gamme des investisseurs et des émetteurs. Deuxièmement, le marché est parvenu à maturité en termes de flexibilité des

Poursuite de la croissance soutenue du marché des EEMT ...

émissions, accroissant sa compétitivité vis-à-vis des placements privés en euro-obligations. Les facilités d'EEMT ont bénéficié des atouts suivants: leur coût relativement bas une fois leur montage réalisé, la souplesse avec laquelle les nouvelles émissions ont pu être placées et le large éventail d'échéances disponibles. La panoplie d'instruments émis dans le cadre de montages d'EEMT s'est élargie aux notes à taux variable; de même, nombre de nouvelles émissions ont offert des options particulières. Enfin, des marchés se sont ouverts dans plusieurs nouvelles monnaies et, de ce fait, 58% des tirages nets ont été réalisés dans des monnaies autres que le dollar, alors qu'en 1989 celui-ci représentait plus de 80% des nouvelles émissions nettes. L'activité a été spécialement soutenue en liras italiennes, livres sterling, Écus et yens.

L'expansion des EEMT s'est reflétée sur les marchés intérieurs. Aux Etats-Unis, les effets à moyen terme ont vigoureusement progressé, les émissions brutes effectuées par les résidents américains augmentant de 55%, pour s'établir à \$72 milliards. Ailleurs, de tels marchés ont été ouverts au Royaume-Uni (1990) et en France (1992), mais l'activité y a été modeste.

... et des marchés internes correspondants

### Le marché obligataire international

Les émissions et les volumes d'opérations enregistrés l'an dernier sur le marché obligataire international ont atteint des niveaux records. Les émissions annoncées ont fortement augmenté, pour s'établir à \$317 milliards (+31% par rapport à 1990). La prédominance d'anticipations de baisse des taux d'intérêt et les perspectives plus favorables en matière d'évolution des prix ont stimulé la demande des investisseurs pour les obligations classiques à taux fixe, tandis que le marché primaire se contractait nettement dans le

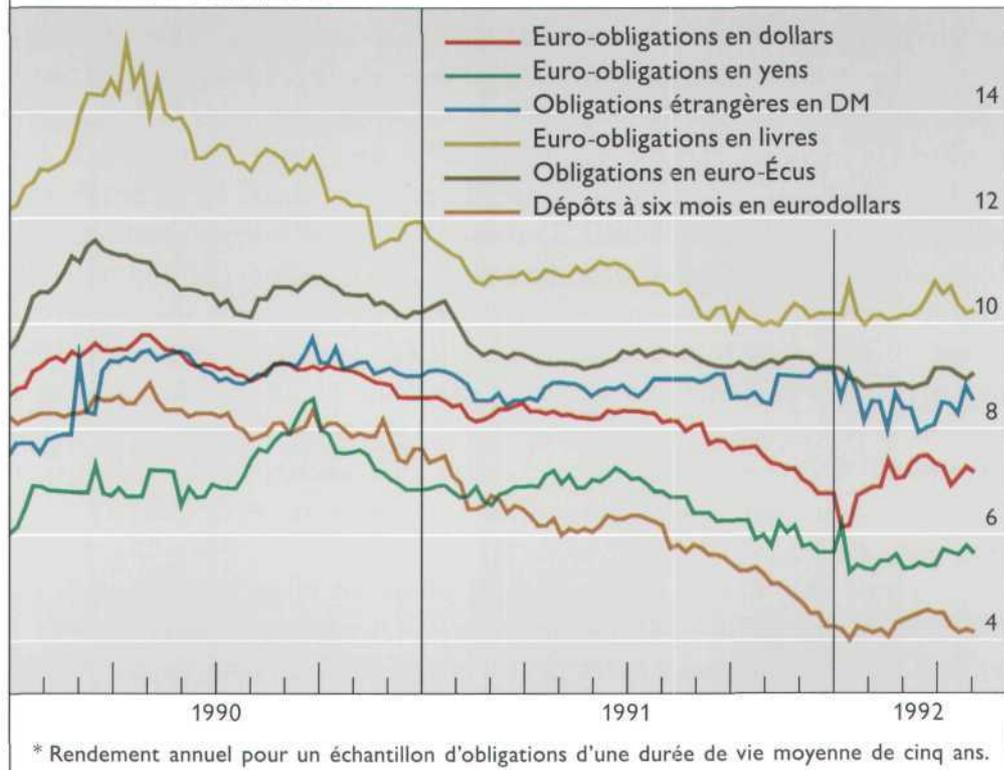
Essor du marché obligataire international ...

Principales caractéristiques du marché obligataire international								
Composante	Année			1991				Montant à fin 1991
	1989	1990	1991	TI	TII	TIII	TIIV	
en milliards de dollars EU								
Emissions brutes annoncées <sup>1</sup>	262,8	241,4	316,7	91,4	83,4	75,6	66,3	
<i>Emissions classiques à taux fixe</i>	150,2	165,9	255,2	77,8	60,6	59,3	57,5	
<i>Notes à taux variable</i>	27,3	42,5	19,1	6,3	4,1	4,5	4,2	
<i>Emissions liées aux actions</i> <sup>2</sup>	85,2	33,1	42,4	7,4	18,6	11,8	4,6	
Emissions brutes effectives	264,6	239,8	318,9	83,9	81,5	68,7	84,8	
moins: amortissements normaux	57,7	86,8	128,2	34,0	27,6	27,5	39,0	
moins: amortissements anticipés	31,5	21,1	19,6	3,6	5,5	3,8	6,7	
= Emissions nettes	175,4	131,9	171,1	46,3	48,4	37,4	39,0	1.651,4
<i>Emissions classiques à taux fixe</i>	89,7	80,5	142,7	41,7	33,4	26,6	41,0	1.158,5
<i>Notes à taux variable</i>	11,0	28,3	3,2	2,5	2,1	0,7	-2,0	210,5
<i>Emissions liées aux actions</i> <sup>2</sup>	74,8	23,1	25,2	2,1	12,9	10,1	0,0	282,4

<sup>1</sup> Les obligations en monnaies autres que le dollar sont converties aux taux de change en vigueur aux dates d'annonce.  
<sup>2</sup> Obligations convertibles et obligations à bons de souscription d'actions.  
Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; BRI.

## Rendement de certaines obligations internationales\* et taux des dépôts en eurodollars

Chiffres du mercredi, en %



secteur des notes à taux variable (NTV). Les obligations liées aux actions se sont redressées par rapport aux niveaux peu élevés de 1990, mais le gros des nouveaux emprunts a eu lieu pendant l'été, à la faveur de la reprise éphémère de la Bourse de Tokyo.

... dû en partie à l'augmentation des remboursements

Une part très importante des nouvelles émissions a remplacé des obligations en circulation ou venant à échéance. On prévoit en outre que le volume des remboursements normaux (\$128 milliards en 1991) augmentera encore, pour s'inscrire à \$190 milliards et \$270 milliards environ en 1992 et 1993. Pour un quart, les titres qui arriveront à échéance pendant ces années-là sont des obligations liées aux actions émises par des résidents japonais à la fin des années quatre-vingt qui n'ont pas été converties en actions, ou dont les options de souscription n'ont pas été exercées en raison de la baisse de la Bourse de Tokyo au cours des deux années passées.

Volume sans précédent des émissions à taux fixe

*Obligations classiques à taux fixe.* Les émissions ont dépassé de 50% le niveau de 1990, cependant que le volume des opérations sur les marchés secondaires, en légère diminution ces dernières années, s'est envolé vers des niveaux records. L'activité a été particulièrement dynamique au premier trimestre, avec la disparition des incertitudes liées à la guerre du Golfe. Dans les compartiments du dollar EU et de la livre sterling, la demande des investisseurs s'est trouvée stimulée par la perspective – qui s'est concrétisée – de baisse des taux d'intérêt et des plus-values qui y sont liées.

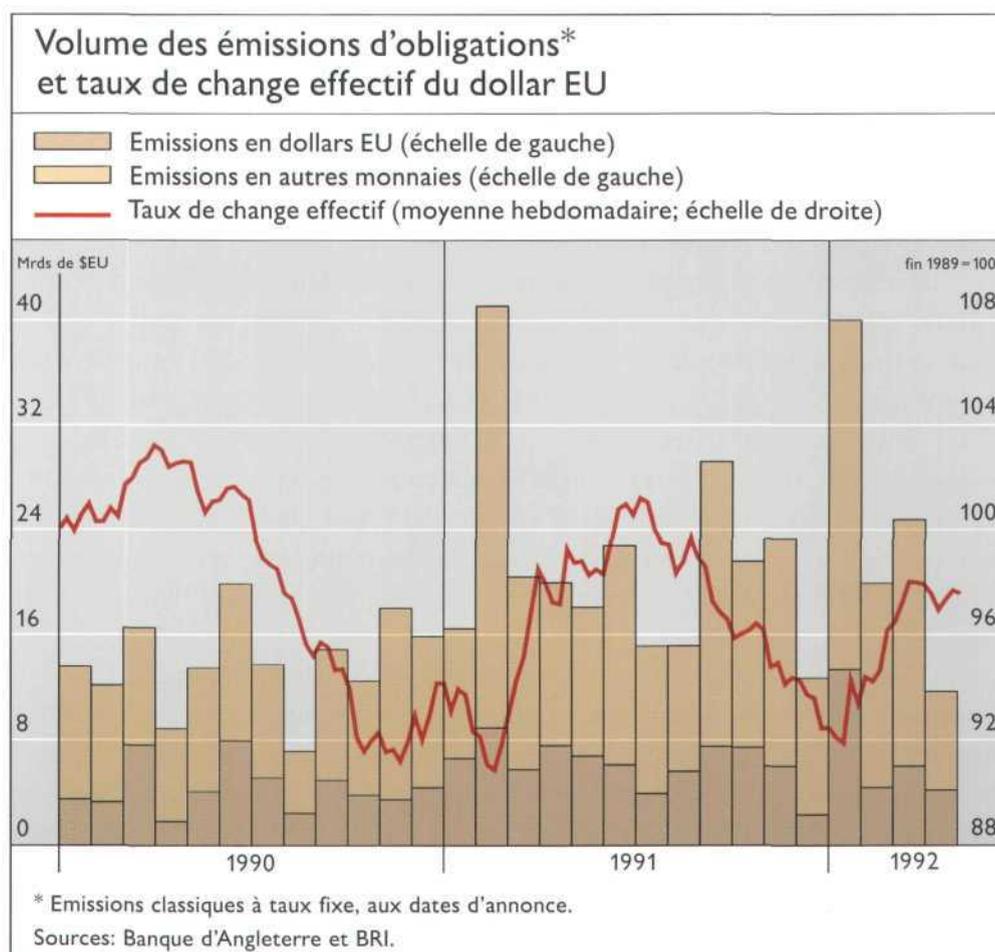
Plusieurs autres développements sont à l'origine de la vive progression des émissions dans ce secteur. Premièrement, les Etats et autres organismes publics ont sollicité davantage le marché international et ont représenté 22% du total des nouvelles annonces, contre 17% en 1990. Deuxièmement, les émissions en monnaies «non traditionnelles» ont très sensiblement augmenté. Le volume des émissions obligataires en Écus a doublé, l'activité ayant été fortement groupée au premier trimestre (voir page 209). La fermeté de la monnaie canadienne jusqu'à la fin de l'année, conjuguée à des rendements élevés, a stimulé la demande des investisseurs en direction des obligations en dollars canadiens. Les émissions en d'autres monnaies non traditionnelles, telles que le franc français, la lire italienne, le florin néerlandais et la peseta espagnole, ont connu des taux de croissance soutenus, nettement supérieurs à 75%. Des modifications d'ordre réglementaire, des rendements élevés et la stabilité perçue de ces monnaies au sein du mécanisme de change européen ont été les principaux facteurs à l'origine de cette expansion. Enfin, l'activité internationale des sociétés japonaises s'est déplacée du secteur des obligations liées aux actions vers celui des émissions classiques à taux fixe en yens.

*Notes à taux variable.* La forte contraction des émissions, ramenées de \$43 milliards en 1990 à \$19 milliards, est liée au fait que les investisseurs avaient anticipé une détente des taux d'intérêt sur de nombreuses devises.

Emprunts officiels de grande ampleur

Activité soutenue sur les devises non traditionnelles

Anémie du secteur des NTV



Structure par catégorie et par monnaie des obligations internationales									
Secteur et monnaie	Emissions brutes annoncées				Emissions nettes				Montant à fin 1991
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991	
en milliards de dollars EU									
Emissions classiques									
à taux fixe	160,8	150,2	165,9	255,2	99,0	89,7	80,5	142,7	1.158,5
Dollar EU	47,3	54,6	52,2	74,3	26,7	26,0	15,9	27,9	349,7
Yen japonais	18,8	23,1	30,2	39,1	11,7	15,3	24,7	21,2	193,4
Franc suisse	18,2	5,7	15,5	13,5	0,9	-3,9	3,5	3,5	117,7
Deutsche mark	21,2	9,4	7,3	12,1	14,0	6,2	1,3	4,7	114,1
Écu	10,7	11,7	15,1	30,2	9,4	7,5	9,6	24,4	92,8
Livre sterling	11,8	11,9	9,5	17,2	10,5	10,9	7,8	14,8	78,2
Dollar canadien	13,2	10,9	6,3	22,5	11,8	10,0	1,7	14,0	60,1
Franc français	2,3	4,6	7,8	16,4	2,0	4,2	6,0	14,7	38,9
Divers	17,3	18,2	21,9	30,1	12,0	13,5	10,1	17,6	113,5
Notes à taux variable	24,4	27,3	42,5	19,1	5,9	11,0	28,3	3,2	210,5
Dollar EU	7,0	10,2	15,0	4,5	-9,2	-0,4	7,6	-4,9	110,8
Livre sterling	11,5	9,3	10,8	7,6	9,9	7,3	7,0	4,6	48,2
Deutsche mark	1,4	2,6	8,2	2,8	1,4	2,2	7,3	2,7	23,7
Divers	4,5	5,3	8,4	4,2	3,8	1,8	6,4	0,8	27,9
Emissions liées aux actions	42,0	85,2	33,1	42,4	34,1	74,8	23,1	25,2	282,4
Dollar EU	29,0	65,1	19,5	24,8	26,2	60,4	15,9	15,3	184,8
Franc suisse	8,3	13,6	8,2	7,0	4,3	8,8	4,0	2,1	54,3
Divers	4,7	6,5	5,4	10,6	3,6	5,5	3,1	7,7	43,2

Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; BRI.

On a constaté par ailleurs une montée des préoccupations relatives à la qualité de la signature des émetteurs – des institutions financières en particulier, qui totalisent 70% environ de l'encours des NTV. Malgré les difficultés du marché immobilier et le déclassement d'un certain nombre d'institutions financières fournissant des garanties de crédit, l'émission de titres en livres sterling émis en représentation de créances hypothécaires est restée assez soutenue, à \$5,1 milliards (+\$0,8 milliard par rapport à 1990). Enfin, le marché secondaire des NTV a continué de souffrir d'une insuffisance de liquidités. Tel a été le cas notamment pour les NTV sans échéance et les bons à taux variable émis par les banques.

Activité irrégulière des émissions liées aux actions

*Obligations liées aux actions.* Malgré une augmentation de 30% en 1991, les émissions ont été inférieures de plus de moitié au niveau record atteint en 1989. Bien plus, la part des emprunteurs japonais, qui dominent ce marché, est revenue en deçà de 75%. Les émissions ont surtout été lancées aux deuxième et troisième trimestres, dans le sillage de la reprise du marché boursier japonais (voir graphique de la page 154). Par la suite, la faiblesse prononcée de la Bourse de Tokyo et les scandales mettant en cause plusieurs institutions financières ont eu pour effet d'arrêter quasiment l'activité primaire.

Reprise des émissions internationales d'actions

L'an dernier a vu également une recrudescence des émissions d'actions sur les marchés internationaux. Le volume collecté s'est élevé à \$20 milliards,

soit une augmentation de 50% par rapport à 1990. Les principaux émetteurs ont été des entreprises américaines cherchant à restructurer leurs bilans ainsi que des sociétés européennes et latino-américaines en cours de privatisation.

### Les emprunteurs sur l'ensemble des marchés des titres

L'évolution globale sur les marchés internationaux et nationaux a présenté plusieurs similitudes. Le volume total des émissions brutes placées sur les marchés obligataires nationaux a également atteint des niveaux records, passant de \$2.230 milliards en 1990 à \$2.600 milliards en 1991. Comme sur les marchés internationaux, les refinancements ont été très élevés et, malgré l'accroissement marqué des nouveaux emprunts, le volume net des fonds collectés n'a progressé que de 9%, pour s'établir à \$1.157 milliards.

La croissance des émissions nettes sur les marchés obligataires nationaux a été due pour plus de la totalité au secteur public, alors que le volume net des fonds recueillis par les emprunteurs du secteur privé a fléchi de 11%, à \$388 milliards. En outre, ces derniers ont remboursé \$13 milliards, en termes nets, obtenus sur les marchés nationaux du papier commercial et des effets à moyen terme. Dans le même temps, ils ont recouru de plus en plus aux marchés internationaux des titres, de sorte que la part des obligations internationales et des euro-effets en circulation dans le total a dépassé 19%. Malgré une forte contraction nette en volume, les institutions financières sont demeurées de loin les plus gros émetteurs de titres du secteur privé, avec près de \$310 milliards sur le plan mondial.

Les emprunteurs des divers pays ont recouru de manière différente aux marchés internationaux et nationaux. Pour les Etats-Unis, par suite de

Augmentation des emprunts internes ...

... du secteur public ...

... mais préférence des émetteurs privés pour le compartiment international

Emissions sur les marchés obligataires nationaux et internationaux										
Monnaie	Marchés nationaux <sup>1</sup>				Marchés internationaux				Encours à fin 1991	
	Total		dont: secteur public		Total		dont: secteur public <sup>2</sup>		Nationaux	Internationaux
	1990	1991	1990	1991	1990	1991	1990	1991		
chiffres nets après ajustement des variations de change, en milliards de dollars EU										
Dollar EU	575,4	526,6	386,4	387,7	39,4	38,2	6,9	10,3	6.088,3	645,4
Yen japonais	120,5	141,5	40,8	61,6	26,7	21,1	7,5	3,9	2.737,1	202,4
Deutsche mark	151,7	150,3	57,8	58,0	9,2	11,2	2,3	0,8	1.112,7	157,7
Lire italienne	64,3	118,0	59,2	104,4	6,0	9,3	2,4	4,2	847,8	24,4
Franc français	38,5	33,5	16,6	18,4	7,8	15,8	2,0	4,9	521,6	45,7
Livre sterling	-19,7	13,1	-17,5	14,4	16,2	21,0	2,0	4,7	259,8	138,2
Dollar canadien	23,3	32,1	17,8	27,7	1,6	14,0	-0,2	5,5	345,2	62,1
Franc suisse	12,0	13,4	3,5	2,3	7,3	5,3	1,2	1,8	105,0	172,9
Divers <sup>3</sup>	99,1	128,1	64,5	93,9	17,7	35,2	10,7	22,4	1.371,5	202,6
Total	1.065,1	1.156,6	629,1	768,4	131,9 <sup>4</sup>	171,1 <sup>4</sup>	34,8	58,5	13.389,0	1.651,4

<sup>1</sup> Pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie. <sup>2</sup> Y compris les institutions internationales.  
<sup>3</sup> Y compris l'Écu. <sup>4</sup> Comprend des émissions internationales nettes de \$3,6 milliards en 1990 et de \$12 milliards en 1991 par la clientèle de pays pour lesquels les émissions nationales ne figurent pas dans le tableau. Sur ces montants, \$3,1 milliards et \$7,3 milliards ont été émis par le secteur privé.  
Sources: Banque d'Angleterre; ISMA; autorités nationales; BRI.

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

Pays et année	Marchés nationaux			Marchés internationaux			Pour mémoire:		
	Total	dont		Total	dont		Emissions d'institutions financières	Titres internationaux <sup>2</sup>	
		Papier commercial	Obligations		Euro-effets à court terme	Effets à moyen terme			Obligations
chiffres nets après ajustement des variations de change, en milliards de dollars EU								en %	
Etats-Unis									
1990	236,4	47,4 <sup>3</sup>	189,0	3,2	-2,8	2,6	3,4	168,1	7,4
1991	144,7	5,8 <sup>3</sup>	138,9	4,5	3,7	2,5	-1,7	53,2	7,1
Allemagne									
1990	93,8	-	93,8	6,7	-	-	6,7	100,1	9,5
1991	97,7	5,4	92,3	10,7	1,1	0,2	9,4	98,5	9,7
Japon									
1990	99,8	20,1	79,7	38,7	1,0	0,4	37,3	77,2 <sup>4</sup>	27,4
1991	53,0	-26,9	79,9	42,5	-0,1	-0,1	42,7	48,6 <sup>4</sup>	27,4
France									
1990	27,6	5,8	21,8	13,8	1,6	1,0	11,2	25,3	22,6
1991	15,2	0,1	15,1	20,6	2,7	1,2	16,7	27,1	25,7
Royaume-Uni									
1990	-2,1	-	-2,1	25,4	6,2	2,5	16,7	13,6	80,7
1991	-1,7	- 0,4	-1,3	30,1	4,2	2,9	23,0	11,1	84,5
Italie									
1990	5,2	-	5,2	6,7	1,3	0,3	5,1	11,0	21,1
1991	13,6	-	13,6	8,6	3,9	1,8	2,9	20,0	23,7
Suède									
1990	21,1	5,7	15,4	6,4	2,7	-	3,7	25,4	14,4
1991	13,9	0,2	13,7	1,4	-1,6	0,6	2,4	14,6	13,9
Australie									
1990	5,0	- 0,7	5,7	5,0	0,8	3,3	0,9	5,9 <sup>4</sup>	70,9
1991	6,1	1,6	4,5	1,0	1,5	1,7	-2,2	5,6 <sup>4</sup>	66,3
Canada									
1990	7,1	1,7	5,4	1,5	-	0,5	1,0	0,9 <sup>4</sup>	47,5
1991	3,8	- 0,6	4,4	6,2	-	0,3	5,9	-0,9 <sup>4</sup>	48,3
Divers									
1990	41,2	19,1	22,1	16,7	7,7	1,0	8,0	14,8	25,5
1991	28,5	1,4	27,1	6,4	-2,6	2,8	6,2	29,5	25,5
Total <sup>5</sup>									
1990	535,1	99,1	436,0	124,1	18,5	11,6	94,0	442,3	18,8
1991	374,8	-13,4	388,2	132,0	12,8	13,9	105,3	307,3	19,2

<sup>1</sup> Hors actions. <sup>2</sup> En % du total des titres en circulation sur les marchés nationaux et internationaux en fin d'année. <sup>3</sup> Y compris effets à moyen terme d'entreprises. <sup>4</sup> Hors émissions papier commercial sur les marchés nationaux. <sup>5</sup> Pays de l'OCDE uniquement, à l'exclusion de l'Islande et de la Turquie.

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

la récession et de la restructuration des bilans, les émissions nettes du secteur privé à l'échelle mondiale ont régressé de plus d'un tiers. Sur le marché intérieur, la clientèle américaine a remboursé un volume important de papier commercial mais a émis des effets à moyen terme. Comme l'écart entre les taux d'intérêt du papier commercial sur le marché intérieur

américain et sur l'euro-marché avait nettement fléchi, les emprunteurs américains se sont également tournés vers le marché international. La contraction des nouveaux emprunts sur le marché obligataire américain a été due à une forte diminution des fonds obtenus par les institutions financières, du fait des préoccupations croissantes suscitées par leur cote de crédit.

Baisse prononcée des fonds nets collectés par les signatures américaines

La structure du financement des emprunteurs japonais a été fort différente par rapport à l'année précédente. Le volume total des fonds collectés par les institutions financières s'est réduit de \$77 milliards en 1990 à \$49 milliards. Les entreprises non financières ont remboursé un volume substantiel de papier commercial sur le marché intérieur, tout en augmentant leurs émissions obligataires. La tendance accrue à émettre des titres internationaux en yens a été favorisée par la réduction à un mois seulement de la période de latence entre l'émission d'euro-obligations par des emprunteurs japonais et leur rétrocession à des investisseurs résidents.

Modification dans le financement des emprunteurs japonais

Au Canada, en France, en Italie et au Royaume-Uni, le secteur privé a intensifié son recours aux marchés internationaux des titres, notamment en monnaie nationale. Les Italiens ont été les plus gros émetteurs sur le marché de l'euro-papier commercial, tandis que les résidents britanniques ont emprunté massivement sur le marché obligataire international. Dans le cas des résidents français et italiens, les ressources collectées par les banques pour renforcer leurs fonds propres ont représenté une part notable de ces emprunts.

Recours accru des ressortissants canadiens et européens aux marchés internationaux

## Marchés des instruments financiers dérivés

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

De profondes différences ont été enregistrées l'an dernier d'une région à l'autre dans l'activité sur instruments dérivés négociés sur divers marchés organisés. En Europe, le volume des transactions a progressé de près de 40%, les plus fortes augmentations ayant porté sur des contrats liés aux obligations d'Etat, avec l'apparition d'un certain nombre de nouveaux produits en 1990 et 1991. Parmi ces derniers, les contrats les plus recherchés ont été le contrat à terme de taux d'intérêt sur la couronne suédoise, le contrat à terme sur obligations du gouvernement italien négocié sur le LIFFE, le contrat de taux d'intérêt à long terme en Écus sur le MATIF, le contrat notionnel sur obligations en pesetas et le contrat à terme sur obligations du gouvernement danois. Dans le compartiment à plus court terme, les positions ouvertes liées à des contrats sur dépôts à court terme en monnaies européennes se sont accrues de 65%.

Les nouveaux instruments stimulent les marchés européens organisés ...

Sur de nombreux autres marchés, le volume des contrats à terme et options s'est inscrit en recul. Au Japon, de nombreux opérateurs du marché ont été conduits à dénouer leurs positions sur instruments dérivés liés aux actions, en raison de la stagnation du marché boursier national, des pertes encourues par plusieurs participants et des scandales affectant quelques

... à l'inverse du Japon ...

Instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés dans le monde						
Instrument	Volume annuel des contrats					Position ouverte à fin 1991
	1987	1988	1989	1990	1991	
	en millions					en milliards de dollars EU
Contrats à terme de taux d'intérêt à court terme	29,4	33,7	70,2	75,8	84,8	1.907,5
dont: <i>euromark</i> à trois mois <sup>1</sup>	23,7	25,2	46,8	39,4	41,7	1.100,5
Contrats à terme de taux d'intérêt à long terme	116,3	122,6	130,8	143,3	149,7	250,7
dont: obligation du Trésor américain <sup>2</sup>	69,4	73,8	72,8	78,2	69,9	29,8
emprunt notional de l'Etat français <sup>3</sup>	11,9	12,4	15,0	16,0	21,1	11,2
emprunt à dix ans de l'Etat japonais <sup>4</sup>	18,4	18,8	19,1	16,4	12,9	122,0
obligation de l'Etat allemand <sup>5</sup>	—	0,3	5,3	9,6	12,4	20,2
Contrats à terme en devises	20,8	22,1	27,5	29,1	29,2	17,8
Options de taux d'intérêt et options de contrats à terme de taux d'intérêt	29,3	30,5	39,5	52,0	50,8	1.072,4
Options en devises et options de contrats à terme en devises	18,2	18,2	20,7	18,8	21,5	59,4
Total	214,0	227,1	288,6	319,1	336,0	3.307,8
dont: aux Etats-Unis	161,4	165,3	198,1	205,7	199,7	2.004,3
en Europe	27,2	32,6	49,0	61,0	84,2	680,2
au Japon	18,3	18,8	23,7	33,6	30,0	390,5

<sup>1</sup> Marchés concernés: Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) et Sydney Futures Exchange (SFE). <sup>2</sup> Chicago Board of Trade (CBOT), LIFFE, Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), New York Futures Exchange (NYFE) et Tokyo Stock Exchange (TSE). <sup>3</sup> Marché à terme international de France (MATIF). <sup>4</sup> TSE, LIFFE et CBOT. <sup>5</sup> LIFFE et Deutsche Terminbörse (DTB).

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

maisons de titres. En outre, des pressions officielles se sont exercées pour limiter les arbitrages comptant/contrats à terme et restreindre l'introduction de nouveaux produits dérivés liés aux actions. La baisse de 21% du volume des opérations sur contrats à terme d'obligations d'Etat s'explique en partie par la stabilité accrue des rendements obligataires.

... et des  
Etats-Unis

Aux Etats-Unis également, les marchés d'instruments financiers à terme ont enregistré une contraction. La volatilité moindre des taux d'intérêt à long terme, la diminution de l'activité sur le marché au comptant des obligations d'Etat et les propositions visant à soumettre à la fiscalité les transactions sur contrats à terme ont contribué à cette contraction. En revanche, les positions ouvertes d'options sur contrats à terme de taux d'intérêt ont doublé.

Les échanges sur  
certains contrats à  
terme dépassent  
ceux des marchés  
au comptant  
sous-jacents

Certains indicateurs montrent que les instruments dérivés négociés sur les marchés organisés ont gagné en importance par rapport aux instruments au comptant sous-jacents. Tout d'abord, dans de nombreux cas, les opérations sur contrats à terme dépassent à présent largement en valeur celles des marchés au comptant. C'est ce qui s'est produit en 1991 sur plusieurs marchés d'obligations d'Etat: ainsi, par exemple, 440% et 250% en plus respectivement dans le cas des marchés français et allemand. Les coûts de transaction inférieurs, l'effet de levier plus élevé et un plus grand niveau de liquidité ont été d'importants facteurs de la substitution de l'activité sur

contrats à terme au détriment des instruments sous-jacents. Deuxièmement, les marchés d'instruments financiers à terme ont complété de plus en plus des formes traditionnelles d'activité bancaire. Le ratio positions ouvertes sur contrats à terme en eurodollars/encours des actifs interbancaires des banques déclarantes BRI dans cette monnaie est passé de moins de 14% à la fin de 1987 à 40% à la fin de 1991. Sur les marchés internationaux du yen et du deutsche mark, où les contrats à terme sont apparus pour la première fois en 1989, le ratio encours des positions sur ces produits/créances interbancaires s'inscrivait à 34% et 18% respectivement à la fin de l'année passée. En outre, les banques ont davantage recouru à ces possibilités. Entre la fin de 1990 et la fin de 1991, en particulier, les établissements japonais ont plus que doublé leur encours de positions ouvertes longues et courtes sur contrats à terme en eurodollars négociés à Chicago, celles-ci représentant plus de 35% de leurs créances interbancaires internationales en dollars.

Usage accru des instruments négociés par les banques

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

En 1990, la valeur de l'encours du principal notionnel des contrats d'échange de taux d'intérêt a augmenté de plus de 50%, pour s'établir à \$2.300 milliards, et un montant additionnel de \$760 milliards de nouveaux contrats a été enregistré au premier semestre de 1991. On a également noté un recours plus intense aux échanges interbancaires (entre membres ISDA), dont la part s'est accrue à 39% de l'encours total à fin 1990. Cette utilisation croissante des contrats de taux d'intérêt comme instruments de gestion des actifs et passifs est illustrée par la baisse, à seulement deux ans

Vive croissance des instruments de gré à gré

Principales caractéristiques du marché des contrats d'échange de taux d'intérêt						
Composante	Dollar EU	Yen japonais	Livre sterling	Deutsche mark	Divers	Total
	en milliards de dollars EU					
Valeur du principal notionnel <sup>1</sup> à fin 1990	1.272,7	231,9	242,1	193,4	371,5	2.311,5
<i>par contrepartie:</i>						
<i>Utilisateur final</i>	779,9	105,8	142,0	115,0	259,4	1.402,0
<i>Interbancaire<sup>2</sup></i>	492,8	126,1	100,1	78,4	112,1	909,5
Valeur du principal notionnel <sup>1</sup> des nouveaux contrats, 1er semestre 1991	448,0	73,5	62,6	48,4	129,6	762,1
<i>par contrepartie:</i>						
<i>Utilisateur final</i>	244,0	34,9	34,6	25,7	87,5	426,8
<i>Interbancaire<sup>2</sup></i>	204,0	38,5	28,0	22,8	42,1	335,4

<sup>1</sup> Montant sous-jacent hypothétique sur la base duquel sont établis les paiements des contrats d'échange. <sup>2</sup> Entre membres ISDA, après ajustement pour tenir compte des duplications d'écritures de positions.  
Source: International Swap Dealers Association Inc. (ISDA).

### Composition des contrats d'échange de devises conclus au 1er semestre de 1991

Devise	Montant total notionnel <sup>1,2</sup>	dont, contre		dont	
		dollar EU <sup>2</sup>	autres devises <sup>2</sup>	utilisateur final	fixe/variable <sup>2</sup>
en milliards de dollars EU					
Yen japonais	50,4	33,6	16,8	29,2	23,2
Dollar australien	15,2	6,1	9,0	10,2	3,1
Franc suisse	37,8	16,8	21,0	23,1	15,3
Deutsche mark	15,1	7,3	7,8	10,6	6,4
Écu	12,7	7,8	4,8	10,3	8,5
Livre sterling	13,2	8,5	4,7	10,2	5,7
Dollar canadien	12,0	10,8	1,2	10,4	6,8
Sous-total	156,3	91,0	65,3	104,0	69,0
Divers	50,9	24,5	26,3	37,4	21,5
<i>moins: duplications des contrats entre devises autres que le dollar</i>	-45,8	-	-45,8	-33,0	-10,0
<b>Total</b>	<b>161,3</b>	<b>115,5</b>	<b>45,8</b>	<b>108,4</b>	<b>80,5</b>

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

Source: ISDA.

et demi, de l'échéance initiale moyenne des nouveaux contrats interbancaires au premier semestre de 1991.

Utilisation accrue des contrats d'échange de taux d'intérêt

La part des monnaies autres que le dollar, qui avait continué à progresser de 34% à la fin de 1989 à 45% un an plus tard, semble s'être effritée au premier semestre de 1991. Parmi les grandes monnaies, entre fin 1989 et fin 1990, les plus forts taux de croissance dans les contrats de taux d'intérêt ont été enregistrés pour le franc suisse, la livre sterling et le dollar canadien. La place de plus en plus grande des monnaies tierces résulte d'une modification de la répartition par région et par secteur des utilisateurs finals de contrats, au bénéfice des institutions financières et gouvernements en Europe et des entreprises non financières en Asie.

Avance confirmée des contrats d'échange entre devises autres que le dollar ...

Le marché des échanges de devises, qui comprend aussi les contrats de taux d'intérêt croisés, a également progressé. A fin 1990, l'encours du principal notionnel s'inscrivait à près de \$580 milliards, soit 29% de plus qu'à la fin de l'année précédente. A maints égards, les développements intervenus ont reflété ceux des marchés d'échanges de taux d'intérêt: la part de l'activité interbancaire a augmenté; en termes relatifs, on a constaté une forte progression des échanges hors dollar et l'importance des contreparties américaines a diminué. L'un des faits majeurs a été l'expansion des opérations sur des monnaies d'Europe continentale, telles que la lire italienne et la couronne suédoise. Cette expansion a été stimulée par la suppression des contrôles des capitaux, la persistance d'écarts de taux d'intérêt malgré la stabilité accrue à l'égard des monnaies du MCE et le développement rapide des marchés d'euro-obligations et d'eurodépôts pour ces monnaies.

Les données relatives aux autres contrats de gré à gré, tels que taux plafonds, taux planchers, tunnels et options de contrats d'échange, semblent également indiquer la poursuite d'une croissance vigoureuse. A la fin de 1990, la valeur globale du principal notionnel de ces instruments était pratiquement équivalente, avec \$560 milliards, à celle des options de taux d'intérêt négociées sur les marchés organisés. Les contrats de taux à terme paraissent avoir fortement progressé depuis la fin des années quatre-vingt, bien qu'on ne dispose pas d'estimations fiables sur la dimension globale de ce marché. On constate que, pour de nombreuses banques, les encours de positions sur ces instruments sont voisins de ceux de leurs contrats d'échange de taux d'intérêt. Au Japon, toutefois, diverses restrictions, voire des interdictions pures et simples, continuent d'entraver l'utilisation de cet instrument.

... et des instruments de gré à gré liés aux options

### *Modifications structurelles et préoccupations concernant les marchés*

L'innovation financière est demeurée une caractéristique essentielle de l'activité sur produits dérivés. En plus de l'introduction de plusieurs instruments sur les marchés organisés, l'extension des produits financiers de gré à gré s'est poursuivie l'an passé dans un certain nombre de domaines nouveaux. Ainsi, les produits dérivés sur actions, qui sont habituellement des contrats d'échange dans lesquels un flux de paiements est associé au cours d'un titre donné ou à un panier ou indice d'actions, se sont développés de manière particulièrement rapide et, à la fin de 1991, l'encours de leur valeur notionnelle était estimé à \$125 milliards par l'International Swap Dealers Association (ISDA). Les incertitudes liées à la guerre du Golfe ont stimulé l'usage des contrats d'échange sur matières premières, décrits dans le Rapport annuel de l'an dernier. De plus en plus d'institutions financières, aux Etats-Unis surtout, se sont tournées vers ces marchés. De surcroît, l'activité des utilisateurs finals semble avoir été guidée de plus en plus par des «produits structurés», généralement assortis de caractéristiques extrêmement complexes, analogues à celles des options et adaptées aux besoins spécifiques des utilisateurs finals.

Croissance des nouveaux marchés dérivés ...

... de contrats de gré à gré sur actions ...

... et sur matières premières

L'an dernier, la concurrence s'est accrue, souvent avec l'encouragement des autorités, tant entre les marchés de gré à gré et les marchés organisés que parmi ces derniers. Ainsi, en Europe, le LIFFE et le MATIF se sont disputé les parts de marché des contrats à terme d'obligations en Écus et en liras italiennes. En outre, comme mentionné précédemment, les instruments dérivés liés aux actions, habituellement négociés sur les marchés organisés, sont à présent beaucoup plus disponibles sur des marchés de gré à gré. Cependant, un certain nombre de produits dérivés ne sont pas parvenus à s'imposer; c'est le cas notamment des contrats à terme sur contrats d'échange négociés sur les marchés organisés.

La concurrence entre marchés ...

La concurrence a contribué de diverses manières au développement des marchés. Elle a stimulé l'innovation en matière de produits et, dans le cas, par exemple, des contrats sur obligations de l'Etat italien et de l'Etat allemand initialement négociés dans les centres extra-territoriaux

... stimule l'innovation et améliore la formulation des contrats ...

... mais  
pourrait engendrer des effets indésirables

uniquement, elle a incité les autorités à permettre l'ouverture de nouveaux marchés sur leur territoire. La concurrence entre marchés a également engendré des améliorations dans la conception des contrats, et les nouveaux produits dérivés ont parfois accru la liquidité des instruments sous-jacents. Malgré tout, la prolifération des nouveaux produits a suscité quelques préoccupations quant à leurs effets potentiels sur l'intégrité et le bon fonctionnement du système financier. Tout d'abord, les marchés peuvent être conduits, pour s'appropriier les opérations, à relever ou supprimer les limites maximales de fluctuation journalière ou à réduire les appels de marge. En fait, l'absence de marge a souvent été utilisée pour assurer la promotion de contrats de gré à gré. Deuxièmement, une concurrence excessive peut se traduire par une mauvaise tarification des contrats, en particulier lorsque les intermédiaires assument des risques de crédit extrêmement complexes. Enfin, la multiplication des contrats, la compartimentation des marchés et la coexistence de mécanismes de négociation disparates pour des produits similaires (par exemple, systèmes informatisés et systèmes à la criée) peuvent affecter la liquidité de marché de certains instruments.

Perception accrue des risques de contrepartie par les opérateurs du marché

Diverses indications donnent à penser que la perception des risques de crédit potentiels inhérents à ces marchés s'est accrue. La modification de l'écart de rendement des échanges de taux d'intérêt à dix ans par rapport aux titres du Trésor, qui avait tendance à avoisiner par le passé celui des obligations de rang A mais s'était rapproché récemment de celui des obligations classées AA, semblerait indiquer que seules les institutions bénéficiant d'une cote de crédit élevée constituent des contreparties acceptables à des contrats d'échange à plus long terme. La diminution des échéances des nouveaux contrats de taux d'intérêt va également dans le sens d'un accroissement des perceptions des risques.

Préoccupations relatives aux pratiques visant à contourner les réglementations ...

Des préoccupations sont également apparues l'an passé au sujet des réglementations concernant certains aspects des transactions sur instruments dérivés de gré à gré. Parfois, elles reflétaient l'idée que diverses activités dans ce domaine sont incompatibles avec les opérations traditionnelles des banques. Ainsi, aux Etats-Unis, les banques à charte d'Etat ont été contraintes de solliciter l'autorisation d'opérer sur instruments dérivés sur matières premières ou liés aux actions. D'autres pays, où la réglementation interdit aux banques d'effectuer des opérations sur matières premières ou d'en détenir (à l'exception habituellement de l'or et de l'argent), ont également envisagé d'imposer des restrictions sur la participation des banques à des instruments dérivés sur matières premières, en raison notamment de l'absence de possibilité naturelle de couverture de ces risques dans leurs bilans. Dans d'autres cas, les préoccupations traduisaient la constatation que certaines techniques dérivées étaient appliquées à des fins abusives. Par exemple, les contrats d'échange hors marché ou assortis d'une décote, dans lesquels une contrepartie paie un taux nettement inférieur à ceux du marché, équivalent en substance à des octrois de crédit mais ne sont pas enregistrés comme tels dans les bilans des banques.

Un certain nombre de responsables de la réglementation se sont également montrés préoccupés par le fait que la très forte expansion des

transactions de gré à gré pourrait comporter des risques potentiels pour le système financier. Cette préoccupation traduit en partie l'idée que les risques inhérents aux opérations dérivées de gré à gré peuvent ne pas toujours être correctement évalués et gérés par l'ensemble des participants. Parmi les autres causes de préoccupation figurent également les incertitudes d'ordre juridique et le manque de transparence des divers aspects des risques liés à l'activité sur produits dérivés de gré à gré, en raison notamment de l'absence de dispositif communément accepté de procédures comptables et d'obligations d'information pour plusieurs de ces transactions.

Parallèlement à l'expansion de ces marchés, la compensation bilatérale de positions entre de gros intervenants est devenue une pratique de plus en plus répandue. Les opérateurs du marché cherchent depuis longtemps à faire admettre les risques compensés pour le calcul des coefficients en matière de fonds propres. Même si des mécanismes de compensation de conception appropriée et reconnus sur le plan juridique peuvent réduire les risques de contrepartie et de règlement, et pourraient contribuer à atténuer les conséquences systémiques potentielles de la défaillance d'un gros établissement, les responsables de la surveillance ont été préoccupés par le fait que quelques systèmes actuellement envisagés ne répondent pas à ces critères. Après la publication, en novembre 1990, par un comité constitué de hauts responsables des banques centrales des pays du Groupe des Dix, du rapport sur les systèmes de compensation interbancaires, qui fixait des normes à l'approbation par les banques centrales de telles dispositions, un groupe d'experts techniques du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire s'est attaché à déterminer si certaines formes de compensation pouvaient être reconnues pour l'évaluation des niveaux de fonds propres. Le groupe a récemment sollicité le point de vue des opérateurs du marché sur un certain nombre de questions de surveillance non résolues. Ces consultations ont été entreprises avec l'idée qu'elles ne préjugent pas de la reconnaissance des systèmes de compensation à des fins de surveillance.

... et aux incertitudes juridiques ainsi qu'au manque de transparence des marchés

La compensation est de plus en plus pratiquée ...

... et les autorités de contrôle bancaire envisagent de la reconnaître

## Marché de l'Écu privé

Le marché de l'Écu privé n'a cessé de se développer l'an dernier. La croissance des avoirs des banques déclarantes est passée de 14% en 1990 à 18% et celle des financements obligataires nets de 67% à 135%. Dans le compartiment du court terme des marchés des titres, l'encours des euro-effets, qui s'était accru de \$3,5 milliards à \$8,4 milliards en 1990, a augmenté de \$4 milliards. Dans le même temps, l'activité secondaire en Écus s'est inscrite en hausse de près de 80%, et l'Écu a été de plus en plus utilisé dans les contrats d'échange de devises, instruments financiers à terme et options. Ces bons résultats paraissent d'autant plus significatifs que le crédit bancaire, et même dans une certaine mesure les émissions d'obligations, ont marqué un recul dans quelques autres grands secteurs en euromonnaies. Aussi, pour la première fois dans l'histoire de l'euromarché dans sa définition étroite, l'Écu est arrivé en tête pour les nouveaux crédits bancaires et financements obligataires nets.

Importance croissante du marché de l'Écu privé

Marché de l'Écu privé							
Instrument	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Montant à fin 1991
	en milliards de dollars EU						
Total des prêts bancaires <sup>1</sup>							
Brut	6,2	11,1	23,4	24,6	24,9	35,6	239,5
Net <sup>2</sup>	5,0	8,0	12,0	10,0	18,0	20,0	85,0
Emissions obligataires internationales							
Brutes effectives	6,3	8,4	10,9	12,0	17,6	32,6	
Nettes	5,9	7,5	9,8	6,7	11,2	26,3	100,6
Tirages d'euro-effets					4,9	3,9	12,3
Emissions obligataires nationales							
Brutes effectives	1,7	2,1	8,4	10,3	15,0	9,9	
Nettes	1,7	2,1	8,4	8,7	13,8	6,2	54,0
Bons du Trésor							
Bruts	0,0	2,0	8,3	19,5	20,2	18,7	
Nets	0,0	2,0	6,5	3,7	-2,4	-2,0	9,2
<i>Pour mémoire:</i>							
<i>Avoirs officiels en Écus privés<sup>1</sup></i>	1,1	1,4	8,1	7,3	13,7	2,3	38,6

<sup>1</sup> Variation à taux de change constants de fin de période. <sup>2</sup> Moins duplications d'écritures sur l'interbancaire.  
Sources: ISMA; Euroclear; autorités nationales.

L'utilisation croissante de l'Écu, l'an dernier, dans les transactions financières privées doit cependant être replacée dans le contexte de la forte expansion de certains secteurs plus modestes des marchés eurobancaires et euro-obligataires. Ainsi, une croissance nettement supérieure a été enregistrée pour le franc français et la lire italienne, bien qu'en valeur absolue cette progression soit beaucoup plus faible que celle du secteur de l'Écu.

Sur le marché obligataire, les annonces de nouvelles émissions ont atteint le niveau record de \$33 milliards. Après déduction des amortissements, le financement en Écus ressort à \$26 milliards, ce qui représente une hausse de 35% en volume des titres en circulation. Les transactions se sont concentrées massivement sur les premiers mois de 1991, avec le lancement d'une série de grosses émissions d'emprunteurs souverains et d'institutions internationales. La forte demande pour ces titres s'est traduite par un élargissement de l'écart entre les rendements théoriques et effectifs. Dans le courant de l'année, le rythme des émissions est retombé à la moyenne de 1990, du fait de la saturation du marché et des incertitudes concernant le futur statut du panier. Ces incertitudes, qui se sont amplifiées à l'approche du Sommet de Maastricht, ont également affecté le marché secondaire, où l'écart de taux d'intérêt par rapport aux titres libellés en autres monnaies s'est considérablement accru au quatrième trimestre. Après le Sommet, en décembre, instaurant le gel du panier de l'Écu, les écarts ont retrouvé leurs niveaux antérieurs et les émissions ont repris.

Volume record des émissions en Écus sur le marché obligataire international ...

Dans le même temps, le rythme de progression du volume des émissions d'obligations d'Etat sur les marchés nationaux s'est nettement ralenti, revenant de 40% en 1990 à 13%. Alors que leur montant a doublé en Espagne, il a diminué en termes nets en France, en Grèce et en Italie. En outre, les remboursements de bons du Trésor en Écus par l'Italie ont été supérieurs aux nouvelles émissions. Les gouvernements de la CE ont cherché à renforcer leurs programmes d'émission sur le marché obligataire international en élargissant la gamme des investisseurs et en améliorant l'homogénéité des instruments et les conditions sur un large éventail d'échéances.

... mais ralentissement des émissions d'Etat sur les marchés internes

Dans le secteur bancaire, deux développements principaux sont intervenus. Tout d'abord, les crédits à la clientèle non bancaire ont fortement progressé, entrant pour 45% dans l'augmentation des avoirs en Écus des banques déclarantes BRI. Le montant total de \$16 milliards de ces emprunts a cependant été dû pour près de moitié aux résidents suédois, qui ont converti en Écus une large proportion de leur endettement extérieur en devises à la suite du rattachement de la couronne à l'Écu en mai 1991. Les montants obtenus par les résidents italiens et espagnols, classés deuxième et troisième groupes d'emprunteurs non bancaires l'an dernier, se sont inscrits à \$1,8 milliard et \$1,3 milliard respectivement. Du fait des risques de change relativement faibles, ils ont été attirés par le niveau peu élevé des taux d'intérêt de l'Écu par rapport à ceux de leurs propres marchés intérieurs.

Forte expansion des prêts bancaires ...

Le second fait notoire dans la structure du marché bancaire a été la modification en cours d'année de la position globale nette en Écus des banques déclarantes BRI. Leur position débitrice nette s'est d'abord élargie de \$2 milliards à la fin de 1990 à \$10 milliards à fin mars 1991. Un revirement marqué s'est ensuite produit, de sorte qu'à la fin de l'année les banques enregistraient une position créditrice nette. Ces divers mouvements ont traduit des changements d'attitude des investisseurs à l'égard des dépôts en Écus. Les dépôts non bancaires, qui s'étaient accrus de \$7 milliards, soit de 27%, au cours de la période allant jusqu'à la fin de juin, ont stagné au troisième trimestre, lorsque la controverse sur le statut de l'Écu «lourd» ou «gelé» a atteint son apogée. Dans le même temps, les dépôts officiels identifiés, qui ne représentent qu'une fraction du montant effectif des avoirs en Écus des autorités monétaires en instruments du marché, ont progressé de \$1,7 milliard (16%) au premier trimestre, avant de fléchir de \$3,6 milliards par la suite.

... et importants changements de la position nette en Écus des banques

## Pays en développement et marchés internationaux des capitaux

Les flux de capitaux privés acheminés vers les pays en développement se sont nettement intensifiés l'an dernier. Pour la première fois depuis 1986, les banques déclarantes BRI ont enregistré une augmentation de leur encours net de créances sur l'Amérique latine, et plusieurs des pays de cette région ont recouvré l'accès au financement volontaire. Les pays d'Asie, qui avaient été généralement moins affectés par la crise de l'endettement,

## Octrois de prêts des banques déclarantes à certains pays en développement<sup>1</sup>

Pays et région	Prêts bruts (après ajustement des variations de change)				Montant à fin 1991		Pour mémoire: ratio dette bancaire brute/dette extérieure	
	1988	1989	1990	1991	Créances brutes	Créances nettes	fin 1987	fin 1991
	en milliards de dollars EU						en %	
Amérique latine <sup>2</sup>	-4,3	-18,6	-31,0	-1,3	208,8	65,0	58,4	48,6
Argentine	3,0	- 5,4	- 2,8	0,2	30,9	9,9	60,3	55,0
Brésil	-3,9	- 5,5	- 5,8	-5,9	61,0	37,6	65,5	51,7
Chili	-1,8	- 1,8	- 0,6	-0,9	8,0	1,3	59,9	41,5
Mexique	-3,6	- 1,2	-15,0	6,3	62,3	34,0	69,3	63,4
Venezuela	0,8	- 1,6	- 7,3	-0,1	17,8	-6,9	72,2	52,1
Asie <sup>3</sup>	6,5	2,4	25,2	21,2	175,8	32,4	39,4	45,8
Chine	7,1	- 0,5	7,5	5,7	37,0	-9,8	47,5	64,8
Corée du Sud	-2,0	1,2	4,1	6,7	39,1	28,7	72,7	93,2
Inde	1,4	1,2	1,4	-1,3	12,4	2,3	19,5	16,4
Indonésie	0,9	1,6	7,6	4,5	34,2	22,8	37,1	47,2
Philippines	-1,9	- 2,6	- 0,4	-0,9	8,7	3,9	48,2	28,5
Thaïlande	1,4	1,7	4,7	6,6	22,7	17,3	40,9	82,9

<sup>1</sup> Y compris les pays de l'OPEP. <sup>2</sup> Comprend les pays de la zone des Caraïbes qui ne sont pas classés comme centres bancaires extra-territoriaux. <sup>3</sup> A l'exclusion de Taïwan.

ont continué à emprunter massivement auprès des banques mais, dans le même temps, ont sensiblement renforcé leurs avoirs de réserve officiels. En Afrique, cependant, les crédits commerciaux à court terme, souvent assortis de garanties officielles, restent la seule source de financement extérieur privé pour la majorité des pays.

Les pays d'Asie continuent de recourir massivement aux crédits bancaires

Le financement international des pays d'Asie, à forte prédominance de crédits bancaires et faible recours aux titres, s'est nettement différencié de la physionomie générale pour 1991. En fait, à l'exclusion de Taïwan, depuis la fin de 1987 ces pays ont emprunté \$55 milliards auprès des banques, alors que leurs émissions nettes d'obligations et effets internationaux ne se sont élevées qu'à \$5 milliards. Par suite de la tendance généralisée des banques à se désengager du monde en développement, les risques sur l'Asie ont augmenté en importance relative. A la fin de 1991, ils représentaient 34% des créances bancaires sur les pays en développement, contre 30% quatre ans auparavant. En outre, dans la plupart des grands pays d'Asie, la part des emprunts bancaires dans l'endettement extérieur s'est nettement accrue.

Le pourquoi des prêts bancaires à l'Asie

Les banques commerciales ont été manifestement impressionnées, ces dernières années, par les bons résultats économiques des pays d'Asie et la modicité relative de leurs ratios d'endettement et du service de la dette. Dans le même temps, les entreprises et banques de beaucoup de ces pays ont bénéficié d'un accès plus facile aux marchés internationaux du crédit à court et à moyen terme, à des conditions parfois plus intéressantes que sur leurs propres marchés, souvent insuffisamment étoffés. Cet ensemble de facteurs a joué un rôle particulièrement important dans le cas de la Corée

du Sud, qui a ramené son ratio dette extérieure/PNB de 53% à 14% de fin 1985 à fin 1990 et a pu financer sans difficulté une détérioration de sa balance des paiements courants l'an dernier, en effectuant seulement des prélèvements modestes sur ses réserves de change. Pareillement, la charge de la dette relativement peu élevée de la Thaïlande, conjuguée à des mesures de libéralisation au cours des deux dernières années, a permis à ce pays de bénéficier d'un afflux de crédits bancaires internationaux. Dans le contexte d'une politique monétaire interne extrêmement rigoureuse, la clientèle indonésienne, en particulier les banques, a emprunté massivement auprès des banques déclarantes en 1990 et 1991. Toutefois, en octobre dernier, les autorités, confrontées à une détérioration rapide des ratios d'endettement extérieur, ont décidé de plafonner les emprunts à l'étranger des banques nationales. Les banques déclarantes ont également accordé sans difficulté d'importants prêts à la Chine, qui a enregistré une forte progression de ses exportations et a sensiblement accru ses dépôts l'an dernier.

Les Philippines, seul pays d'Asie à conduire des négociations pour un allègement de sa dette, constituent la principale exception à cette augmentation des créances bancaires sur les pays de cette région. Les prêts à l'Inde se sont momentanément inversés au premier semestre de 1991, lorsque le pays a souffert de sérieux problèmes internes (voir Chapitre III).

Entre la fin de 1987 et la fin de 1990, l'encours des créances identifiées des banques déclarantes sur l'Amérique latine a fléchi de \$54 milliards, en raison surtout de conversions de dettes, de cessions de prêts, d'annulations de créances et d'autres opérations de réduction de dette. Par voie de conséquence, la part des créances sur l'Amérique latine dans l'engagement total des banques à l'égard des pays en développement s'est contractée de 9 points, pour revenir à 42%. Une reprise est cependant intervenue l'an dernier. En outre, l'amélioration des perspectives dans plusieurs pays, la rigueur des conditions monétaires internes et l'assouplissement des contrôles des changes ont favorisé le retour de capitaux évadés. Abstraction faite de l'incidence des réductions de dette sur l'encours des banques déclarantes, que l'on peut estimer à \$3,6 milliards l'an dernier (contre \$26,6 milliards en 1990), les créances sur l'Amérique latine se sont accrues de plus de \$2 milliards.

On note également une expansion sensible des émissions nettes de titres internationaux annoncées pour ce groupe de pays, qui sont passées de \$3,5 milliards en 1990 à \$5,6 milliards. Les investisseurs institutionnels américains et européens ont été attirés par les rendements élevés et l'amélioration des résultats économiques. Le plus gros émetteur sur le marché obligataire international a été le Mexique (\$2,6 milliards), qui a également obtenu \$0,3 milliard par le biais de programmes d'euro-effets lancés sur le marché. En outre, les institutions financières mexicaines ont placé près de \$5 milliards de certificats de dépôt auprès de souscripteurs privés. En dépit de l'absence d'accord sur la manière de faire face aux dettes impayées et aux arriérés d'intérêts accumulés, le Brésil et l'Argentine ont pu, eux aussi, s'adresser au marché obligataire, obtenant \$1,4 milliard et \$0,8 milliard respectivement. Les investisseurs ont répondu favorablement aux émissions

Augmentation de l'activité des pays d'Amérique latine avec les banques ...

... et de leurs émissions internationales de titres

effectuées par ces pays, étant donné que dans le passé la dette obligataire a bénéficié d'une priorité effective par rapport aux prêts normaux.

Raffermisssement  
des cours de la  
dette des PED  
sur le marché  
secondaire ...

Les bons résultats économiques de plusieurs pays d'Amérique latine ont également eu une incidence favorable sur les cours moyens du marché secondaire de la dette des PED. Entre la fin de 1989 et la fin de 1991, les cours de la dette négociée des quinze pays du plan Baker ont augmenté en moyenne de 75%. Sous l'effet en partie de la substitution d'obligations à l'endettement bancaire, le volume des transactions sur ce marché a progressé de plus de 50%, pour s'établir à quelque \$100 milliards en 1991, après une croissance régulière comprise entre 5 et 10% les deux années précédentes. Il est à noter aussi que le nombre des teneurs de marché et investisseurs s'est accru. Par suite, la liquidité s'est améliorée pour certains types de dette et les marges acheteur-vendeur se sont rétrécies. Des courtiers opèrent à présent sur le marché et des cotations fermes peuvent être obtenues pour divers instruments.

... mais préoccupations concernant le bon fonctionnement du marché

Le bon fonctionnement du marché secondaire de la dette des PED revêt une grande importance pour les intervenants, les autorités de tutelle des institutions participant au marché et les pays en développement eux-mêmes. En dépit de l'expansion récente, les cours sont parfois extrêmement volatiles, comme cela a été le cas en octobre et au début de novembre l'an dernier. En outre, les méthodes utilisées ne sont pas normalisées et les procédures de règlement sont complexes. Du fait notamment de la nature hétérogène des instruments de dette négociés et des différences notables dans la qualité de signature des débiteurs, le marché est compartimenté. Pour ces diverses raisons, il apparaît qu'un consensus se dégage sur la nécessité de disposer de pratiques et codes de conduite communs et d'améliorer les procédures de règlement et de compensation.

Réforme financière interne ...

En plus du changement d'orientation de leurs politiques macro-économiques intérieures et de la réévaluation du rôle du financement extérieur, de nombreux pays en développement ont entrepris, ces dernières années, des efforts importants pour réformer et libéraliser leurs systèmes financiers nationaux. Ces mesures, qui s'apparentent à plusieurs égards aux transformations intervenues dans le monde développé au cours des années quatre-vingt (voir Chapitre VIII), ont été diverses: suppression des contrôles administratifs sur les taux d'intérêt, démantèlement des mécanismes d'affectation du crédit, libéralisation des mouvements de capitaux, large privatisation du système bancaire, assouplissement des obstacles institutionnels, introduction d'une gamme étendue d'instruments du marché monétaire à court terme et ouverture des marchés intérieurs aux institutions financières et investisseurs étrangers. Ce processus s'est accompagné d'un relèvement des taux d'intérêt réels dans la plupart des pays, décourageant ainsi les fuites de capitaux et stimulant la formation interne de capital fixe.

... à des rythmes différents selon les pays

Le processus de libéralisation financière s'est fait à partir de points de départ différents, selon des rythmes propres et des modalités diverses. En Asie, hormis Hong Kong et Singapour, qui sont déjà dotés de marchés très libres et très performants, la Malaisie et les Philippines ont accompli les plus

grands progrès en matière de déréglementation depuis le milieu des années soixante-dix. Taïwan, en revanche, malgré des excédents de paiements courants considérables et une confortable position extérieure créditrice nette, continue de réglementer assez largement son marché des capitaux et l'accès des résidents nationaux aux investissements à l'étranger. La Corée du Sud, qui a commencé à assouplir sa réglementation sur les taux d'intérêt en 1988, a annoncé l'an dernier de nouvelles mesures qui devraient entraîner la libéralisation complète de l'ensemble des taux en quatre étapes d'ici la fin de 1997. Dans le même temps, les autorités coréennes ont poursuivi la libéralisation de l'accès des résidents nationaux aux investissements à l'étranger et ouvert leurs marchés des titres aux non-résidents. En Amérique latine, l'Argentine, la Bolivie, la Colombie, l'Equateur, le Mexique, le Pérou et le Venezuela ont apporté des modifications sensibles à leur législation concernant l'accès des non-résidents aux marchés nationaux.

La privatisation des banques et autres institutions financières a constitué un élément notable des programmes mis en œuvre par de nombreux pays pour améliorer l'efficacité de leur marché des capitaux. L'Argentine, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou, le Salvador, l'Uruguay et le Venezuela ont déjà cédé des institutions financières publiques ou envisagent de le faire dans un proche avenir. Au Mexique, la vente de huit banques, l'an dernier, a rapporté \$7 milliards, soit quelque 3% du PIB. La privatisation de banques mexicaines s'est accompagnée d'une extension de leurs pouvoirs et d'un assouplissement du contrôle des changes.

Enfin, il convient de mentionner l'évolution sur les marchés nationaux des actions, qui est l'une des principales raisons des importants afflux de portefeuille dans certains pays. Le nombre des entreprises cotées sur les marchés les plus développés a rapidement progressé, les volumes échangés ont connu une ascension fulgurante, la transparence du marché s'est améliorée et l'accès des non-résidents a été libéralisé. En outre, les programmes de privatisation ont fourni une grande quantité d'actions, et les investisseurs institutionnels ainsi que les fonds de placement internationaux ont acheté d'importantes quantités de ces titres. D'autre part, du fait de taux de rendement généralement supérieurs à ceux des pays industriels au cours des dernières années, les investissements à l'étranger se sont amplifiés sur ces nouveaux marchés boursiers. La grosse majorité des fonds s'est dirigée vers les marchés d'Asie mais, plus récemment, un intérêt accru s'est manifesté pour les marchés des actions d'Amérique latine.

Si toutes ces réformes destinées à favoriser l'ouverture des marchés des capitaux visent en définitive à obtenir une meilleure efficacité de l'intermédiation de l'épargne, l'expérience de bien des pays développés au cours des dernières années donne à penser que le processus de déréglementation peut s'accompagner d'une augmentation potentielle des risques systémiques. En outre, plusieurs pays, dont la Thaïlande, la Malaisie et le Chili, ont rencontré des difficultés financières durant les années quatre-vingt. La fermeture de la BCCI a eu de vastes répercussions dans le monde en développement l'an dernier. A la lumière de ces expériences, nombre de ces pays ont adopté des mesures en vue d'améliorer la surveillance de leurs

Privatisation des banques

Croissance des marchés nationaux des actions

Nécessité d'un cadre réglementaire adéquat

banques nationales et de renforcer le dispositif réglementaire de leurs marchés financiers. Plusieurs d'entre eux, en particulier en Asie et en Amérique latine, ont entrepris d'adopter les ratios de fonds propres de Bâle, en ce qui concerne tout au moins leurs opérations figurant au bilan. Cette initiative contraindra de nombreuses banques à consolider leurs fonds propres et contribuera à accroître la solidité globale du marché financier et à rendre les conditions de concurrence plus équitables.

## VIII. Aspects structurels des marchés des capitaux et surveillance prudentielle

### Faits saillants

Une évolution remarquable est intervenue, au cours des dix dernières années environ, dans la structure de l'industrie financière internationale, à la suite de la déréglementation et de l'innovation financière. Cette période a été, en outre, particulièrement contrastée, avec une expansion sans précédent de l'activité qui s'est accompagnée, cependant, de sérieuses difficultés financières, surtout plus récemment. Le moment semble venu à présent de dresser le bilan de la situation et de passer en revue certaines questions fondamentales qui demeureront sans doute au premier plan des préoccupations ces prochaines années, en se fondant notamment sur les analyses effectuées dans des Rapports annuels antérieurs.

Le présent chapitre rappelle d'abord les principales modifications structurelles intervenues, puis examine plusieurs questions importantes qu'elles soulèvent à la fois pour les responsables de la politique économique et les opérateurs du marché. Une première série de questions concerne les coûts et avantages du processus de déréglementation et d'innovation financière, sous l'angle surtout de la relation entre efficacité et stabilité financière. La deuxième a trait aux défis immédiats que comporte l'héritage des années passées: résorption du surendettement et de l'inflation des prix des actifs dans quelques pays, élimination des capacités excédentaires dans certains secteurs de l'industrie financière et adaptation à un monde dans lequel le capital est devenu plus rare pour les institutions financières. Une dernière série de questions se réfère aux défis à plus long terme, qui ne sont en fait que des formes particulières des problèmes fondamentaux auxquels se trouvent confrontées en permanence les autorités: dosage approprié entre intervention officielle et forces du marché dans la détermination des structures de l'activité, adaptation constante du cadre prudentiel de la réglementation et de la surveillance aux modifications de l'environnement financier et limites de ces deux formes d'action.

### Principaux développements de caractère structurel

Au cours des quelque dix dernières années, les structures des marchés des capitaux ont subi de profondes modifications. A maints égards, ces changements n'ont fait que renforcer une tendance qui était d'abord apparue dans les années soixante-dix et s'était ensuite accentuée sous l'effet de plusieurs facteurs: meilleure acceptation de la doctrine de l'économie de marché, conditions macro-économiques favorables et accélération du rythme de l'innovation technologique.

L'ampleur et le déroulement de ces modifications structurelles ont été fort variables d'un pays à l'autre, en fonction des conditions de départ et

Modifications structurelles sur les marchés des capitaux:

Expansion de certains marchés d'instruments dérivés						
Instrument	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	encours du principal notionnel en milliards de dollars EU <sup>1</sup>					
Marchés organisés	583	724	1.300	1.762	2.284	3.518
Options et contrats à terme de taux d'intérêt	516	609	1.174	1.588	2.054	3.231
Options et contrats à terme en devises	49	74	60	66	72	77
Options et contrats à terme sur indices boursiers	18	41	66	108	158	210
Marchés de gré à gré	500	867	1.330	2.402	3.451	4.080 <sup>2, 3</sup>
Echanges de taux d'intérêt	400 <sup>2</sup>	683	1.010	1.503	2.312	2.750 <sup>2, 3</sup>
Echanges de devises et d'intérêts-devises <sup>4</sup>	100 <sup>2</sup>	184	320	449	578	700 <sup>2, 3</sup>
Divers <sup>4, 5</sup>	—	—	—	450	561	630 <sup>2, 3</sup>
Total général	1.083	1.591	2.630	4.164	5.735	6.900 <sup>2, 3</sup>
<i>Pour mémoire:</i>						
<i>Ratio du total général sur:</i>						
<i>Créances internationales<sup>6</sup></i>						
<i>des banques déclarantes BRI</i>	0,27	0,31	0,47	0,64	0,76	1,00 <sup>7</sup>
<i>PIB OCDE</i>	0,10	0,13	0,19	0,29	0,35	0,40 <sup>7</sup>

<sup>1</sup> Encours en fin d'année. <sup>2</sup> Estimation. <sup>3</sup> Juin. <sup>4</sup> Après ajustement pour tenir compte des déclarations dans les deux monnaies. <sup>5</sup> Taux plafonds, tunnels, taux planchers et options de contrats d'échange. <sup>6</sup> Créances externes et locales en devises. <sup>7</sup> Estimation sur la base des chiffres de juin.

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

d'éléments spécifiques. La direction et les caractéristiques essentielles du processus ont cependant été pratiquement identiques partout.

assouplissement  
des restrictions ...

La déréglementation a sensiblement accru le rôle des forces du marché dans la détermination des choix offerts aux agents économiques. Dans le but, notamment, de limiter la concurrence, des restrictions notables étaient encore appliquées vers la fin des années soixante-dix dans de nombreux pays pour les types d'activité, le lieu d'implantation et le fonctionnement des entreprises financières; elles s'accompagnaient parfois de plafonnements des taux créditeurs et/ou d'une tolérance des autorités à l'égard d'ententes de type cartellaire. Dans le même temps, l'actif des bilans était souvent soumis à des limitations quantitatives sur certains postes et, dans une moindre mesure, à des contrôles sur les taux d'intérêt, reflétant essentiellement des approches interventionnistes de la politique monétaire et les vestiges de politiques sélectives du crédit. Au début des années quatre-vingt-dix, la plupart de ces contraintes étaient soit supprimées, soit sans effet par suite des développements intervenus sur les marchés.

... sur les quan-  
tités, les taux  
d'intérêt et les  
prix ...

L'assouplissement des limitations quantitatives et des restrictions en matière de taux d'intérêt et de prix a été particulièrement étendu. Au début des années quatre-vingt-dix, aucun des grands pays industrialisés n'appliquait plus de plafonnement du crédit ni d'autres contraintes majeures sur les prêts. Les directives imposées aux banques pour leurs investissements

Opérations transfrontières sur actions et obligations <sup>1</sup>					
Pays	1970	1975	1980	1985	1990
	en % du PIB				
Etats-Unis	2,8	4,2	9,3	36,4	92,5
Japon	n.d.	1,5	7,0	60,5	118,6
Allemagne	3,3	5,1	7,5	33,9	57,5
France	n.d.	n.d.	8,4 <sup>2</sup>	21,4	53,3
Italie	n.d.	0,9	1,1	4,0	26,7
Royaume-Uni	n.d.	n.d.	n.d.	367,5	690,1
Canada	5,7	3,3	9,6	26,7	63,8

<sup>1</sup> Achats et ventes, en chiffres bruts, de titres entre résidents et non-résidents. <sup>2</sup> 1982.  
Sources: données nationales de balance des paiements.

de portefeuille étaient rares et, lorsqu'elles existaient, peu sévères; les obligations faites dans ce domaine aux investisseurs institutionnels, tels que caisses de retraite et compagnies d'assurances, avaient été allégées dans plusieurs pays. Les coefficients de réserves obligatoires avaient été généralement abaissés. Les contrôles sur les transactions en devises et les mouvements de capitaux internationaux étaient en grande partie levés. La réglementation sur les taux débiteurs n'était plus qu'un souvenir, et dans quelques pays seulement, dont le Japon, des contrôles significatifs sur les taux des dépôts des particuliers ou des commissions de courtage fixes subsistaient encore. Dans ce contexte caractérisé par une liberté accrue, le renforcement des normes prudentielles sur le niveau des fonds propres a fini par être perçu comme la principale contrainte réglementaire affectant les décisions des banques en matière de constitution de portefeuilles.

Les limitations sur l'implantation géographique et les catégories d'activités des institutions financières avaient été également bien atténuées, même si le processus n'était pas allé aussi loin dans ce domaine. De nombreux pays avaient commencé à décompartmenter leur système de crédit, en élargissant l'éventail des opérations de prêt et de financement autorisées et en harmonisant les autres restrictions sur les bilans des établissements de crédit. Là où elle avait existé, la séparation entre activités de banque de dépôt et de banque d'affaires avait progressivement disparu, alors que les pays où les cloisonnements subsistaient, notamment les Etats-Unis et le Japon, avaient vu leurs établissements pratiquer de manière active à l'étranger des transactions qui leur étaient interdites sur le territoire national. Même si la déréglementation était généralement plus limitée dans le secteur de l'assurance, quelques pays, en Europe surtout, avaient assoupli les restrictions sur le cumul de l'activité d'assurance et des opérations bancaires au début des années quatre-vingt-dix. Sur le plan tant international que national, l'atténuation ou la suppression des obstacles à la liberté d'établissement avait étendu le champ d'action territorial des institutions financières.

Durant la dernière décennie, l'éventail des instruments financiers disponibles s'est considérablement enrichi. En 1980, seuls quelques pays

... et sur le lieu d'implantation et les catégories d'activités;

élargissement de la gamme ...

possédaient des marchés de bons du Trésor, de certificats de dépôt et de papier commercial; en 1991, ils étaient peu nombreux à ne pas en être dotés. A la suite des progrès des technologies de l'information et des théories de gestion financière, cette décennie a également vu l'expansion rapide de produits sophistiqués tels qu'instruments financiers à terme, options, contrats d'échange et combinaisons variées de ces divers produits (voir tableau de la page 217). Parallèlement au vif développement des marchés de gré à gré, de plus en plus de pays se sont équipés de centres de négociation pour certains de ces instruments. Alors qu'en 1980 les Etats-Unis et les Pays-Bas étaient les seuls à disposer de marchés de contrats financiers à terme ou d'options, en 1991 un très petit nombre de pays industrialisés seulement en étaient encore totalement dépourvus. Progressivement, des produits financiers de gré à gré ont été adaptés «sur mesure» aux besoins spécifiques des investisseurs, emprunteurs et intermédiaires.

... et négociabilité accrue des instruments financiers;

Plus leur gamme s'est étoffée, plus les divers instruments financiers ont pu être négociés. L'accroissement de la dette publique a conféré une dimension et une profondeur accrues aux marchés des titres d'Etat à court et à long terme. Les émetteurs privés, financiers et non financiers, ont généralement recouru de manière plus intense aux instruments négociables pour leur financement. L'utilisation de papier commercial, certificats de dépôt, notes à taux variable, obligations, actions et instruments liés aux actions s'est rapidement intensifiée au détriment des dépôts et prêts traditionnels. Dans quelques pays, en particulier aux Etats-Unis, les prêts bancaires et créances d'entreprises ont commencé à être regroupés et vendus sur le marché. Des marchés de produits dérivés se sont substitués aux transactions plus coûteuses sur les titres sous-jacents.

intégration des marchés nationaux et extra-territoriaux;

Au cours de la période considérée, les marchés nationaux sont devenus progressivement plus intégrés tant les uns aux autres qu'avec les centres extra-territoriaux. Par suite de l'assouplissement des restrictions sur les opérations en devises et sur la liberté d'établissement, les flux de capitaux transfrontières se sont intensifiés et le nombre des institutions

Croissance des actifs des investisseurs institutionnels									
Pays	Caisses de retraite et compagnies d'assurance-vie			Organismes de placement collectif			Total		
	1980	1985	1990	1980	1985	1990	1980	1985	1990
	actifs financiers, en % du patrimoine financier des ménages								
Etats-Unis	17,8	21,1	23,5	2,2	5,0	7,7	20,0	26,0	31,2
Japon	13,8	16,6	20,8	1,8	3,6	5,6	15,6	20,2	26,4
Allemagne	19,4	24,2	27,1	3,2	4,8	8,1	22,6	29,0	35,1
France	8,0	11,2	14,7	2,7	12,4	21,7	10,6	23,6	36,3
Italie <sup>1, 2</sup>	1,6	0,9	3,2 <sup>3</sup>	n.d.	2,1	2,9 <sup>3</sup>	n.d.	2,9	6,1 <sup>3</sup>
Royaume-Uni <sup>1</sup>	39,9	49,9	53,7 <sup>3</sup>	1,6	3,1	4,9 <sup>3</sup>	41,5	53,1	58,6 <sup>3</sup>
Canada	19,4	23,3	26,7	1,0	1,6	3,0	20,4	24,9	29,7

<sup>1</sup> Total des actifs. <sup>2</sup> Valeur comptable. <sup>3</sup> 1989.  
Sources: données nationales.

Endettement du secteur privé dans certains pays								
Pays	Sociétés non financières				Ménages			
	1975	1980	1985	1990	1975	1980	1985	1990
	en % du PNB/PIB				en % du revenu disponible			
Etats-Unis	36	36	41	49	67	75	80	97
Japon	94	86	101	135	45	59	70	96
Allemagne	66	68	73	74	62	76	88	84
France	63	57	60	69	52	56	54	69
Italie	n.d.	49	57	62	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Royaume-Uni	46	41	49	82	47	49	77	107
Canada	89	98	97	99	77	85	72	90
Australie <sup>1</sup>	87	87	109	138 <sup>2</sup>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Suède	57	60	68	100	94	100	103	124

<sup>1</sup> Ensemble du secteur privé; années fiscales. <sup>2</sup> 1988, la série ayant été interrompue depuis lors.  
Sources: données nationales.

opérant dans les centres étrangers s'est accru (voir tableau de la page 218). La multiplication des possibilités d'arbitrage consécutive à l'apparition de nouveaux instruments et la réduction des coûts de l'informatique et des télécommunications ont permis aux opérateurs du marché de mieux réagir aux écarts de prix et différences d'ordre fiscal et réglementaire existant d'un marché à l'autre. Du fait de la convergence des réglementations et de leur caractère moins restrictif, les distinctions entre marchés nationaux et extra-territoriaux se sont progressivement estompées.

Dans plusieurs pays, dont notamment les grands centres financiers, ces évolutions sont allées de pair avec une plus grande institutionnalisation de l'épargne (voir tableau de la page 219). L'augmentation de la part de l'épargne acheminée vers les caisses de retraite, compagnies d'assurances et autres organismes de placement collectif a contribué à l'expansion des marchés des titres et à la conception de produits et techniques plus élaborés. L'abandon progressif, par les institutions financières, des stratégies fondées sur l'achat et la détention de titres pour les techniques d'indexation de portefeuilles ou des formes de négociation plus actives a amené à reconsidérer les pratiques et dispositifs en vigueur, appelés à présent à satisfaire une demande de transactions potentiellement supérieure et plus concentrée. Leur évolution vers une diversification internationale a constitué un puissant stimulant de l'internationalisation et de l'intégration des marchés.

Pour les agents non financiers, en particulier les ménages, l'atténuation des contraintes financières a coïncidé avec une augmentation assez générale de l'endettement par rapport au revenu courant (voir tableau ci-dessus). Dans la plupart des cas, cette augmentation s'est accompagnée d'une progression similaire de leurs placements financiers et d'une gestion plus active de leurs avoirs et engagements. La technicité accrue et l'importance croissante des départements financiers des grandes entreprises illustrent peut-être le mieux ce processus.

Au niveau des intermédiaires financiers, l'assouplissement des contraintes a favorisé une tendance à la déspecialisation, les établissements

institutionnalisation de l'épargne;

augmentation de l'endettement;

déspecialisation des institutions;

disposant d'une gamme d'activités de plus en plus diversifiée. Les structures complexes de conglomerats, débordant souvent du cadre des frontières nationales, sont devenues de plus en plus courantes. Ce genre de groupes propose généralement des services bancaires traditionnels et diverses catégories d'opérations sur titres ainsi que, plus récemment, des prestations d'assurance.

Toutes ces évolutions ont modifié, à maints égards, la nature des activités bancaires. Même si la collecte de dépôts et l'octroi de prêts demeurent généralement la composante essentielle des opérations des banques, la part de leurs recettes autres que les revenus d'intérêts nets a eu tendance à augmenter (voir tableau ci-dessous). Parmi celles-ci figurent la négociation financière, le courtage, la prise ferme, les services d'assistance-conseil, la fourniture de ressources de soutien et des rehaussements de crédits. Grâce à ces facilités de soutien et à leur rôle clé dans le mécanisme des paiements, les banques ont contribué à l'expansion des marchés des titres et produits dérivés, même dans les pays où il leur était interdit d'effectuer certaines catégories de transactions sur titres. Elles se sont également tournées de plus en plus, en qualité d'utilisateurs, vers les instruments dérivés, délaissant en partie le marché interbancaire traditionnel des dépôts. Par voie de conséquence, une proportion plus grande de leurs risques de crédit et de liquidité ont été encourus hors bilan.

Les modifications structurelles fondamentales du cadre réglementaire et technologique ont entraîné une intensification des pressions de la concurrence dans l'ensemble de la sphère financière et, du fait du contexte macro-économique favorable, une expansion sensible de l'activité dans ce domaine (voir tableau de la page 222). En présence d'une forte instabilité des taux d'intérêt, des taux de change et des prix des actifs, elles ont également permis un essor sans précédent des opérations et de la négociation sur produits financiers (voir graphique de la page 224). Cet essor se reflète en partie dans la formidable augmentation de la valeur des paiements au cours de la dernière décennie (voir graphique de la page 225). Alors que les transactions commerciales ont progressé pratiquement de

accroissement  
des engagements  
hors bilan

Intensification de  
la concurrence ...

... et forte hausse  
des paiements

Revenus hors intérêts des banques <sup>1</sup>									
Pays	1980-82	1984-86	1989-90	1990	Pays	1980-82	1984-86	1989-90	1990
Etats-Unis <sup>2</sup>	30,0	31,4	37,4	38,0	Belgique <sup>3</sup>	19,6	23,4	25,2	23,0
Japon <sup>2,3</sup>	20,4	24,6	36,6	35,9	Espagne <sup>2</sup>	15,7	18,1	20,7	22,3
Allemagne <sup>2</sup>	30,6	28,6	34,3	34,9	Finlande	48,8	58,3	50,4	46,9
France <sup>2</sup>	14,6	15,3	24,4	24,9	Norvège	27,3	35,2	29,5	25,9
Italie	26,0	30,3	26,3	26,8	Pays-Bas	25,0	24,7	30,0	29,7
Royaume-Uni <sup>2</sup>	28,5	36,9	39,7	41,1	Suède	29,8	33,5	27,4	26,2
Canada <sup>3</sup>	21,6 <sup>4</sup>	23,7	30,1	31,0	Suisse	46,6	47,5	50,0	49,1
Australie <sup>3</sup>	32,1	33,5	33,9	34,0					

<sup>1</sup> Part dans le revenu brut des banques commerciales; les données ne sont pas entièrement comparables d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Grandes banques commerciales. <sup>3</sup> Exercices budgétaires. <sup>4</sup> 1982.  
Sources: pour l'Australie, Reserve Bank of Australia; pour les autres pays, OCDE; estimations BRI.

Indicateurs d'expansion de l'activité financière						
Pays	Part dans l'emploi total			Part dans la valeur ajoutée <sup>1</sup>		
	1970	1979	1989	1970	1979	1989
Etats-Unis	3,8	4,2	4,8	4,1	4,5	5,7 <sup>2</sup>
Japon	2,6	2,8	3,4	4,5	4,9	5,6
Allemagne	2,3	2,8	3,1 <sup>3</sup>	3,1	4,2	5,0
France	n.d.	12,6 <sup>4</sup>	16,1 <sup>4</sup>	3,3	3,5	4,7
Italie	1,6	1,6	1,8	2,9	3,9	4,4
Royaume-Uni <sup>4</sup>	6,0 <sup>5</sup>	7,0	11,4	12,5	14,8	20,0
Canada	n.d.	4,8 <sup>4,6</sup>	5,2 <sup>4</sup>	1,9	1,8	2,3 <sup>2</sup>
Australie <sup>4</sup>	7,1	8,1	11,0 <sup>3</sup>	8,5	9,0	12,1
Belgique	3,2 <sup>7</sup>	3,4	4,1	3,2 <sup>7</sup>	4,2	5,9
Espagne	n.d.	2,2	2,5	3,5	5,7 <sup>8</sup>	6,5
Finlande	2,4 <sup>9</sup>	2,5	3,1	3,1 <sup>9</sup>	3,0	3,9
Norvège	1,9	2,2	3,0	2,3	3,1	4,4
Pays-Bas	n.d.	3,5	3,8	2,9	4,5	4,9 <sup>2</sup>
Suède	n.d.	1,7 <sup>8</sup>	2,0	n.d.	3,1 <sup>8</sup>	4,4
Suisse	2,7	4,2	5,3	4,6	5,8 <sup>7</sup>	10,1 <sup>10</sup>

<sup>1</sup> PNB/PIB, plus production imputée de services bancaires, à prix courants (ceux de 1980 pour la France). <sup>2</sup> 1987. <sup>3</sup> 1988. <sup>4</sup> Y compris les services destinés à l'immobilier et aux entreprises. <sup>5</sup> 1971. <sup>6</sup> 1983. <sup>7</sup> 1975. <sup>8</sup> 1980. <sup>9</sup> 1976. <sup>10</sup> 1985.

Sources: OCDE; données nationales; estimations BRI.

pair avec l'activité économique, la multiplication des transactions financières a entraîné une hausse marquée du ratio des paiements par rapport au PIB.

## Evaluation de la déréglementation et de l'innovation financière

La déréglementation intervenue depuis les années soixante-dix peut être considérée dans une certaine mesure comme la phase plus récente d'un processus à long terme qui a inversé la présence généralement envahissante des pouvoirs publics dans les systèmes financiers, caractéristique des années de l'immédiat après-guerre. Ce processus s'est appuyé sur le fait qu'on s'est rendu compte que les contraintes imposées à l'activité financière étaient sans effet ou entraînaient de sérieuses inefficacités au niveau de l'affectation des ressources et de la conduite de la politique monétaire. Par la suite, la déréglementation a trouvé sa dynamique propre, l'élimination des restrictions dans certains domaines conduisant à les supprimer dans d'autres.

L'incitation au changement est souvent venue de différences dans les réglementations appliquées. Sur le plan national, les établissements ou compartiments du marché moins réglementés pouvaient se développer et prospérer au détriment de ceux qui l'étaient davantage. A l'échelle internationale, l'abolition du contrôle des changes dans certains pays a nui à l'efficacité des dispositions du même ordre en vigueur dans d'autres. L'impact de ces différences a été renforcé par le contexte macro-économique de la fin des années soixante-dix et du début de la décennie suivante, lorsque le climat inflationniste et les efforts entrepris ensuite pour y remédier ont contribué à faire monter les taux d'intérêt. Leurs niveaux élevés ont encore

Raisons de la déréglementation

encouragé la désintermédiation dans les secteurs plus réglementés et incité les opérateurs à se soustraire aux contraintes, tant au niveau national qu'à l'échelle internationale. La déréglementation gagnant du terrain et les marchés devenant de plus en plus intégrés, le risque d'une perte de compétitivité internationale des établissements nationaux a alors constitué une puissante motivation. Dans certains cas, les engagements extérieurs contractés dans le cadre d'accords internationaux ou supranationaux ont également joué un rôle notable, comme pour l'accord yen-dollar de 1984 et la législation de la CE pour la mise en œuvre du marché unique.

Le dosage entre la déréglementation d'inspiration officielle et l'innovation financière résultant des forces du marché a été fort variable d'un pays à l'autre, selon le caractère plus ou moins restrictif des dispositions réglementaires et le degré d'autonomie conféré par les systèmes juridiques nationaux. Toutefois, indépendamment de la cause première et de la nature du changement, le processus semblait promettre un secteur financier moins lourd et plus efficace, mieux à même de satisfaire les besoins, en constante évolution, des fournisseurs et utilisateurs de fonds. Le meilleur moyen de réaliser ces objectifs était d'accorder une place plus importante au libre jeu des forces du marché, au détriment des directives officielles, et de faire jouer ainsi davantage la concurrence.

Avantages de la déréglementation

A maints égards, les avantages espérés de la déréglementation se sont concrétisés. Les fournisseurs initiaux et utilisateurs finals de ressources ont bénéficié de meilleures conditions, les premiers en plaçant leurs capitaux dans une gamme plus étoffée d'actifs financiers mieux rémunérés et les seconds en profitant d'un accès plus facile et moins onéreux aux financements externes. La suppression des contrôles de change a favorisé la diversification des portefeuilles. L'élargissement de l'éventail des instruments financiers a permis de mieux répartir et gérer les risques. La réduction des coûts de transaction a accru la liquidité des marchés des titres. Les capitaux peuvent à présent se diriger plus facilement vers les rendements les plus élevés.

Coûts potentiels de la déréglementation

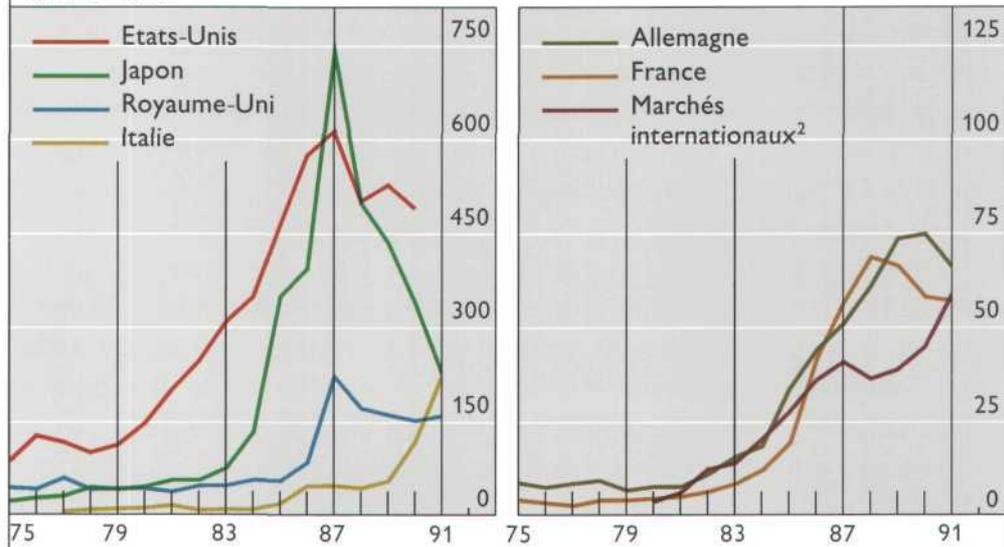
Il est plus difficile de se prononcer sur la question des coûts supportés en contrepartie de ces avantages. On constate, d'une manière assez générale, que la déréglementation et l'innovation financière se sont accompagnées d'une plus grande instabilité financière, que ce soit sous forme de fluctuations «excessives» des prix des actifs ou de difficultés pour certaines institutions financières. Dans ce cas, existe-t-il une relation de cause à effet? Cette relation est-elle caractéristique du processus de transition ou de l'environnement financier final? Aurait-on pu briser ou atténuer ce lien en conduisant une politique plus appropriée?

Signes d'instabilité financière

Les prix des actifs et les taux de change ont traversé des périodes de fortes fluctuations durant ces quelque dix dernières années (voir graphique de la page 226). Ce ne sont pas tant les problèmes liés à la volatilité à très court terme qui ont fait naître des préoccupations; en effet, comme l'information est diffusée plus vite et touche un plus large public, il est naturel que les réactions des prix soient plus rapides et, hormis quelques cas extrêmes, relativement inoffensives. C'est plutôt sur deux éléments que l'attention

## Indicateurs de tendance du volume des transactions sur les marchés des titres<sup>1</sup>

En % du PNB



<sup>1</sup> Estimation de la valeur annuelle des transactions sur actions et obligations sur les marchés secondaires et, dans certains cas, de gré à gré. Achats et ventes sont comptabilisés sans duplication. <sup>2</sup> Ensemble des transactions réglées par l'entremise d'Euroclear et de Cedel, en pourcentage du PNB total (en dollars EU) des pays du Groupe des Dix.

Sources: données nationales.

s'est portée: les fluctuations à plus long terme, surtout lorsque les prix ont atteint des niveaux qu'il n'était guère raisonnable de considérer comme soutenables, et la possibilité, souvent liée à de telles fluctuations, de chutes soudaines, à la fois amples et incontrôlables. Des distorsions de cette nature sont potentiellement plus coûteuses, en raison des erreurs causées dans l'affectation des ressources et des conséquences douloureuses de décisions erronées, sans compter que les krachs évoquent le risque d'une instabilité systémique de plus grande envergure. Dans un certain nombre de cas observés au cours de la dernière décennie dans la sphère financière, les prix paraissent avoir connu une évolution autonome: surévaluation du dollar au milieu des années quatre-vingt, effondrement général des marchés boursiers en octobre 1987 suivi du mini-krach deux ans plus tard, enfin cycle marqué et prolongé des cours des actions au Japon. Dans ce pays, et à un degré moindre dans de nombreux autres, les prix de l'immobilier ont été également sujets à de sensibles fluctuations à moyen terme.

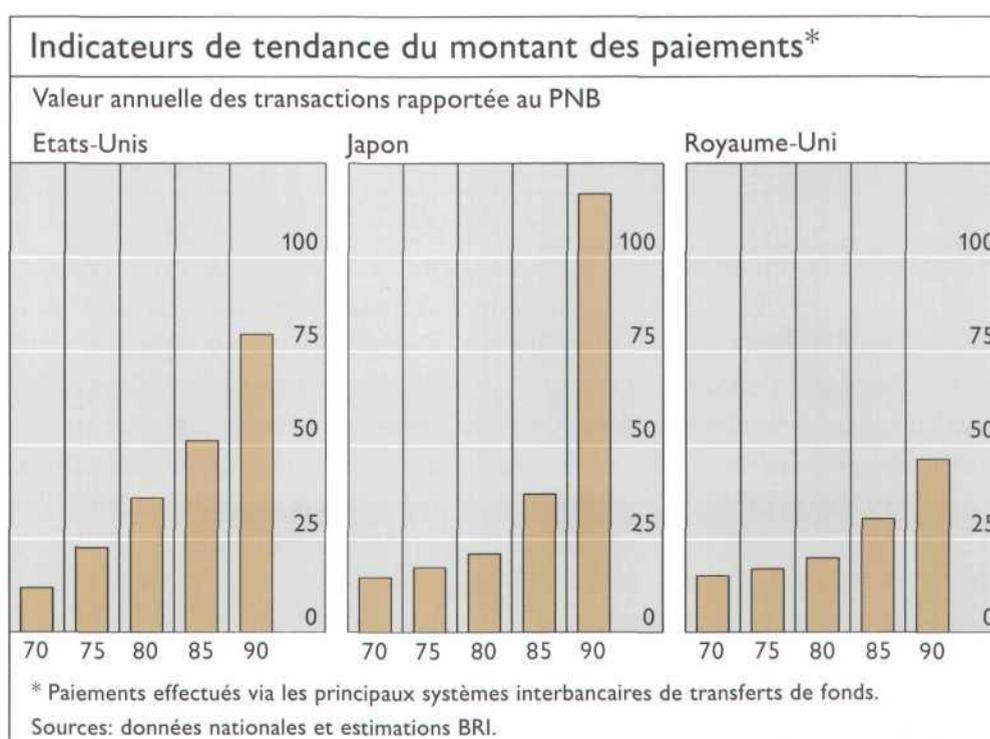
Depuis le début des années quatre-vingt, les entreprises du secteur financier ont connu plusieurs périodes difficiles. Par suite du ralentissement de l'activité économique vers la fin de la décennie, les établissements de crédit ont vécu leurs moments les plus sombres dans certains pays depuis l'instabilité généralisée de l'entre-deux-guerres. Aux Etats-Unis, les difficultés rencontrées par les banques, et qui ont contraint les autorités à renforcer les fonds d'assurance des dépôts, sont venues s'ajouter aux problèmes liés à la crise antérieure des caisses d'épargne. En Norvège, les établissements bancaires se sont heurtés à de sérieux problèmes. Au début de la

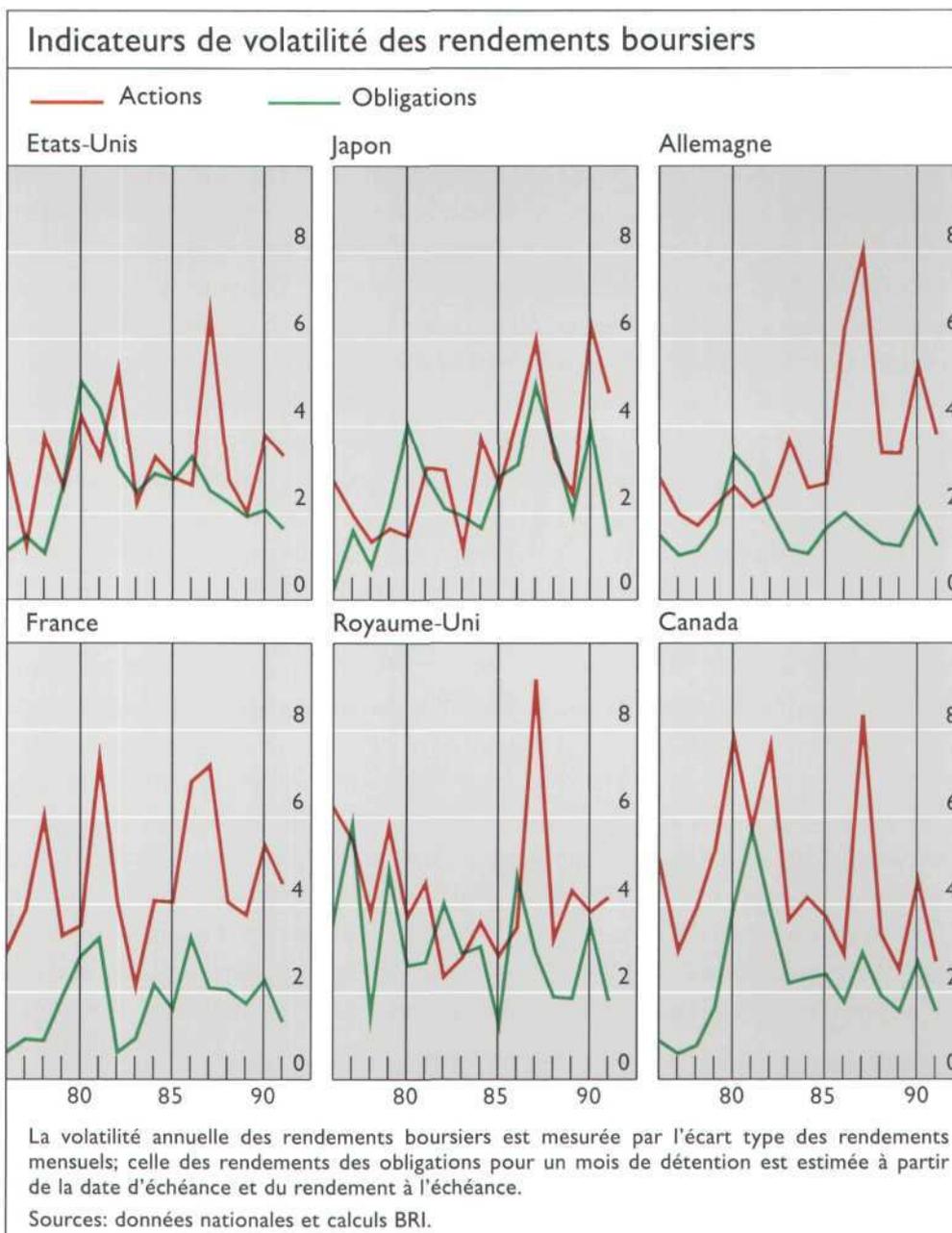
Facteurs de l'instabilité:

décennie quatre-vingt-dix, des tensions sont également apparues en Suède, en Finlande, en Australie et au Japon, tant parmi les banques qu'au sein des établissements de crédit non bancaires; en outre, les déclassements de cote de crédit ont été sensiblement plus fréquents. Il convient d'ajouter que la crise d'endettement des pays en développement, au début des années quatre-vingt, a affecté, pendant la majeure partie de la décennie, la qualité des actifs de nombreuses banques opérant à l'échelle internationale.

L'instabilité des prix des actifs et les difficultés financières des institutions sont manifestement indissociables, puisque les intermédiaires détiennent des actifs ou accordent des prêts adossés sur la valeur de ces derniers. Plus précisément, les banques de plusieurs pays ayant accru leurs opérations sur titres et leurs engagements dans l'immobilier, leurs bénéfices et leur solidité financière sont devenus plus sensibles aux fluctuations des prix (voir tableau de la page 228). Les pertes sur les marchés des titres depuis le milieu des années quatre-vingt et, surtout, la faiblesse des marchés immobiliers ont joué un rôle important dans les problèmes récents de nombreuses institutions.

Rétrospectivement, il n'est pas douteux que l'instabilité a résulté dans une certaine mesure d'un jugement collectif erroné. Le krach boursier de 1987 est une illustration probante de l'illusion de liquidité; l'enseignement fourni par cet épisode est que la liquidité ne dépend qu'en partie des mécanismes du marché, puisqu'elle repose en définitive sur les diverses perceptions de la valeur des actifs. La crise des prêts aux pays en développement s'explique fondamentalement par des jugements euphoriques sur le risque souverain. Les récents problèmes liés à l'octroi de ressources dans le cadre d'opérations à effet de levier (OEL) sont nés d'un excès d'optimisme de la part des emprunteurs et prêteurs au sujet de la capacité des entreprises de supporter un poids d'endettement sans précédent. Pour les prêts





immobiliers, les difficultés sont venues également d'opinions surfaites concernant la valeur des biens et, par conséquent, la fiabilité du nantissement.

A cet égard, les mécanismes de l'instabilité récente ne sont pas nouveaux. En outre, l'euphorie générale qui a présidé à beaucoup de ces excès était, dans une certaine mesure, un effet secondaire de la longue et puissante expansion économique des années quatre-vingt. Dans le même temps, les modifications de l'environnement financier ont accru le risque de telles erreurs collectives de jugement et rendu leurs implications plus sérieuses et plus généralisées à l'échelle internationale.

Le degré accru d'internationalisation et d'intégration de l'activité financière a facilité et accéléré la transmission des chocs au delà des frontières, d'un marché à l'autre ou entre unités différentes de la même institution. Il suffit de mentionner le caractère global des krachs boursiers de 1987 et

1989, l'importance des investissements transfrontières dans certains des marchés immobiliers les plus dynamiques ou les lourdes pertes subies par des établissements à l'étranger dans le cadre d'activités sur titres, d'OEL et de transactions immobilières.

accroissement de  
la concurrence;

Avec le temps, l'intensification de la concurrence consécutive à la déréglementation et à l'innovation a eu tendance à réduire la marge de garantie offerte par des rendements protégés et à accroître la variabilité des revenus, certains établissements ou secteurs prospérant au détriment d'autres moins favorisés. Ces mêmes pressions se sont traduites par une plus grande propension à accepter les risques. En outre, les divers intervenants ont été incités à prendre sciemment des risques, à pratiquer des tarifs trop bas et à développer de manière excessive leurs activités sous l'effet d'une tendance à privilégier des objectifs de croissance agressifs plutôt que la rentabilité du capital, souvent pour s'assurer une position dominante sur un nouveau marché ou pour compenser une perte d'activité ailleurs. L'usage assez répandu consistant à évaluer les résultats obtenus par rapport à la moyenne et la crainte de «se laisser distancer» ont favorisé l'uniformisation des jugements, en amplifiant parfois les erreurs individuelles.

difficultés  
d'ajustement;

Certains de ces éléments font partie intégrante de la concurrence. Ils occupent cependant une place beaucoup plus grande dans la transition conduisant d'un environnement protégé à un milieu ouvert à la concurrence, où, dans le premier cas, les entreprises doivent se limiter à opérer sur des marchés familiers, selon des règles de fonctionnement parfaitement connues, alors que dans le second elles obéissent à de nouvelles règles du jeu. Tous les intervenants, qu'ils soient institutions financières, sociétés non financières ou particuliers, ont besoin de temps pour adapter leur comportement à un environnement nouveau.

Presque tous les exemples d'instabilité observés récemment comportaient certains des éléments qui viennent d'être évoqués. Par exemple, l'augmentation considérable de l'endettement consécutive à l'assouplissement des restrictions sur le crédit, qui a facilité l'acquisition d'actifs réels et financiers et le financement de dépenses au delà parfois de niveaux soutenables, préparant ainsi la voie à des tensions et à des ajustements douloureux des structures de bilans; ou, à une échelle moindre, l'expérience du «Big Bang» au Royaume-Uni; ou encore, la compréhension insuffisante des relations entre marchés d'instruments financiers à terme et marchés au comptant, des exigences imposées par les nouveaux marchés de produits dérivés sur la capacité de négociation et les méthodes de traitement des ordres sur le marché sous-jacent ainsi que des implications systémiques de techniques de couverture dynamiques telles que l'assurance de portefeuilles; tous ces facteurs ont été déterminants dans le krach boursier d'octobre 1987 à New York.

On risque, cependant, de surestimer la responsabilité de la déréglementation et de l'innovation dans l'instabilité observée. Bien souvent, les causes des récentes perturbations sont à rechercher dans les conditions de départ et dans les contrôles exercés depuis longtemps sur les décisions concernant les portefeuilles, le choix des activités et la tarification. En

Prêts bancaires immobiliers dans certains pays <sup>1</sup>									
Pays	1980	1985	1987	1991	Pays	1982	1985	1987	1991
	en % de l'encours total des prêts					en % des prêts au secteur privé			
Etats-Unis					Allemagne	44	46	45	40
Total	28	29	34	42	Canada	30	33	39	49
Entreprises	10	13	17	17	Espagne	19 <sup>2</sup>	19	20	29
Royaume-Uni					France	28	29	29	31
Total	12	19	23	31 <sup>3</sup>	Norvège	51 <sup>2</sup>	48	41	52
Hors logement <sup>4</sup>	7	7	8	12 <sup>3</sup>	Portugal	23	28	33	32
Japon <sup>4</sup>	11	13	15	17	Suisse	27	28	29	34 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Les données ne sont pas entièrement comparables d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> 1983. <sup>3</sup> Rupture dans la série, une société de crédit hypothécaire étant passée sous statut bancaire. <sup>4</sup> Construction et sociétés immobilières. <sup>5</sup> 1990.  
Sources: données nationales et estimations BRI.

outre, les politiques à la fois macro et micro-économiques ont joué un rôle important.

Dans certains cas, les contrôles directs s'étaient traduits par des configurations de portefeuilles mal adaptées à l'environnement nouveau, caractérisé par l'instabilité des taux d'intérêt et des prix des actifs; c'est ce qui s'est passé pour les caisses d'épargne. Dans d'autres, ils avaient empêché une diversification fondamentale, comme le font encore les restrictions, depuis longtemps en vigueur, sur l'ouverture de succursales aux Etats-Unis. D'une manière plus générale, ils avaient favorisé l'apparition de distorsions dans les structures de coûts et laissé des établissements mal équipés conduire leur activité, évaluer leurs risques et fixer leurs tarifs dans un environnement libéralisé et plus concurrentiel. En outre, les conditions moins ouvertes dans lesquelles l'intermédiation financière s'était opérée avant la déréglementation dans de nombreux pays, à cause surtout de l'intervention pesante des autorités et d'une diffusion d'informations moins abondante, ne permettent pas aisément de juger de l'ampleur véritable des difficultés financières rencontrées alors.

La politique macro-économique a souvent été prise en défaut. Parfois, elle n'est pas parvenue à garantir un environnement suffisamment stable. L'inflation des années soixante-dix, par exemple, portait en elle les germes de la forte ascension et de la grande volatilité des taux d'intérêt du début des années quatre-vingt, qui ont été à l'origine des problèmes rencontrés par un grand nombre d'établissements et d'emprunteurs lourdement endettés. En certaines occasions, également, elle n'a pas su appuyer le processus de déréglementation au moyen des mesures appropriées. Ainsi, dans plusieurs pays, la politique monétaire relativement laxiste qui a accompagné la déréglementation a permis la surexpansion des positions des prêteurs et emprunteurs; en revanche, la discipline monétaire dont ont bénéficié les pays du mécanisme de change européen paraît avoir contribué à enrayer certains des excès notés ailleurs.

La politique micro-économique s'est également montrée déficiente à certains égards. Des dispositions souvent généreuses sur la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts ont encouragé l'endettement, notamment

et inadéquation  
des politiques

dans certains pays nordiques. Parfois, le manque d'homogénéité des contrôles et des normes de surveillance a abouti à des insuffisances dans la vérification de comportements imprudents et de concentrations de risques excessives, comme en attestent les problèmes sérieux rencontrés par des établissements de crédit non bancaires en Suède et au Japon. Dans d'autres cas, des filets de sécurité explicites ou implicites pouvant être considérés comme trop généreux ont encouragé les prises de risques, ce qu'illustre la crise des caisses d'épargne aux Etats-Unis. D'une manière plus générale, le renforcement de la surveillance prudentielle a quelquefois pris du retard par rapport aux modifications de l'environnement financier.

Comme pour les opérateurs du marché, et en grande partie pour les mêmes raisons, c'est la transition vers un environnement déréglementé qui a comporté les défis les plus sérieux pour les responsables des politiques. Dans de nombreux pays, l'évolution rapide des structures financières a rendu plus complexe l'interprétation du comportement des taux d'intérêt ainsi que des agrégats de monnaie et de crédit, compliquant ainsi l'élaboration et l'application de la politique monétaire. Au niveau micro-économique, la rapidité et l'ampleur de la déréglementation ont parfois soulevé, de manière inattendue, des problèmes délicats de surveillance prudentielle.

Enseignements

Si l'on en croit l'analyse qui précède, la conclusion à tirer est que la déréglementation et l'innovation financière procurent des avantages qui en valent la peine. Toutefois, ils ne sont pas gratuits et leurs coûts ont été sous-estimés. Le nouveau paysage financier offre d'intéressantes possibilités mais il comporte aussi des risques proportionnés. Si l'on veut s'assurer ces avantages et les préserver, tout en réduisant les coûts au minimum, il importe avant tout de mettre en œuvre des politiques macro et micro-économiques prudentes, en particulier dans le domaine monétaire et sur le plan de la surveillance prudentielle.

### Défis immédiats

Deux défis voisins apparaissent préoccupants pour les années à venir. Le premier est l'élimination des capacités excédentaires dans plusieurs compartiments de l'industrie financière, par suite notamment de l'expansion rapide des années quatre-vingt. Le second est l'ajustement à un environnement financier dans lequel le capital se fait plus rare, étant donné que les perspectives de gains moins intéressantes et l'érosion des fonds propres de nombreux établissements ont coïncidé avec un renforcement des normes dans ce domaine. Le climat macro-économique actuel moins favorable, voire hostile, conjugué à l'intensification des tensions sur les marchés des instruments de crédit et d'actifs dans plusieurs pays, rend d'autant plus délicate la tâche de l'activité financière.

Nécessité d'un assainissement ...

Le krach boursier de 1987, la forte correction en baisse qui a suivi au Japon et l'affaiblissement généralisé de l'activité économique amorcé vers la fin des années quatre-vingt ont mieux fait sentir la nécessité d'un assainissement et d'un désengagement dans de vastes secteurs de l'industrie financière.

Cette nécessité est clairement apparue dans l'activité sur titres, surtout dans les grands centres financiers et sur les marchés internationaux. La priorité accordée, durant les années d'expansion, à l'accroissement du chiffre d'affaires sans trop se soucier des coûts et la conquête de parts de marché dans le sillage de la libéralisation ont fait baisser le rendement du capital, pour de nombreux participants, au-dessous des niveaux considérés généralement comme soutenables à long terme. La remontée enregistrée en 1991 dans les pays bénéficiant de taux d'intérêt à long terme moins élevés et d'une reprise des marchés boursiers a offert un répit salutaire, mais n'a sans doute pas modifié la situation de manière fondamentale.

... dans les opérations sur titres ...

Un besoin d'assainissement existe également dans divers compartiments de l'industrie bancaire. Dans quelques pays, les pressions à plus long terme sur la rentabilité se reflètent dans la baisse des bénéfices comptables: en 1990, ils s'inscrivaient en recul, ou à des niveaux sensiblement identiques, comparativement à ceux de la récession de 1980-82, même si le ralentissement de l'activité économique n'était pas aussi marqué dans l'ensemble (voir tableau ci-dessous). Dans un plus grand nombre de cas, les pressions semblent s'être répercutées sur l'évolution des cours des actions des banques, qui, à l'inverse des années soixante-dix, ont accusé un retard significatif par rapport à l'indice global du marché durant la décennie écoulée (voir tableau ci-contre). D'une manière plus générale, quelles que soient l'ampleur et la nature des différences existant d'un pays à l'autre en ce qui concerne l'intensification de la concurrence, les pressions qui en découlent dans un climat macro-économique moins favorable obligent de nombreuses banques à un effort d'assainissement. Peu importe d'ailleurs l'origine de cette concurrence: qu'elle soit interne ou externe à l'activité, qu'elle émane d'autres intermédiaires financiers, de marchés financiers ouverts ou même de sociétés non financières (voir soixante et unième Rapport annuel).

... et dans l'activité bancaire

Cette nécessité d'un désengagement est en grande partie le résultat des développements antérieurs; elle s'impose également, cependant, en prévision des futures modifications de l'environnement financier. La

Marges bénéficiaires des banques <sup>1</sup>									
Pays	1980-82	1984-86	1989-90	1990	Pays	1980-82	1984-86	1989-90	1990
Etats-Unis <sup>2</sup>	0,83	0,83	0,61	0,59	Belgique <sup>3</sup>	0,34	0,39	0,26	0,33
Japon <sup>2,3</sup>	0,40	0,46	0,40	0,33	Espagne <sup>2</sup>	1,09	0,92	1,75	1,72
Allemagne <sup>2</sup>	0,50	0,97	0,88	0,83	Finlande	0,49	0,55	0,22	0,21
France <sup>2</sup>	0,34	0,21	0,33	0,31	Norvège	0,63	0,75	-0,43	-1,02
Italie	0,68	0,96	1,19	1,24	Pays-Bas	0,31	0,66	0,59	0,53
Royaume-Uni <sup>2</sup>	1,04	1,05	0,28	0,59	Suède <sup>4</sup>	0,38	0,55	0,34	0,22
Canada <sup>3</sup>	0,63	0,74	0,96	1,22	Suisse	0,65	0,71	0,64	0,53
Australie <sup>3</sup>	1,41	1,33	1,20	0,94					

<sup>1</sup> Bénéfice avant impôts rapporté au total de l'actif moyen des banques commerciales; les données ne sont pas entièrement comparables d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Grandes banques commerciales. <sup>3</sup> Exercices budgétaires. <sup>4</sup> Une rupture dans la série en 1986 donne lieu à une augmentation sensible des marges bénéficiaires à partir de cette année-là par rapport à 1980-85.

Sources: pour l'Australie, Reserve Bank of Australia; pour les autres pays, OCDE; estimations BRI.

Variation à long terme des cours des actions des banques									
Pays	1970	1980–82	1984–86	1992 TI	Pays	1970	1980–82	1984–86	1992 TI
	indice bancaire rapporté à l'indice global, 1980 = 100					indice bancaire rapporté à l'indice global, 1980 = 100			
Etats-Unis	142	111	120	71	Belgique <sup>1</sup>	110	97	92	93
Japon <sup>1</sup>	71	103	149 <sup>2</sup>	169 <sup>2</sup>	Espagne	56	112	78	83
Allemagne	95	95	85	79	Finlande	84	98	84	45
Italie	n.d.	139	96	83	Norvège	101	103	67	7
Royaume-Uni	85	97	90	85	Pays-Bas <sup>1</sup>	n.d.	92	77	56
Canada	113	106	107	133	Suède	69	99	84	54
Australie	103	131	153	151	Suisse	64	99	92	59

<sup>1</sup> Y compris d'autres institutions financières. <sup>2</sup> La hausse entre 1983 et 1987, lorsque le ratio a atteint 202, s'explique en grande partie par l'abandon de pratiques restrictives destinées à contrôler les cours des actions des banques.  
Sources: Bourses de valeurs nationales.

déréglementation et l'internationalisation des marchés des capitaux ne sont pas encore arrivées à leur terme. Dans certains cas, les changements sont trop récents pour que leur incidence puisse s'exprimer complètement: ainsi, la suppression des restrictions sur l'ouverture de succursales en Italie, la refonte des marchés des titres dans plusieurs pays européens et la poursuite de la décompartmentation de l'activité financière au Canada. Dans d'autres, ils sont loin d'être achevés, comme au Japon ou au sein de la Communauté européenne.

L'assainissement a commencé ...

L'assainissement a déjà commencé dans plusieurs secteurs, les entreprises cherchant à limiter l'offre de services financiers et/ou les coûts de leur prestation. Des signes d'un resserrement des conditions de prêt et d'un élargissement des marges ont été constatés sur les marchés internationaux et dans les pays où une expansion rapide du crédit a été suivie d'une détérioration sensible de la qualité des actifs. Les désillusions causées par la déspecialisation et l'expansion à l'étranger ont conduit certains établissements à en revenir essentiellement aux activités bancaires fondamentales et à se retirer de certains marchés. Les réseaux de succursales coûteux et, dans le secteur des titres surtout, les niveaux d'emploi sont soumis à des pressions croissantes. On assiste de plus en plus à la disparition d'unités dans le cadre de fusions qui préfigurent une réorganisation interne. Tous ces éléments sont révélateurs d'une redécouverte de la rentabilité comme critère essentiel d'évaluation des résultats, au lieu de prendre en considération la simple taille ou expansion du bilan.

La restructuration à entreprendre pose de sérieux défis tant aux opérateurs du marché qu'aux autorités. Le désengagement volontaire des marchés peut être entravé par l'impossibilité de recouvrer les coûts supportés à l'entrée et par la crainte d'une atteinte à l'image de marque. Dans l'activité bancaire, en particulier, les structures de coûts paraissent relativement rigides. Les fusions peuvent laisser espérer la mise en place d'organisations moins lourdes et mieux en mesure de récolter les bénéfices d'économies d'échelle, mais l'expérience montre que ces gains sont souvent difficiles à réaliser. Les autorités, pour leur part, auront à gérer le processus de

manière à limiter les risques de sorties désordonnées. Ces risques sont particulièrement sérieux lorsque des secteurs entiers voient leur raison d'être remise en question par des modifications d'ordre réglementaire, comme pour certains établissements de crédit spécialisés jusque-là protégés, et où l'expansion antérieure s'est traduite par une détérioration de la qualité des actifs. La tâche qui attend les autorités requiert non seulement une intensification de la surveillance prudentielle et une vigilance accrue dans la gestion des crises, mais elle commande aussi de supprimer les obstacles juridiques ou autres à l'assainissement requis, ce qu'illustrent les changements récents ou prochains de la législation en Italie et au Japon.

Le renforcement des normes de fonds propres a contribué de manière notable à l'assainissement de l'activité bancaire. Il a favorisé le retour à la rentabilité comme base de référence pour déterminer la stratégie à suivre et comme critère d'appréciation des résultats. Il a placé les banques en quête de ressources sous le contrôle étroit des marchés financiers. Il a encouragé l'abaissement des coûts et la réévaluation stratégique des types d'activité et des zones d'opération géographiques. Enfin, il a constitué une incitation supplémentaire à fusionner, de façon à regrouper les ressources en capital.

L'incidence des normes de fonds propres sur le comportement des banques a été fonction des conditions de départ et de l'évolution de la qualité des portefeuilles. Pour certaines, dont de nombreux grands établissements allemands et suisses, la marge de ressources en capital a été généralement suffisante, de sorte que ces directives n'ont pas constitué véritablement une contrainte. Pour d'autres, comme quelques banques françaises et italiennes, le statut de société nationalisée en période de resserrement budgétaire a restreint les possibilités d'obtention de fonds d'origine externe et amené, de ce fait, des échanges d'actions avec d'autres entreprises du secteur public (en France) ou des modifications de la législation pour accéder à de nouvelles sources de capital-actions (en Italie). Ce sont cependant les établissements souffrant d'une détérioration sensible de la qualité de leurs portefeuilles qui ont été le plus touchés, en particulier certaines des plus grosses banques américaines, des banques de quelques pays nordiques et des établissements japonais, les besoins de capitaux additionnels ayant coïncidé avec un désir moindre des marchés de les satisfaire. Au Japon, l'impact a encore été renforcé par l'ampleur de la correction en baisse du marché boursier, du fait de la place importante accordée par les banques aux réserves de réévaluation.

On peut s'attendre à ce que l'incidence des normes de fonds propres augmente durant la phase d'ajustement, ne serait-ce qu'à cause du climat macro-économique défavorable qui règne actuellement et incite généralement à renforcer les provisions. C'est alors que les structures de portefeuilles sont le plus durement touchées. Les effets de ces normes vont probablement se prolonger, cependant, et devenir une caractéristique permanente du nouveau paysage financier. Les autres restrictions sur les décisions en matière de portefeuilles étant assouplies, les coefficients de fonds propres vont représenter un élément réglementaire non négligeable, qui

... avec l'aide  
des normes de  
fonds propres

affecte les choix des banques en ce qui concerne la tarification et l'investissement. A ce titre, ils gagneront sans doute en importance également lorsqu'il s'agira de déterminer la capacité concurrentielle des banques dans les divers centres et, surtout, par rapport aux autres institutions financières. En outre, en incitant à solliciter davantage les marchés financiers, ils pourront induire une plus grande convergence des pratiques comptables et des prescriptions sur la diffusion d'informations, domaine où de profondes différences subsistent à l'échelle internationale.

### Défis à plus long terme

Au cours des années quatre-vingt-dix, les responsables de la politique économique devront continuer à évaluer l'ampleur, les mécanismes et les limites de l'intervention officielle dans l'industrie financière. Il est clair qu'il ne servirait à rien de spéculer sur les conclusions d'une telle évaluation, qui dépendra inévitablement de développements imprévisibles. Il semble néanmoins possible de discerner certains des aspects susceptibles de retenir de plus en plus l'attention dans le contexte des modifications structurelles déjà intervenues ou que l'on peut envisager dans un avenir proche.

Contrastes dans la détermination des structures financières ...

Une caractéristique importante de la décennie quatre-vingt-dix résidera dans les divergences sensibles des approches retenues pour la détermination des structures financières aux Etats-Unis, au Japon et dans la Communauté européenne.

Aux Etats-Unis, la législation s'est essentiellement adaptée à l'évolution de la situation et a révélé une tendance au statu quo. Les enseignements contradictoires sur les mérites de la déréglementation fournis par les épisodes de crises antérieurs, une méfiance bien ancrée envers la concentration du pouvoir économique et la nature même du processus politique ont contribué conjointement à interrompre l'assouplissement des restrictions limitant encore le champ d'action territorial et les types d'activité des banques prévu par le récent projet de loi de l'Administration. Dans ces conditions, les modifications du système financier pourraient venir principalement des innovations visant à atténuer les contraintes existantes. On trouve dans le passé des illustrations de ce processus dans la syndication et la rétrocession de prêts, qui ont permis aux banques d'exercer des activités bancaires très proches de celles des banques d'affaires, et dans le développement des obligations à risque («junk bonds»), grâce auxquelles quelques investisseurs institutionnels, jusque-là limités dans leurs transactions, ont pu détenir des titres assortis de caractéristiques analogues à celles des actions.

A partir de structures initiales beaucoup plus réglementées, le Japon a choisi une approche gradualiste de la libéralisation, qui tient compte de la nécessité d'obtenir un consensus en faveur du changement et a pour but d'éviter de profonds bouleversements. Des modifications sont attendues dans plusieurs domaines, notamment la décompartmentation du système de crédit, l'atténuation des barrières entre opérations bancaires commerciales et activité de banque d'affaires, le développement des marchés

financiers nationaux, l'achèvement de la déréglementation des taux d'intérêt sur les dépôts et la libéralisation des commissions de courtage.

Dans la Communauté européenne, la création d'un marché unique des services financiers devrait mettre pleinement à l'épreuve le libre jeu des forces du marché et de la concurrence. Sous réserve de l'harmonisation de critères de surveillance «essentiels», ce marché repose sur le principe de la «reconnaissance mutuelle» des lois, réglementations et pratiques nationales et, partant, d'une concurrence dans ces domaines. Le cadre du marché unique ne fixe aucune limite géographique à l'activité des entreprises financières ni de restrictions notables sur leurs types d'activité.

En dépit de ces différences, il est probable que des pressions continueront de s'exercer pour renforcer la convergence internationale des structures financières. Les progrès des technologies de l'information et des télécommunications devraient rendre moins coûteuses la fourniture et la domiciliation de services financiers d'un pays à l'autre, de sorte que les prestations offertes dans les divers pays pourront de plus en plus se substituer les unes aux autres. Cela peut favoriser la convergence en mettant en évidence les structures moins efficaces, en incitant à réclamer l'élimination des inégalités concurrentielles et en pénalisant les dispositions nationales moins attrayantes sur le plan réglementaire, juridique et fiscal. Le risque d'une éventuelle concurrence dans le laxisme plaide en faveur d'une coordination internationale.

Préserver l'intégrité du système financier demeurera la préoccupation essentielle des autorités. Au cours des quelque dix dernières années, des efforts sensibles ont déjà été entrepris pour renforcer le cadre prudentiel et fournir ainsi le complément nécessaire à la déréglementation des structures. Beaucoup reste à faire, cependant, pour tenir compte des nouvelles réalités des marchés.

Les changements dans la structure et le fonctionnement du système financier ont affecté à plus d'un titre la nature et les canaux de transmission du risque systémique. Comme le montre l'analyse ci-après, ils ont renforcé l'importance des mécanismes de paiement et de règlement et des risques de marché, considérablement accéléré le rythme de propagation des perturbations et souligné le rôle vital de l'offre de liquidités dans l'activité financière. Ils ont également accru la complexité des problèmes en rendant les marchés et institutions plus opaques et les intervenants moins homogènes.

Les systèmes de paiement et de règlement ont toujours été les principaux vecteurs institutionnels de propagation des crises systémiques, généralement déclenchées par la défaillance d'un ou plusieurs participants. Cependant, l'explosion en volume des transactions financières et des flux de paiements qui y sont liés sur les quelque quinze dernières années a profondément modifié la dimension des risques encourus. Ceux-ci se concentrent habituellement sur les systèmes interbancaires de transferts de fonds de montants élevés qui servent de support à l'activité financière. Les banques participant à ces systèmes s'exposent à présent en cours de journée à des risques de crédit et de liquidité sans précédent, d'une ampleur potentielle plus grande que ceux qui apparaissent d'ordinaire dans

... et incitations  
à la convergence

Modifications  
dans la nature des  
risques systémiques:

systèmes de  
paiement et de  
règlement;

leur bilan et sont souvent suivis et contrôlés de manière moins rigoureuse. Cela accroît, en principe, la vulnérabilité du système à l'égard de la défaillance d'un participant ou d'un problème technique, tout en augmentant le danger d'effets de domino. Certains développements ont contribué à faire prendre conscience de l'ampleur de ces risques: les conséquences internationales de la faillite de la Banque Herstatt en 1974 – et pourtant les risques étaient alors nettement moindres – les problèmes techniques de la Bank of New York en 1985 et même les difficultés considérables de Drexel en 1990.

risques de  
marché;

Avec l'expansion rapide des marchés des titres et instruments dérivés ainsi que des contrats de change, les établissements sont à présent plus exposés aux risques de marché. Les fluctuations des cours des actifs jouent un rôle plus important en tant que source et canal de transmission des chocs potentiels. Cette situation plaide en faveur de procédures de gestion des risques destinées à en contrôler l'ampleur, dans le cadre généralement d'opérations de couverture sur instruments dérivés. Elle souligne également l'importance d'un fonctionnement efficace des marchés, même dans des conditions défavorables: les cotations doivent se poursuivre et les transactions être exécutées et réglées. Comme, de plus en plus, les positions prises recouvrent plusieurs marchés, les problèmes apparus dans un compartiment peuvent rapidement se transmettre à d'autres. Le krach boursier de 1987 montre bien comment des mécanismes de fonctionnement très différents d'un marché à l'autre pour des produits se substituant aisément les uns aux autres peuvent avoir des effets déstabilisateurs, sous forme de vitesses de réaction des prix fort différentes, d'arrêts non coordonnés de l'activité et de difficultés de financement excessives. Ainsi, la défaillance d'un gros teneur de marché sur les marchés de gré à gré d'instruments dérivés pourrait avoir de graves conséquences.

vitesse de trans-  
mission des  
perturbations;

La transmission des perturbations sur les marchés des capitaux a toujours été très rapide, mais son rythme et sa portée se sont sensiblement accrus par suite de l'évolution des technologies de l'information et de l'intégration des compartiments de marché. Les retraits de dépôts généralisés par les particuliers ne sont plus un sérieux facteur de déclenchement de crise, grâce en partie aux systèmes de protection des dépôts en vigueur dans de nombreux pays. Le principal canal potentiel est le prélèvement de fonds sur les marchés réservés à la clientèle d'entreprises ou la réticence des participants à conclure des transactions avec une contrepartie, en raison d'incertitudes au sujet de sa solidité financière. On en veut pour illustration les difficultés de la Bank of New England pour dénouer des contrats sur instruments dérivés pour un encours se chiffant en milliards de dollars. L'urgence des décisions à prendre dans des conditions de marché parfois difficiles, ajoutée à l'importance des engagements, augmente le risque d'un retrait généralisé et complique la tâche des institutions responsables de leur intégrité.

importance de  
la liquidité;

Ces observations donnent à penser que l'offre de liquidité joue un rôle plus important dans le nouvel environnement financier. Cela peut sembler quelque peu paradoxal, en ce sens que le besoin de fonds d'origine externe devrait être en principe réduit puisque les actifs sont devenus plus

facilement négociables. En outre, la conception de nombreux instruments dérivés limite les opérations de règlement. En pratique, cependant, les marchés des titres et produits dérivés ne pourraient guère fonctionner sans un apport adéquat de liquidité: c'est la capacité des intervenants de régler leurs transactions, et leur confiance dans l'aptitude de leurs contreparties à faire de même, qui sont à la base de l'activité de négociation. C'est pour cette raison que les banques, en tant que principale source de fonds rapidement disponibles, demeurent l'ossature de l'activité financière, même dans les pays où les chiffres mesurant l'intermédiation semblent montrer qu'elles n'occupent plus une place aussi grande dans le système financier. Les éventuels doutes à ce sujet auraient dû être dissipés par l'expérience du krach boursier de 1987, qui a souligné la nécessité de maintenir des lignes de crédit à la disposition des opérateurs des marchés des titres et instruments dérivés, afin d'éviter toute instabilité systémique.

Les marchés des capitaux sont devenus plus opaques de diverses manières, tant pour les participants que pour les responsables de la surveillance. Certes, beaucoup a été fait pour améliorer la diffusion d'informations, mais on observe une opacité accrue des instruments, des liens entre instruments et marchés et des structures de fonctionnement des établissements. Posséder une très bonne connaissance des nouveaux produits financiers et techniques de négociation est l'apanage d'un groupe de personnes relativement restreint, alors que les liens entre instruments et entre marchés et leur vulnérabilité à l'évolution des conditions des marchés sont plus difficiles à cerner et n'ont été mis à l'épreuve que dans quelques cas isolés. Même si les participants ont la possibilité d'évaluer leurs propres risques, ils ont de plus en plus de mal à appréhender les risques globaux de leurs contreparties et la concentration du marché. Cette constatation a été faite sur le marché interbancaire, par exemple, du fait de l'utilisation beaucoup plus grande des instruments dérivés de gré à gré. La complexité croissante des structures de fonctionnement, illustrée par l'émergence de conglomérats financiers nationaux et internationaux, rend encore plus délicate l'évaluation de la solidité d'un établissement et des unités qui le composent. Comme l'a récemment montré l'épisode de la BCCI, la mondialisation financière a fortement contribué à l'apparition de groupes bancaires à structure opaque. Dans ces conditions, l'appréciation des risques, de contrepartie en particulier, devient bien plus difficile.

Du fait de la suppression des obstacles limitant l'accès aux marchés et de l'expansion de ces derniers, les participants aux divers compartiments sont devenus plus hétérogènes. Cette évolution a accentué l'importance des différences existant au niveau des dimensions, des objectifs, des cultures d'entreprise et des contraintes réglementaires. Particulièrement nette dans les principaux centres financiers internationaux, elle a soulevé deux problèmes voisins. D'une part, elle a généralement accru le risque d'inégalités concurrentielles entre les établissements. D'autre part, elle a nui aux dispositions prudentielles informelles, tout en gênant l'apparition ou l'efficacité de l'autoréglementation par suite de la divergence des intérêts en jeu.

opacité des  
marchés;

et composition  
des participants

Les quatre défis: La nature changeante du risque systémique pose au moins quatre défis aux autorités. Les trois premiers correspondent aux lignes de défense essentielles qui peuvent être constituées pour faire face au risque de crise: réglementation et surveillance prudentielles des institutions individuelles, élaboration de mécanismes régulateurs du système et techniques de gestion des crises. Le quatrième concerne une dimension vitale de toutes les lignes de défense, à savoir le dosage entre intervention officielle et discipline du marché.

surveillance prudentielle des institutions individuelles;

En s'attaquant à la source aux prises de risques excessives, la réglementation et la surveillance prudentielles des institutions individuelles pourraient permettre de mieux prévenir les perturbations systémiques. Toute approche de cette nature doit prendre en compte un certain nombre d'éléments.

En principe, cette approche devrait *couvrir* au moins les entreprises financières dont la défaillance pourrait engendrer des problèmes systémiques. Un certain désaccord existe inévitablement sur ce que cela devrait signifier en pratique, même si l'expérience antérieure montre qu'une couverture limitée aux «banques» peut ne pas suffire. Il est largement admis, toutefois, qu'en dépit des initiatives importantes visant à étendre cette couverture au cours de la dernière décennie, tant sur le plan national qu'à l'échelle internationale, diverses lacunes subsistent au niveau de la surveillance. La plus évidente peut-être est celle qui permet à des maisons de titres d'effectuer certaines catégories d'activités par le biais d'établissements affiliés non soumis à la surveillance.

En liaison avec la notion de couverture, il conviendrait de préciser si la surveillance des établissements devrait s'effectuer ou non sur une *base consolidée*. Bien que la signification exacte de cette expression donne lieu à des interprétations différentes, la question fondamentale est de savoir si l'on peut espérer que l'indépendance du capital des unités au sein du même groupe financier, complétée éventuellement par des «pare-feu» destinés à limiter les transferts de capitaux entre celles-ci, permette d'isoler ces unités du reste du groupe en période de difficultés. L'expérience récente, illustrée par la défaillance de Drexel aux Etats-Unis et de British and Commonwealth au Royaume-Uni, a montré que les perceptions des marchés et les interdépendances de groupe jouent à l'encontre d'une véritable séparation. L'absence de consolidation peut donc fausser l'évaluation de la solidité réelle des entreprises financières et engendrer des insuffisances dans la surveillance. La consolidation est désormais une pratique courante dans le contrôle bancaire, suite à l'action internationale concertée entreprise au début des années quatre-vingt. Ce n'est pas encore un principe communément accepté dans la surveillance des opérations sur titres et de l'activité d'assurance. En outre, son extension à des organismes exerçant des activités très diversifiées se heurte à des difficultés de caractère conceptuel.

La question de la *répartition des responsabilités en matière de surveillance* et de la *coordination* entre les différentes autorités s'est vu conférer une importance accrue, du fait de la déspecialisation et de l'internationalisation des établissements. Les autorités nationales restent partagées au sujet des

mérites de la centralisation des responsabilités de surveillance, les avis étant sensiblement affectés par le cadre juridique historique, au sujet notamment de la possibilité de conjuguer opérations bancaires commerciales et activité de banque d'affaires. Un consensus existe toutefois sur la nécessité d'intensifier la coopération nationale et internationale dans des domaines tels que l'attribution précise des responsabilités, l'échange d'informations et, à un degré moindre, l'amélioration de la cohérence des méthodes de surveillance. La coopération entre autorités de contrôle bancaire s'est renforcée au cours des années quatre-vingt, comme en attestent la conclusion du Concordat de Bâle et l'accord ultérieur sur les normes de fonds propres. Depuis la fin des années quatre-vingt, une coopération a commencé à s'instaurer entre responsables de la surveillance de l'activité bancaire, des opérations sur titres et, plus récemment, des assurances.

En ce qui concerne la *méthodologie de la surveillance*, la question du niveau des fonds propres revêt une dimension nouvelle depuis le milieu des années quatre-vingt. L'accord de Bâle instituant des normes à cet égard a été conçu pour renforcer la solidité des banques face à des pertes potentielles, par le biais notamment d'un traitement plus équilibré du risque de crédit et de l'inclusion des engagements hors bilan dans le dispositif des fonds propres, tout en réduisant les inégalités concurrentielles résultant des différences dans les pratiques nationales. Les années quatre-vingt-dix devraient voir l'extension de l'accord, afin de couvrir les risques de marché et de taux d'intérêt, question qui soulève des problèmes techniques délicats. Des travaux se poursuivent également, tant au niveau de la CE qu'à celui, plus vaste, de la communauté internationale, pour parvenir à une plus grande cohérence des normes entre autorités de contrôle bancaire et responsables de l'activité sur titres et réduire ainsi les possibilités d'arbitrage entre les réglementations. En dépit de divergences sensibles dans les approches vis-à-vis de la surveillance (voir soixantième Rapport annuel), d'importants progrès ont été accomplis, comme en témoigne l'accord conclu lors de la réunion du début de 1992 entre le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières. On ignore, cependant, quel sera le degré de cohérence réalisable, compte tenu des différences considérables entre les diverses activités.

La surveillance des institutions individuelles doit être complétée par des dispositions prudentielles au niveau du système, pour faire face aux problèmes pouvant découler des liens entre les établissements et de chocs de caractère général. Habituellement, cette deuxième ligne de défense implique la mise en commun de ressources, dans le but de partager les pertes ou d'assurer un soutien de liquidité extérieur (par exemple, systèmes d'assurance des dépôts pour les petits déposants). Elle peut également comporter des mécanismes permettant de suivre et de contrôler les risques globaux des participants à des sous-systèmes spécifiques (comme sur certains marchés organisés). Un défi à relever pour la décennie quatre-vingt-dix sera de concevoir de tels mécanismes et d'en étendre la couverture, de manière à tenir compte de la complexité croissante des relations

mécanismes  
régulateurs  
du système;

financières. Au premier rang des priorités figurent les arrangements à mettre en place dans les systèmes de paiement et de règlement, ceux surtout qui permettent le transfert interbancaire de fonds de montants élevés, domaine dans lequel des progrès ont déjà été accomplis depuis le milieu des années quatre-vingt avec l'introduction de politiques de réduction des risques. Celles-ci ont instauré, par exemple, des systèmes de mise en commun de sûretés ou de répartition des pertes et des facilités centralisées pour surveiller et limiter les risques de règlement. Un domaine connexe est celui des systèmes transfrontières de compensation interbancaire, destinés à réduire les flux de règlement et les risques réciproques de crédit et de liquidité, pour lesquels un rapport récent des banques centrales des pays du Groupe des Dix recommande une série de normes de sécurité minimales et précise les principes d'un suivi concerté par les banques centrales.

gestion des  
crises;

En cas de crise ne pouvant être surmontée au moyen des mécanismes de sécurité intégrés au système, les autorités peuvent être appelées à intervenir pour en limiter l'ampleur et la gravité. La forme que revêtira cette troisième ligne de défense dépendra de l'origine et de l'importance du choc, des secteurs touchés et d'autres facteurs spécifiques à chaque pays. Souvent, cependant, la banque centrale sera concernée, en tant qu'institution contrôlant en dernier ressort la liquidité du système. La tâche des autorités est donc d'adapter leurs techniques d'intervention au nouvel environnement financier, où les sources des chocs et, par conséquent, le besoin de liquidité peuvent être plus éloignés de leurs «interlocuteurs privilégiés» (les banques), où la complexité des marchés et les relations institutionnelles réciproques peuvent rendre plus difficiles les jugements sur l'ampleur et la portée de l'intervention requise et où les délais de réaction sont beaucoup plus courts que par le passé. Cette tâche exige une connaissance approfondie des mécanismes et des opérateurs du marché.

dosage entre dis-  
cipline du marché  
et intervention  
officielle

Un point essentiel de la conception du système de lignes de défense est le dosage entre discipline du marché et intervention officielle. La discipline du marché a ses limites en ce sens qu'elle peut être insuffisante ou s'exercer d'une manière qui ne soit pas compatible avec la stabilité du système. Un inconvénient de l'intervention officielle est qu'elle risque, dans certaines circonstances, d'aller à l'encontre du but recherché si elle donne aux opérateurs du marché une fausse impression de sécurité et les encourage à accepter des risques supplémentaires – problème souvent désigné par l'expression «risque moral».

Des différences existent d'un pays à l'autre en ce qui concerne ce dosage; dans l'ensemble, cependant, la tendance récente a consisté à accorder une place plus importante à la discipline du marché parallèlement à la surveillance prudentielle. La recherche de ce dosage a dominé les discussions sur la politique à suivre aux Etats-Unis, où les modifications des systèmes de paiement et de règlement, le durcissement des systèmes d'assurance des dépôts et la remise en cause de la doctrine «too big to fail» ont été dictés par la conviction que les incitations à la prudence avaient perdu leur effet depuis trop longtemps en raison de l'existence d'un «filet de sécurité» trop généreux et d'un coût trop bas. D'une manière plus générale, le

renforcement global du dispositif de fonds propres peut être aussi de nature à conférer une place plus grande à la discipline du marché. Bien que les exigences en matière de fonds propres agissent comme une contrainte extérieure sur le comportement des investisseurs, en les amenant à constituer des garanties contre des pertes potentielles, leur durcissement incite également davantage les marchés financiers à surveiller et à discipliner un établissement et leur en donne les moyens.

Faire pencher la balance dans le sens de la discipline du marché n'est pas une tâche simple. Cette démarche requiert une meilleure diffusion d'informations, ce qui soulève des questions controversées sur le choix des systèmes comptables ainsi que sur la nature et la portée des informations publiées. Avant toute chose, la réduction de l'incitation à prendre des risques excessifs sera fonction de la crédibilité de l'engagement des autorités de limiter leur intervention au minimum requis en cas de perturbations. Cette crédibilité n'est qu'en partie un problème de législation et de réglementation; dans l'environnement financier complexe d'aujourd'hui, elle exige inévitablement que les autorités bénéficient d'une certaine marge de manœuvre. A l'instar de l'engagement des autorités monétaires à l'égard de l'inflation, elle doit se concrétiser par une action cohérente.

Quelle que soit l'efficacité du dispositif mis en place pour faire face au risque systémique, cependant, la leçon à tirer de l'expérience passée est que ce sont les établissements eux-mêmes qui détiennent la clé de la stabilité financière. L'activité financière ne se limite pas seulement à la prise de risques, elle demande aussi une détermination adéquate des coûts et une bonne gestion de ces risques comme garants d'un succès durable. La surveillance la plus efficace, en définitive, commence chez soi.

Importance de la  
gestion interne  
des risques

## IX. Activités de la Banque

### 1. 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, de même qu'au Groupe de travail N° 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données relatives au financement des excédents et déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix.

En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix, la Banque a continué d'organiser, entre représentants des banques centrales, des rencontres périodiques sur diverses questions. Elle a de nouveau assuré, comme par le passé, le secrétariat de différents comités et groupes d'experts.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué de surveiller les développements sur les marchés bancaires et financiers internationaux. Il a examiné, en particulier, les implications, pour les marchés des capitaux, de l'évolution sur certains marchés d'actifs et le rôle des prêts bancaires internationaux dans le processus de transition dans les pays d'Europe de l'Est. Au cours de l'année, le Comité a également passé en revue les développements intervenus ainsi que diverses questions de politique économique dans le domaine des relations interbancaires internationales et celui des marchés dérivés. La Banque a poursuivi, d'autre part, la collecte, l'analyse et la diffusion de données statistiques sur l'évolution internationale de l'activité bancaire et des marchés financiers.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a accordé la priorité à trois projets au cours de l'année écoulée. Premièrement, à la suite de l'affaire de la BCCI, le Comité a procédé à un examen des procédures de collaboration pour la surveillance des banques internationales. Il est probable qu'une série de normes minimales visant à renforcer le Concordat de Bâle sera publiée sous peu par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix. Deuxièmement, dans le cadre du suivi des progrès de l'accord de Bâle sur les fonds propres de juillet 1988, un amendement a été rendu public en novembre 1991 concernant l'inclusion dans les fonds propres des provisions

générales et des réserves générales pour créances douteuses. Troisièmement, des conclusions préliminaires ont été arrêtées avec le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières en vue de la mise en application de normes minimales de fonds propres pour les risques de marché encourus par les banques et maisons de titres. Des propositions sur ces questions devraient être diffusées au cours de 1992, dans le cadre d'une consultation officielle auprès des milieux bancaires et des participants à l'activité sur titres. En juin 1991, M. E. Gerald Corrigan, Président de la Federal Reserve Bank of New York, a été nommé Président du Comité de Bâle à la suite du décès de Huib J. Muller, qui présidait le Comité depuis octobre 1988.

Le Service chargé des relations avec les pays d'Europe de l'Est et les organisations internationales, constitué au milieu de 1990, a intensifié sa tâche de coordination de l'assistance technique et de la formation fournies par les banques centrales des pays du Groupe des Dix et d'Autriche à leurs homologues d'Europe de l'Est. En collaboration étroite avec le Fonds monétaire international, ces activités de coordination ont été étendues afin d'accroître sensiblement le nombre des banques centrales apportant leur concours et, du côté des bénéficiaires, d'inclure celles des républiques de l'ex-Union soviétique. Le Service a participé, au nom de la BRI, à des missions du FMI dans cette région. Dans le cadre du rôle joué par la Banque en tant que forum d'échange de vues entre responsables de banques centrales, il a organisé des réunions et des séminaires à l'intention des représentants de banques centrales de pays industrialisés et d'Europe de l'Est afin de partager leurs expériences respectives dans des domaines spécifiques.

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a tenu ses réunions régulières en juin et décembre de l'an dernier. Il a continué à examiner l'évolution des dispositifs nationaux et transfrontières de paiement, compensation et règlement dans les pays du Groupe des Dix. Une attention particulière a été accordée aux infrastructures actuelles et futures qui constituent des liens importants entre les systèmes de paiement et de règlement des différents pays. Le Comité a également étudié des rapports élaborés par des groupes de travail sur les méthodes de livraison contre paiement pour le règlement des opérations sur les marchés des titres ainsi que les mesures auxquelles les banques centrales peuvent recourir, sur un plan individuel ou sous une forme collective, pour améliorer l'efficacité et réduire les risques au niveau du règlement des opérations transfrontières et multidevises.

Le Groupe des experts informaticiens a continué de consacrer son attention au domaine des télécommunications, en étudiant, en particulier, les réseaux et les systèmes informatiques qui constituent l'infrastructure technique des principaux systèmes de paiement dans les pays du Groupe des Dix; il a également procédé à un examen des réseaux qui relient les banques centrales à d'autres banques et à des prestataires de services pour l'échange automatisé d'informations. Son groupe de travail sur les questions de sécurité, qui complète les travaux du Groupe dans ces deux domaines sous l'angle de la sécurité, a effectué une nouvelle analyse du phénomène des

virus informatiques et examiné la dépendance existant entre les installations informatiques et l'environnement technique dans lequel elles opèrent.

Le Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques a continué de faire porter son attention sur les possibilités d'extension des services de la banque de données de la BRI au profit des banques centrales des pays du Groupe des Dix. Il a passé en revue les efforts visant à améliorer les délais de transmission et le contrôle qualitatif des statistiques et convenu de nouvelles initiatives dans ce domaine. Les questions touchant la sécurité de l'information ont été examinées, en particulier pour les télécommunications avec les institutions participantes faisant appel à des techniques modernes. Eu égard à l'intérêt, pour les banques centrales, d'une extension de la couverture des statistiques de la banque de données à des pays extérieurs au Groupe des Dix, la BRI a rendu compte de l'évolution favorable de ses arrangements bilatéraux pour l'échange de données avec les banques centrales de ces pays.

Le Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et le Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) ainsi que leurs sous-comités et groupes de travail ont continué de tenir la plupart de leurs réunions à la BRI, où se trouve également le Secrétariat permanent du Comité des gouverneurs. Le Comité des gouverneurs, principal forum de coopération monétaire dans la Communauté, a fourni une importante contribution à la préparation du Traité sur l'union européenne, approuvé par les chefs d'Etat et de gouvernement réunis à Maastricht en décembre 1991.

Conformément à son mandat, conféré par la Décision du Conseil des Communautés européennes en date du 12 mars 1990, le Comité des gouverneurs a publié, en avril 1992, son premier rapport annuel sur ses activités et sur la situation monétaire et financière dans la Communauté. Le rapport, qui couvre la période allant de juillet 1990 à décembre 1991, a été transmis au Parlement européen, au Conseil des Communautés européennes et au Conseil européen.

## 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 du SME et, d'autre part, l'exécution des transactions financières liées aux opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté destinées au soutien des balances des paiements des pays membres de la CE.

\* On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188-190, une description des structures et fonctions du FECOM.

Au cours de la période allant du 1er avril 1991 au 31 mars 1992, les interventions effectuées par les banques centrales du SME dans les monnaies d'autres pays participant à ce système et comptabilisées dans les livres du FECOM dans le cadre du mécanisme de financement à très court terme se sont élevées à environ Écus 302 millions.

Le volume des Écus émis par le FECOM dans le cadre des contrats d'échange (opérations de swap) trimestriels avec chacune des banques centrales de la CE signataires de l'Accord du 13 mars 1979 ainsi qu'avec l'Institut Monétaire Luxembourgeois a légèrement baissé, revenant d'Écus 46,6 milliards au 1er avril 1991 à Écus 46,3 milliards au 31 mars 1992.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt et de prêt de la Communauté visées dans le Règlement (CEE) N° 1969/88 aménageant le mécanisme d'emprunts communautaires destinés au soutien des balances des paiements des Etats membres,\* dont certains détails ont déjà été donnés dans les cinquante-sixième, cinquante-septième et soixante et unième Rapports annuels, respectivement pages 194–195, 209 et 226–227, au cours de la période sous revue l'Agent a continué de percevoir des emprunteurs, à savoir la France et la Grèce, et de répartir aux bailleurs de fonds de la CE, les montants dus au titre des intérêts, commissions et frais sur les emprunts en circulation.

L'Agent a, en outre, assuré les transactions financières liées aux opérations ci-dessous relatives aux prêts de la Communauté accordés à ces deux pays:

– à l'échéance d'intérêts du 26 juillet 1991, remboursement anticipé par la France du prêt d'Écus 30.000.000 1983–93 au taux de 11,50% l'an, correspondant à la troisième tranche de l'emprunt obligataire 1983–87/90/93 d'Écus 150.000.000 en trois tranches;

– aux échéances finales suivantes, remboursement par la Grèce des prêts ci-après:

le 2 janvier 1992, DM 30.000.000 1987–92 au taux de 5,54% l'an, correspondant à l'emprunt bancaire de même montant,

le 29 janvier 1992, Écus 100.000.000 1988–92 à taux variable (deuxième tranche du prêt 1988–91/92/93 d'Écus 350.000.000 en trois tranches), correspondant à la deuxième tranche de l'emprunt obligataire de même montant au taux de  $7\frac{3}{8}\%$  l'an,

le 21 février 1992, DM 500.000.000 1986–92 à taux variable, correspondant à l'emprunt obligataire de même montant, et

le 25 février 1992, Écus 150.000.000 1987–92 au taux de  $7\frac{1}{2}\%$  l'an (première tranche du prêt 1987–92/94 d'Écus 350.000.000 en deux tranches), correspondant à la première tranche de l'emprunt obligataire de même montant.

\* 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.

Le tableau suivant montre, à la date du 31 mars 1992, l'encours des prêts accordés par la Communauté.

Encours des emprunts communautaires au 31 mars 1992					
Pays emprunteur	Dollars EU	Deutsche marks	Francs suisses	Yens	Écus
	en millions				
Grèce	250	836	227	25.000	1.090

*b) Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé*

Depuis octobre 1986, la Banque exerce les fonctions d'Agent du Système de compensation et de règlement de l'Écu privé, conformément aux dispositions de conventions successives conclues entre l'Association bancaire pour l'Écu (ABE), Paris, et la BRI, la dernière en date ayant été signée et étant entrée en vigueur le 27 décembre 1990.\* Les banques membres de l'ABE peuvent accéder au rang de banque de compensation sur la base de critères définis par cette institution. Par suite de la fusion de Algemene Bank Nederland N.V. et de Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. en septembre 1991, le nombre des banques de compensation s'élevait à quarante-quatre au 31 mars 1992.

*c) Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux*

Comme il en était fait rapport les années précédentes jusqu'en 1988, la Banque a rempli les fonctions de Trustee pour les obligations de conversion et de consolidation émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne, conformément à l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes. Ces obligations sont arrivées à leur échéance finale en octobre 1972 dans le cas de l'Emprunt extérieur allemand de 1924 (Emprunt Dawes) et en juin 1980 dans le cas de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young). En ce qui concerne la garantie de change de l'Emprunt Young aux termes de l'Accord de Londres, il convient de se référer aux pages 182-183 du cinquantième Rapport annuel de la Banque, publié en juin 1980.

Par suite de la réunification de l'Allemagne le 3 octobre 1990, et eu égard aux engagements qu'il avait pris dans le cadre de l'Accord de Londres, le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne a annoncé son intention de régler les arriérés d'intérêts, pour la période 1944 à 1952, tant pour l'Emprunt Dawes que pour l'Emprunt Young. A cet effet, les autorités allemandes ont déjà commencé à lancer treize nouvelles émissions d'obligations de consolidation. Ces nouvelles obligations portent intérêt à 3% l'an à

\* On trouvera dans le cinquante-sixième Rapport annuel, pages 195 et 196, une description des structures et du fonctionnement de ce système de compensation.

partir du 3 octobre 1990, payable semestriellement à compter du 3 avril 1991, et atteindront leur échéance finale le 3 octobre 2010.

Compte tenu de l'évolution technique intervenue ces dernières années dans les émissions d'obligations, les autorités allemandes se sont adressées à la BRI pour lui demander d'assumer, sous une forme simplifiée, certaines des fonctions qu'elle avait précédemment accomplies en qualité de Trustee. La Banque a fait savoir qu'elle était disposée, en principe, à apporter son concours pour les nouvelles obligations de consolidation 1990–2010. Toutefois, les négociations à ce sujet n'ont pas encore abouti.

### 3. Assistance financière aux banques centrales

Alors que la BRI avait été approchée à plusieurs reprises au cours des exercices précédents pour la mise en place de crédits-relais, seule une opération de ce type a été établie par elle durant l'exercice 1991–92. Il s'agit en l'occurrence d'une facilité en faveur de la Banque Nationale de Roumanie, accordée en septembre 1991, portant sur un montant total d'Écus 180 millions, dont Écus 145 millions ont été octroyés par la BRI et Écus 35 millions par le KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) de la République fédérale d'Allemagne. La part de la BRI était couverte par la garantie de dix banques centrales de la CE.

Ce prêt était destiné à préfinancer la première tranche d'un crédit de la CE en faveur de la République de Roumanie, qui devait être mise à disposition en novembre 1991. Toutefois, en raison d'une question technique de procédure, le crédit de la CE n'a pu être libéré avant fin janvier 1992. Par suite, il a été décidé d'un commun accord de fixer l'échéance du crédit-relais au 31 janvier 1992; à cette date, les fonds obtenus par la Banque Nationale de Roumanie lui ont alors permis d'en rembourser la totalité.

### 4. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1992 ont été vérifiés par les commissaires–vérificateurs; ils figurent à la fin du présent Rapport et sont exprimés en francs or.\*

A la fin du soixante-deuxième exercice, le 31 mars 1992, le total du bilan atteignait	F or 47.961.052.059
Au 31 mars 1991, il s'établissait à	F or 45.719.139.929
L'augmentation est ainsi de	F or 2.241.912.130

ou de 4,9%.

Cette hausse, qui se compare à celle de 10,7% pour l'exercice précédent, est essentiellement due à un accroissement des ressources; en effet, les fluctuations de change, d'une fin d'exercice à l'autre, ont été peu

\* 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 (équivalent à 1 franc or = \$EU 1,94149...); tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

importantes et leur incidence ne représente par conséquent qu'une faible part de la hausse du bilan. Il convient de relever que la plupart des monnaies autres que le dollar EU se sont appréciées en termes de francs or, à l'exception notamment du franc suisse.

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	
1988	38.151	+ 8.207	+ 27
1989	42.234	+ 4.083	+ 11
1990	41.291	- 943	- 2
1991	45.719	+ 4.428	+ 11
1992	47.961	+ 2.242	+ 5

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, en léger recul, s'inscrit à 1.246 millions de francs or au 31 mars 1992, contre 1.275 millions au 31 mars 1991.

### 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			
1988	1.335	35.658	1.158	38.151
1989	1.404	39.875	955	42.234
1990	1.476	38.673	1.142	41.291
1991	1.557	42.856	1.306	45.719
1992	1.644	44.866	1.451	47.961

#### 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 1991-92 F or 672.816.157

Ce fonds s'élevait à 646,7 millions de francs or au 31 mars 1991; il est proposé d'y transférer un montant de 26,1 millions de francs or par prélèvement sur le bénéfice net de l'exercice, en conformité avec les dispositions de l'article 51(3) des Statuts.

3) Fonds spécial de réserve de dividendes

après répartition du bénéfice net de  
l'exercice 1991-92 F or 42.530.055

Ce fonds avait été porté à 39,5 millions de francs or à la fin de l'exercice 1989-90; il augmente de 3 millions de francs or.

Cette hausse, qui est conforme aux dispositions de l'article 51(4) des Statuts, interviendra également par prélèvement sur le bénéfice net.

4) Fonds de réserve libre

après répartition du bénéfice net de  
l'exercice 1991-92 F or 603.066.872

contre 545,2 millions de francs or au 31 mars 1991. Il a été recommandé d'affecter une somme de 57,9 millions de francs or à ce fonds, également par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total qu'il est envisagé de transférer aux réserves par prélèvement sur le bénéfice net de l'exercice 1991-92 s'élève ainsi à 87 millions de francs or.

Les réserves atteindront alors F or 1.348.483.397  
contre 1.261,5 millions au 31 mars 1991.

## 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
	1991	1992	
	en millions de francs or		
Dépôts des banques centrales	40.636	43.204	+ 2.568
Dépôts des autres déposants	2.220	1.662	- 558
Total	42.856	44.866	+ 2.010

L'accroissement des ressources est entièrement dû à une hausse de plus de 6% des avoirs en monnaies et en or des banques centrales. En revanche, le total des dépôts des autres déposants est en recul de 25%; ce poste, qui avait enregistré une augmentation de 71% au cours de l'exercice précédent, est constitué essentiellement de placements effectués par des organisations internationales.

Les dépôts des banques centrales représentent maintenant 96,3% de l'ensemble des ressources en monnaies (contre 94,8%), ceux des autres déposants ne constituant donc plus que 3,7% (contre 5,2%).

L'évolution des dépôts en monnaies est due surtout à une progression presque constante des ressources en dollars EU, alors que les postes libellés en d'autres monnaies sont restés stables ou ont connu des diminutions parfois marquées, en particulier les passifs en deutsche marks et en yens. Il en résulte que, au 31 mars 1992, la part des dépôts en dollars EU représente 53% du total des ressources en monnaies, contre 40% à la fin de l'exercice précédent, celle en deutsche marks 24% (contre 30%) et le troisième poste le plus important, celui en Écus, 12% (contre 10%).

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
	1991	1992		1991	1992		1991	1992	
	en millions de francs or								
A vue	4.399	4.562	+ 163	2.145	1.862	- 283	6.544	6.424	- 120
A 3 mois									
au maximum	51	9	- 42	35.323	37.853	+ 2.530	35.374	37.862	+ 2.488
A plus de 3 mois	-	-	-	938	580	- 358	938	580	- 358
Total	4.450	4.571	+ 121	38.406	40.295	+ 1.889	42.856	44.866	+ 2.010

Tant les dépôts reçus en or que ceux en monnaies sont en augmentation, respectivement de 2,7% et 4,9%. Par rapport à l'ensemble des ressources, la part des dépôts en or fléchit légèrement et ne représente plus que 10,2%, contre 10,4% à la fin de l'exercice précédent; les dépôts en monnaies atteignent 89,8%, contre 89,6%.

L'évolution des fonds empruntés se traduit par une croissance des dépôts ayant au maximum trois mois à courir; les fonds à vue et à plus de trois mois d'échéance sont en diminution.

Il est à relever que le total des ressources à vue en monnaies peut varier sensiblement d'une fin de mois à l'autre; celles à plus de trois mois d'échéance avaient enregistré une forte hausse au cours des premiers mois de l'exercice.

S'agissant de leur durée, les dépôts reçus à vue représentent 14,3% de l'ensemble des ressources, ceux à trois mois au maximum 84,4% et ceux à plus de trois mois 1,3%; les pourcentages s'élevaient respectivement à 15,3%, 82,5% et 2,2% à la fin de l'exercice précédent.

a) *Dépôts en or* F or 4.571.239.869

contre 4.450 millions de francs or au 31 mars 1991. La progression de 121 millions correspond à la différence entre la hausse des dépôts à vue et la réduction des dépôts à terme à trois mois au maximum.

b) *Dépôts en monnaies* F or 40.295.093.969

Ce poste s'élevait à 38.406 millions de francs or au 31 mars 1991 et fait ainsi apparaître une hausse de 1.889 millions, ou de 4,9%. Cette évolution résulte de l'augmentation des dépôts d'une durée de trois mois au maximum; les dépôts à vue et ceux à plus de trois mois d'échéance sont en recul.

### C. *Autres passifs*

Les autres passifs comprennent le «Système de prévoyance du personnel», le poste «Divers» ainsi que le dividende payable le 1er juillet 1992.

Le total de ces trois postes s'inscrit à F or 1.450.531.699  
contre 1.306 millions de francs or au 31 mars 1991.

a) *Le poste «Système de prévoyance du personnel»*  
s'élève à F or 158.256.993

contre 150 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent. Ce poste correspond à l'engagement de la Banque au titre des pensions du personnel. Le montant en francs suisses dont il est constitué a été renforcé en cours d'exercice.

b) *Le poste «Divers» atteint* F or 1.259.814.546

contre 1.122 millions de francs or au 31 mars 1991.

L'augmentation de 138 millions reflète, en particulier, l'incidence des fluctuations de change sur les monnaies autres que le dollar EU.

c) *Dividende payable le 1er juillet 1992* F or 32.460.160

Le montant du dividende a été fixé à 200 francs suisses par action, sans changement par rapport à celui des deux exercices précédents.

La somme de 32,5 millions de francs or, qu'il est proposé de prélever sur le bénéfice net de l'exercice 1991-92, est légèrement inférieure à celle de l'exercice précédent en raison de l'incidence du facteur de change sur le franc suisse.

L'excédent net de l'exercice 1991-92, avant répartition, s'inscrit à 119.460.160 francs or et se compare à celui de 114.892.783 francs or enregistré à la fin de l'exercice 1990-91. Il est proposé d'effectuer la répartition de cet excédent conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts. Les détails en sont donnés dans la Section 5 de ce chapitre.

### Actif (utilisation des ressources)

Les postes de l'actif du bilan, répartis d'après leur nature, figurent dans le tableau suivant.

BRI: évolution des placements et des autres actifs, d'après leur nature						
Nature	Exercice clos le 31 mars				Différence	
	1991		1992			
en millions de francs or						
Avoirs à vue						
Or	4.861		4.808		-	53
Monnaies	7	4.868	12	4.820	+	5 - 48
Bons du Trésor		2.461		3.623		+ 1.162
Dépôts à terme et avances						
Or	389		460		+	71
Monnaies	30.604	30.993	31.588	32.048	+	984 + 1.055
Titres du secteur public et autres titres à terme		7.384		7.458		+ 74
Divers		13		12		- 1
Total						
Or	5.250		5.268		+	18
Monnaies	40.469	45.719	42.693	47.961	+	2.224 + 2.242

L'augmentation des ressources reçues par la Banque se traduit surtout par une évolution correspondante des placements effectués en bons du Trésor et sous forme de dépôts à terme et avances en monnaies. On note en outre une hausse du total des dépôts à terme en or.

Il convient maintenant de procéder à un examen plus détaillé de chaque poste figurant au tableau ci-dessus.

#### a) Or

La hausse de 18 millions de francs or des actifs en or se compare à celle de 121 millions des passifs en or. La différence de 103 millions reflète la diminution des opérations à terme sur or, dont il est fait mention à la fin de la présente partie.

– avoirs à vue F or 4.807.721.945

contre 4.861 millions de francs or au 31 mars 1991;

– dépôts à terme F or 459.895.173

contre 389 millions au 31 mars 1991.

b) *Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue* F or 12.412.915

Au 31 mars 1991, ce poste s'élevait à 7 millions de francs or.

c) *Bons du Trésor* F or 3.623.143.845

Ce portefeuille s'inscrivait à 2.461 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent; son volume et sa composition ont fluctué sensiblement en cours d'exercice, dans le cadre d'une activité plus élargie.

d) *Dépôts à terme et avances en monnaies* F or 31.588.007.613

contre 30.604 millions de francs or au 31 mars 1991, soit une hausse de 984 millions, ou de 3,2%.

e) *Titres du secteur public et autres titres à terme* F or 7.457.890.914

Ce poste s'élevait à 7.384 millions de francs or au 31 mars 1991 et ne fait donc apparaître qu'une hausse de 74 millions, encore qu'il ait connu des fluctuations importantes au cours de l'exercice sous examen.

Parallèlement à l'évolution des ressources, les placements en monnaies – sous forme de dépôts à terme et avances, en bons du Trésor et en titres divers – ont été marqués par une forte expansion des opérations en dollars EU et un recul sensible de celles libellées en deutsche marks, yens et livres sterling. Les actifs en dollars EU et en deutsche marks restent cependant les plus importants, suivis de ceux en Écus, dont le volume est demeuré stable.

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
	1991	1992	
en millions de francs or			
A 3 mois au maximum	33.126	32.083	- 1.043
A plus de 3 mois	5.251	7.423	+ 2.172
Total	38.377	39.506	+ 1.129

On observe une légère diminution (-3,1%) des placements ayant au maximum trois mois à courir, qui s'inscrivent ainsi à 81,2% du total des

investissements figurant dans ce tableau, contre 86,3% au 31 mars 1991. En revanche, les opérations conclues à plus de trois mois font état d'une augmentation proportionnellement plus marquée (+41,4%); elles représentent 18,8%, contre 13,7%.

f) Divers F or 11.979.653

contre 13 millions de francs or au 31 mars 1991.

#### *Opérations à terme sur or*

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde négatif de F or 34.282.943 contre un solde négatif de 137,7 millions de francs or au 31 mars 1991.

L'échéance d'une transaction conclue au cours de l'exercice précédent se traduit par une diminution sensible du volume des opérations à terme, qui impliquent, à échéance, le remboursement d'un poids d'or par la Banque.

### 5. Bénéfice net et répartition

Les comptes du soixante-deuxième exercice clos le 31 mars 1992 font apparaître un excédent net d'exploitation de 134.110.445 francs or, contre 134.066.732 francs or au titre du précédent exercice. Le résultat du présent exercice est indiqué après déduction de 46.056.417 francs or au titre des frais d'administration, l'accroissement de 11% par rapport au montant de l'exercice précédent (41.614.970 francs or) reflétant la baisse de la valeur en franc or du franc suisse; en termes de francs suisses, monnaie dans laquelle la plupart des dépenses de la Banque sont libellées, l'augmentation en pourcentage a été environ deux fois plus élevée.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 3.650.285 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels et de renforcer – au moyen d'un transfert supplémentaire de 11.000.000 de francs or – la Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement, dont le principal objet est de subvenir au coût des séries successives de projets comportant des dépenses d'investissement. A la suite de ces transferts, le bénéfice net s'élève à 119.460.160 francs or, contre 114.892.783 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 119.460.160 francs or de la manière suivante:

- i) une somme de 32.460.160 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 200 francs suisses par action;
- ii) une somme de 26.100.000 francs or est transférée au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 3.000.000 de francs or est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;

- iv) un montant de 57.900.000 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 1992 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1992.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par Price Waterhouse, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1992 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de Price Waterhouse figure au bas du bilan.

## 6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

M. B. Clappier a renoncé à son poste de Vice-Président du Conseil d'administration le 27 novembre 1991, au terme de son mandat. Le Conseil a élu Lord Richardson of Duntisbourne, pour lui succéder pour une période de trois ans commençant le 28 novembre 1991.

M. K.O. Pöhl a cessé d'être membre du Conseil à la fin de juillet 1991, lorsqu'il a quitté ses fonctions de Président de la Deutsche Bundesbank. Son successeur à ce poste, le Prof. Dr H. Schlesinger, est devenu administrateur d'office à compter du 1er août 1991. Le mandat d'administrateur de M. B. Clappier a été renouvelé en novembre 1991 et le Dr M. Lusser a été réélu membre du Conseil en mars 1992.

En ce qui concerne la Direction de la Banque, M. G.M. Gill a été nommé Chef Adjoint du Département bancaire et Directeur à partir du 1er décembre 1991. M. R.T.P. Hall, Directeur Général Adjoint, a pris sa retraite à la fin de janvier 1992. M. R. Gros lui a succédé comme Directeur Général Adjoint à compter du 1er février 1992, tout en conservant ses fonctions actuelles de Chef du Département bancaire. M. T. Pollonio, Directeur Adjoint, s'est démis de ses fonctions à la fin de janvier 1992.

## Conclusion

Le présent Rapport couvre un large éventail d'évolutions passées; en ce qui concerne l'avenir, les problèmes que les responsables de la politique économique devront affronter dans le monde diffèrent sensiblement des schémas antérieurs. De nouveaux enjeux et défis se sont fait jour alors qu'un certain nombre de difficultés traditionnelles ont pratiquement disparu de la scène.

Parmi les nouvelles donnes, la plus caractéristique, qui intéresse tant le présent immédiat que l'horizon à moyen, voire à long terme, est sans conteste l'émergence de quinze Etats nés de la dissolution de l'Union soviétique, qui s'emploient activement à se doter d'un nouvel ordre politique et économique. Les héritiers de l'Union soviétique ont suivi à pas redoublés ses anciens satellites sur le chemin ardu qui doit les sortir de l'impasse dans laquelle socialisme et planification centralisée les avaient conduits. Plusieurs aspects de ces efforts ont été examinés dans les premiers chapitres. L'intégration des anciennes républiques soviétiques à l'économie mondiale conditionne leur réussite finale, point qui sera repris dans la dernière partie de cette Conclusion. Ces nombreux Etats récents devront se garder de toute tentation de dresser entre eux des obstacles commerciaux et faire en sorte que de nouveaux liens économiques s'établissent sur la base des prix du marché mondial et du principe de la non-discrimination dans les échanges commerciaux. A cette fin, un changement radical s'impose sur le plan intérieur pour placer résolument le mécanisme des prix au centre des économies et s'assurer la maîtrise des politiques budgétaires et monétaires. La même observation vaut pour les autres pays d'Europe de l'Est, qui eux non plus ne sont pas tirés d'affaire, en dépit des remarquables progrès accomplis par certains d'entre eux. La propagation apparente d'une «lassitude de réformes» ne devrait pas émousser la détermination des autorités de persévérer dans la voie des mesures d'ajustement indispensables.

Les pays en développement continueront à occuper une place importante dans l'évolution globale. Au moment précisément où l'ancienne dichotomie entre l'Est et l'Ouest a perdu sa signification, une ligne de partage est en train de se dessiner au sein du monde en développement entre les pays qui vont de l'avant à grands pas et ceux qui sont à la traîne. Peut-être ne faudrait-il plus les rassembler tous sous la même étiquette. La ligne de démarcation n'est toutefois pas très nette, étant donné que ceux qui ont connu l'an passé une forte croissance doivent encore consolider les résultats obtenus; le maintien du rythme des réformes peut également dépendre de l'extension des gains récents aux couches sociales – principalement dans les groupes les plus pauvres – qui ont été le plus affectées ces dernières

années par les politiques de stabilisation. A plus d'un titre, les extrêmes sont en train de s'éloigner, réduisant d'un côté les zones de misère dans le monde, mais rendant encore plus urgent, de l'autre, le renforcement des stratégies spécifiques destinées à aider les plus déshérités. En outre, les préoccupations liées à l'environnement ont ajouté une nouvelle dimension aux relations entre nations riches et pauvres; nous reviendrons ultérieurement sur quelques aspects de ce problème.

Au centre des questions immédiates figurent les incertitudes entourant les perspectives d'évolution dans le monde industriel. On a de bonnes raisons de croire que ces incertitudes seront bientôt levées, à la faveur de la reprise de la croissance, du moins dans les pays qui sont entrés les premiers dans la récession, il y a près de deux ans. Les pays moins avancés dans le cycle devraient également en bénéficier. S'il est vrai qu'un tel optimisme était déjà de mise l'année dernière et qu'il s'est révélé injustifié, cela ne signifie pas pour autant que la confiance actuelle soit déraisonnable, même si elle invite à une certaine prudence. Divers facteurs justifient, en effet, le présent optimisme. Le redémarrage des investissements en logements en Amérique du Nord et en Australie donne à penser, en dépit de quelques coups d'arrêt, que la baisse des taux d'intérêt a commencé à stimuler la dépense. Le coût du service de la dette du secteur privé a fortement diminué, en particulier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni; aux Etats-Unis, les ménages et les entreprises semblent avoir réussi effectivement à ramener leur endettement à des niveaux plus supportables. Par ailleurs, le ralentissement de l'inflation devrait contribuer à assurer une reprise soutenue de l'activité.

Existe-t-il néanmoins, dans la situation actuelle des pays industriels, des éléments s'opposant à un retour à la «croissance d'antan»? Plus précisément, la reprise, même si elle est bien confirmée, sera-t-elle seulement faible? Que la présente récession se soit prolongée plus longtemps qu'on ne l'avait prévu généralement pourrait être l'indication d'un tel élément nouveau; encore convient-il de ne pas perdre de vue qu'elle n'a pas été aussi sévère que dans le passé, sauf dans un très petit nombre de pays. L'excès d'endettement et la déflation des prix des actifs réels, qui se sont révélés être des facteurs de freinage de la reprise dans quelques pays en 1991, revêtent certainement une connotation inquiétante, puisqu'ils figurent tous deux en bonne place dans les explications premières, et également plus récentes, de la Grande Crise.

Aller plus loin dans le parallélisme entre le début des années trente et la conjoncture actuelle serait sans doute excessif. Il est indéniable que la compréhension générale des phénomènes économiques fondamentaux est aujourd'hui nettement meilleure, comme l'est d'ailleurs l'esprit de la coopération internationale, dans la mesure où toutes les parties concernées en éprouvent clairement le besoin. Le poids beaucoup plus important de nos jours des budgets de l'Etat tend de toute façon à atténuer les fluctuations de la demande, tandis que les systèmes de surveillance sont beaucoup mieux à même d'empêcher l'apparition d'une crise financière systémique. Tout cela ne saurait être contesté. Certes, les politiques macro-économiques

de régulation de la demande se heurtent – et se heurteront – à des problèmes dans de nombreux domaines. Ces difficultés sont loin d'être négligeables puisque la panoplie de la politique macro-économique constitue le principal rempart contre les risques de dérapage dans les pays industriels. Plutôt que de lutter contre ces risques, il est peut-être plus urgent de se demander ce qu'il conviendrait d'entreprendre dans l'immédiat pour renforcer la vitalité à long terme des économies industrielles et surmonter les handicaps de cycles prononcés de prix des actifs et d'endettement excessif. Mais, d'abord, que faut-il penser des outils de la politique macro-économique?

Au début des années quatre-vingt, les Etats-Unis ont adopté une politique budgétaire hardie d'allégement de la fiscalité qui, en stimulant la croissance économique, aurait dû se traduire non par une diminution mais, en réalité, par une augmentation des recettes fiscales. Cette politique n'a pas produit les résultats escomptés. Le déficit budgétaire est monté en flèche et s'est maintenu à un niveau élevé. D'autres pays également ont dû faire face à d'importants déficits des finances publiques. La seconde moitié des années quatre-vingt a donc été une période d'assainissement budgétaire dans la plupart des pays industriels. Aux prises avec des charges d'intérêts qui absorbaient jusqu'à 20% des recettes courantes et continuaient de s'accroître, les divers pays ont conclu les uns après les autres à la nécessité d'une action radicale – relèvement des impôts, réduction des dépenses, ou les deux. La longue période d'expansion a effectivement permis de comprimer les déficits, voire de les résorber temporairement dans quelques pays. Mais il est clairement apparu qu'une initiative, si énergique soit-elle, pour endiguer le gonflement des déficits, ne permettait guère de contenir et encore moins de faire baisser le ratio dette/PNB. Forts de cette constatation, les gouvernements se sont montrés peu enclins à laisser de nouveau les déficits s'accroître. Plutôt que de recourir activement à la politique budgétaire pour stimuler l'économie, un certain nombre de pays ont même eu tendance à compenser l'accroissement automatique du déficit lié au ralentissement de l'activité économique. Seuls le Royaume-Uni et le Japon, qui avaient réalisé auparavant des progrès plus marqués que la plupart des pays industriels sur la voie de l'assainissement budgétaire, ont adopté une attitude légèrement différente.

La thèse qui avait cours précédemment, selon laquelle les gouvernements pouvaient facilement stabiliser le revenu national, ne tenait pas compte de l'importance des effets de stocks liés à l'absence de symétrie dans la mise en œuvre des politiques budgétaires de la plupart des pays. Le processus politique vise, essentiellement, à convertir de simples perspectives d'excédents en une augmentation des dépenses. Dans ces conditions, il est vain d'espérer que le secteur public revienne à une situation excédentaire et efface une grande partie de la dette accumulée dès que la nécessité d'une stimulation budgétaire ne se fait plus sentir. Il faudrait pourtant qu'il en soit ainsi pour préserver l'arsenal de moyens permettant de satisfaire des besoins futurs dans le cadre d'une politique budgétaire volontariste. Si on laisse persister ces déficits, ils s'auto-alimentent par un accroissement automatique

des dépenses, et ce d'autant plus que le niveau des taux d'intérêt nominaux est plus élevé. Il serait également utile que le supplément de dépenses soit par principe affecté à l'investissement public plutôt qu'à la consommation publique, ainsi qu'à des projets choisis sur la base de leur rentabilité probable à moyen terme.

Pour toutes ces raisons, on ne saurait attendre de la politique budgétaire qu'elle permette de régler le rythme de la reprise. Dans une situation économique critique, cependant, les impératifs à court terme prendraient clairement le pas sur ces considérations à moyen et à long terme: le recours actif à la politique budgétaire pourrait empêcher les économies industrielles de sombrer dans la crise si un tel risque se matérialisait. La politique budgétaire est tout à fait apte à fournir le stimulant immédiat qui s'imposerait alors.

Pour beaucoup toutefois, la politique macro-économique est pratiquement synonyme, de nos jours, de politique monétaire. En vertu du monopole qu'ils détiennent en matière de création de monnaie centrale, les instituts d'émission sont en mesure de contrôler avec une grande précision les taux d'intérêt à très court terme sur leurs marchés monétaires et d'utiliser ce pouvoir pour influencer la trajectoire ou la fourchette d'une autre variable financière: agrégat monétaire, taux de change, voire, dans une certaine mesure, taux d'intérêt à long terme, le choix dépendant largement de facteurs tels que la dimension du pays en question, les dispositions institutionnelles ou les engagements existants. Les taux d'intérêt à court terme et la variable financière retenue par la banque centrale comme objectif agissent sur l'activité du secteur réel de l'économie et les prix. Mais on sait depuis longtemps que de tels effets ne se manifestent qu'avec des délais longs et variables. Un vieux débat est engagé sur le point de savoir si, là encore, il n'y a pas une asymétrie fondamentale: certes, la politique finit toujours par démontrer son efficacité lorsqu'elle prend un tour restrictif; mais on ne peut guère en dire autant lorsqu'on y recourt pour stimuler l'activité. «Trappe à monnaie», «pousser sur une corde» sont les images qui viennent traditionnellement à l'esprit. Des effets pervers sur les anticipations peuvent retarder l'incidence directe attendue. L'expérience récente des Etats-Unis semble confirmer qu'on ne peut pas escompter des résultats rapides et prévisibles lorsque la politique monétaire prend une orientation expansionniste.

L'expérience de deux pays européens, l'Allemagne et la Suisse, qui ont fait leurs preuves par le passé dans la lutte contre l'inflation, atteste que même des politiques monétaires restrictives peuvent se heurter à d'énormes difficultés. En Allemagne, ce phénomène est dû, en grande partie, aux vigoureux effets de l'unification sur la demande, qui ont été amplifiés par la course salaires-prix et le relèvement des impôts indirects. En Suisse, les autorités monétaires se sont efforcées, par moments, de ne pas s'aligner sur l'évolution des taux d'intérêt allemands, ce qui s'est traduit par une dépréciation du taux de change. Les impulsions inflationnistes qui en sont résultées ont été accentuées par les vastes mécanismes d'indexation implicite et ont largement annulé l'incidence modératrice des hausses

des taux d'intérêt réels sur les prix. Mis à part ces deux cas, les perspectives d'évolution des prix se sont toutefois sensiblement améliorées. Dans la quasi-totalité des pays industriels, la réduction de l'inflation a constitué l'objectif principal de la politique monétaire. Certains envisagent même de faire de la stabilité des prix le seul objectif de la banque centrale. Bien qu'aucun pays ne soit encore parvenu à ramener l'inflation à zéro, nombreux sont ceux où elle se situe à un niveau si bas que les distorsions qu'elle exerce sur les décisions et les jugements des agents économiques ont sans doute pratiquement disparu. Pareille évolution va probablement avoir des effets favorables sur la situation de l'offre dans leurs économies et, tout en ne stimulant pas directement la demande, atténuera l'incidence d'un accident de parcours éventuel sur la reprise. Le fait que la phase d'expansion la plus récente ait été l'une des plus longues de la période d'après-guerre peut sans aucun doute s'expliquer, en grande partie, par l'amélioration de l'environnement inflationniste.

Un troisième domaine d'action pour les autorités concerne les mesures et réformes structurelles, qui ont été de plus en plus au centre des discussions au niveau tant national qu'international ces dernières années. Sur les marchés des capitaux, par exemple, l'interdépendance croissante entre les divers pays a donné un puissant élan au processus de réforme. La compétitivité internationale a aussi joué un rôle important dans la mise en œuvre des réformes fiscales et le renforcement des mécanismes des marchés de biens. Constatation encourageante à cet égard, dans plusieurs pays, les taux élevés d'utilisation des capacités productives ont eu moins tendance à engendrer des tensions inflationnistes qu'à accroître les taux de profit et l'investissement. Les progrès accomplis en matière de formation professionnelle et l'élimination des rigidités ont aussi permis d'améliorer le fonctionnement des marchés du travail, mais beaucoup reste à faire avant que le chômage ne revienne à son niveau d'antan. Les progrès ont également été lents pour ce qui est des efforts de réforme des politiques agricoles, lesquelles représentent en moyenne un coût de près de 2% du PIB dans les pays de l'OCDE. Un autre domaine où des améliorations sont possibles concerne les investissements en infrastructures, qui ont pâti dans plusieurs pays de compressions mal ciblées des dépenses publiques. La politique de privatisation poursuivie actuellement dans nombre de pays pourrait contribuer à moyen terme à accroître les investissements en infrastructures.

Reste à savoir si certains facteurs spéciaux ne risquent pas d'entraver notablement la reprise. Plus précisément, l'instabilité accrue des prix des actifs en termes réels et l'excès d'endettement constitueront-ils un frein durable à l'activité? On a déjà vu qu'aux Etats-Unis tout au moins, les ratios d'endettement ont tendance à s'améliorer. Les bilans des banques et des sociétés paraissent plus sains, grâce au redressement des bénéficiés et à l'augmentation des émissions d'actions. Les soldes financiers des ménages font apparaître une évolution analogue. Il convient de garder également présent à l'esprit que, normalement, en termes réels, les prix des actifs fluctuent davantage que ceux des biens et services. Dans la mesure où les actifs réels engendrent des flux de revenus, ou en raison des coûts d'opportunité

liés à leur détention, leurs prix sont affectés par les variations des taux d'intérêt ainsi que par les coûts de remplacement. Les modifications des anticipations d'inflation peuvent même aggraver ces cycles de prix selon la qualité de couverture qu'offrent les actifs concernés. Les erreurs de politique macro-économique peuvent entraîner des fluctuations accrues des anticipations de taux d'intérêt et d'inflation. En conséquence, il est possible qu'une instabilité excessive des prix des actifs témoigne d'une déficience et d'un manque de constance des politiques macro-économiques.

Cette instabilité peut également révéler un affaiblissement des politiques micro-économiques, en raison surtout des problèmes que posent le surendettement et la situation des bilans dans nombre de pays. La manière dont le processus de déréglementation a pu se dérouler dans le secteur financier en constitue une illustration. Le Chapitre VIII décrit et analyse les grandes lignes de ce processus. On se bornera ici à attirer l'attention sur un certain nombre d'enseignements concrets importants:

- la déréglementation devrait s'effectuer rapidement, en laissant cependant aux agents économiques le temps de se préparer au nouvel environnement en ce qui concerne les contrôles internes, les restructurations et les autres adaptations des stratégies d'entreprise, la formation du personnel, etc.;
- il convient de maintenir un dosage adéquat entre la déréglementation dans les divers secteurs des marchés financiers pour éviter de graves distorsions de concurrence entre eux;
- la meilleure façon de définir le *bon* moment de la déréglementation est peut-être de le faire par opposition au *mauvais* moment, c'est-à-dire celui où l'économie connaît, ou s'achemine vers, une période de suractivité. Il n'est sans doute pas facile de déterminer le moment favorable, étant donné que certaines mesures de déréglementation requièrent une période de gestation relativement longue;
- la déréglementation devrait s'accompagner d'un renforcement de la surveillance de façon à édicter les règles du jeu (l'accord de Bâle sur les normes de fonds propres en constitue un bon exemple) et d'une politique macro-économique appropriée, en particulier sur le plan monétaire.

Si ces enseignements sont mis à profit, il n'y a aucune raison de redouter que les distorsions dans la sphère financière continuent à entraver sérieusement la reprise économique.

Mis à part le contexte général actuel de la politique économique dans les pays industriels qu'on a examiné jusqu'ici, il convient d'évoquer un certain nombre d'aspects particuliers. Un élément important est que les marchés des changes mondiaux ont assez bien résisté aux effets de politiques monétaires nettement divergentes dans les principaux pays industriels, en fait beaucoup mieux qu'on aurait pu l'escompter à la lumière de l'expérience antérieure, qui fournit l'exemple de distorsions majeures résultant de causes relativement mineures. Certes, ce résultat peut être en partie fortuit, d'autres facteurs, de nature surtout politique, ayant compensé en grande partie l'incidence des taux d'intérêt sur les marchés des changes

l'an dernier. Il ne saurait en être toujours ainsi. D'un autre côté, si les rapports de change des principales monnaies flottantes n'ont certainement pas été complètement stables en termes réels, on est cependant parvenu à éviter, pour l'essentiel, des distorsions excessives depuis l'Accord du Louvre de 1987. Le mérite en revient, dans une certaine mesure, aux engagements officiels à l'égard d'une plus grande stabilité des taux de change, appuyés parfois par des interventions coordonnées très visibles sur le marché des changes et par des politiques nationales de stabilité.

Les perspectives au sein du mécanisme de change du SME peuvent donner lieu à des interprétations contrastées, souriantes ou sombres, selon qu'on met l'accent sur les chances ou les risques. En gardant à l'esprit la conclusion réussie des négociations du Traité de Maastricht et dans l'hypothèse où ce dernier sera ratifié par voie législative ou, dans deux pays au moins, par référendum, on peut faire valoir que, dans un certain sens, la politique d'union monétaire de facto a été couronnée de succès. En l'absence de véritable réaligement depuis 1987, on peut estimer qu'il est techniquement possible de préserver la grille actuelle des taux de change au sein du MCE jusqu'à sa fixation définitive, au début de la troisième phase de l'union économique et monétaire. La crédibilité de l'engagement envers la stabilité des taux de change nominaux a permis à d'autres membres du MCE de réduire peu à peu la prime qu'ils devaient offrir traditionnellement par rapport aux taux d'intérêt allemands.

Mais pour que ces pays puissent s'assurer une marge de manœuvre suffisante leur permettant de ramener leurs taux d'intérêt à court terme sensiblement *au-dessous* des taux allemands correspondants, il faudrait que l'anticipation d'une dépréciation du deutsche mark vis-à-vis des autres monnaies prenne corps – éventualité qui serait en contradiction avec l'engagement à l'égard de la stabilité des taux de change nominaux au sein du MCE et qui, si elle se révélait être une prévision réaliste, serait de mauvais augure pour la stabilité générale des prix en Europe. C'est pourquoi, en dépit de leurs taux d'inflation plus faibles, d'autres membres du MCE semblent devoir s'aligner assez étroitement sur les taux d'intérêt à court terme allemands. En même temps, il leur faut admettre que l'Allemagne, à quatre ou six années de l'union économique et monétaire, a entièrement le droit – certains diraient le devoir – de poursuivre la politique monétaire requise pour assurer un degré acceptable de stabilité des prix. A l'évidence, la gestion de la transition ne sera pas une tâche aisée.

Pour cette raison, certains expriment la crainte que la période conduisant à l'union économique et monétaire ne soit entachée d'un biais déflationniste plus prononcé encore que la rigueur budgétaire exigée pour participer à cette union ne le donne généralement à penser. Ces craintes sont exagérées. Les effets des taux d'intérêt réels sur l'activité économique ont été étonnamment modérés sur de longues périodes. Il faudrait donc se garder d'associer trop étroitement les taux d'intérêt réels élevés à une faible croissance. En fait, on peut s'attendre que les autorités responsables des monnaies du MCE continuent à faire preuve de détermination et à endurer cette période difficile pour atteindre leur objectif d'union monétaire

en Europe. De lourdes responsabilités reposent donc sur les autorités allemandes, qui doivent retrouver le contrôle de l'inflation et du déficit budgétaire; le plus tôt sera le mieux.

La plupart des discussions actuelles sur la situation des économies industrielles portent sur la façon de renouer avec un sentier de croissance «normale». Les estimations du potentiel de croissance dans les principales économies industrielles vont de 2½ à 3%, voire 4% au Japon. Si l'activité économique demeure durablement inférieure au potentiel, on peut redouter non seulement des problèmes budgétaires, mais aussi une nouvelle aggravation du chômage, à partir de niveaux déjà élevés par rapport à ceux du passé. Sans se référer explicitement au potentiel de croissance, un autre débat, qui concerne également le niveau futur de la production industrielle, prend présentement de l'ampleur. Il y a vingt ans, le Club de Rome avait soulevé la question de savoir si, globalement, les limites de toute nouvelle croissance n'étaient pas atteintes, et le premier choc pétrolier de 1973 a montré avec éclat que cette question devait être prise au sérieux. On eut tôt fait de souligner, cependant, que l'analyse présentée ne reposait pas sur un raisonnement économique satisfaisant, en ce sens qu'elle ne tenait nullement compte des réactions des prix et des marchés. Les ressources disponibles ne seraient pas simplement épuisées aux prix courants et aux niveaux actuels de consommation; la pénurie croissante entraînerait une hausse des prix, réduirait la consommation et ferait intervenir des effets de substitution. Ces réactions se sont clairement manifestées après le premier choc pétrolier, pour perdre progressivement de leur intensité au fur et à mesure que la pénurie s'atténuait et que s'opérait l'ajustement à de nouveaux niveaux de prix.

Quels que soient les mérites respectifs des arguments opposés du débat évoqué précédemment, vingt années après des questions sensiblement différentes se posent au sujet de l'environnement, avec leurs répercussions possibles sur les perspectives de croissance. De plus en plus nombreux sont ceux qui sont convaincus de la nécessité d'une action urgente pour protéger les propriétés vitales de l'atmosphère terrestre. Une telle initiative requiert l'affectation d'un volume considérable de ressources à la défense de la nature, ce qui ne manquera pas de freiner indirectement la croissance en absorbant des fonds qui seraient autrement affectés à l'investissement «productif». D'autres maintiennent, au contraire, que le seul moyen de dégager l'argent requis pour assurer la protection de l'environnement est d'avoir plus et non moins de croissance. Il est vrai que les économies les plus performantes sont également celles qui font le plus d'efforts à cet égard. Mais qui oserait encore prétendre qu'une «course à la croissance» suffit pour répondre aussi aux préoccupations relatives à l'environnement?

Une action spécifique s'impose à l'évidence. Elle ne doit pas nécessairement prendre la forme d'une réglementation directe et exhaustive. Dans la plupart des cas, c'est le recours aux mécanismes de marché qui s'avère le plus efficace pour atteindre les objectifs en matière d'environnement. Il s'agit là d'un domaine où les progrès dépendent de la coopération à

l'échelle internationale, non seulement parce que la plupart de ses aspects revêtent un caractère universel et que l'investissement requis est énorme, mais aussi pour des considérations d'égalité des conditions de concurrence. Les distorsions de concurrence résultant d'un degré de laxisme différent à l'égard de l'environnement dans les divers pays risquent de réduire l'incitation à agir. Si ces préoccupations jouent effectivement un rôle entre les pays industriels, elles prennent une importance encore plus grande dans les relations Nord-Sud. Les pays en développement souhaitent en général obtenir ce que les pays développés possèdent déjà. Les arguments avancés pour leur refuser de nouveaux progrès dans ce sens et freiner l'expansion démographique sont considérés par certains pays en développement comme une forme d'hypocrisie, une tentative du monde développé de défendre sa position favorable contre les nations démunies.

Ce problème est d'une extrême complexité, car il va de l'expansion démographique à la pollution induite par la production et la consommation, en passant par l'accès limité aux sources d'énergie et les risques technologiques, pour ne citer que les questions le plus souvent évoquées. Dans quelques cas, les méthodes permettant de traiter les problèmes spécifiques sont d'ores et déjà techniquement disponibles; dans d'autres, elles pourraient le devenir à condition d'y consacrer des ressources suffisantes, mais le temps nécessaire à la recherche de solutions peut être long. Au surplus, le monde considéré dans son ensemble pourrait ne pas avoir les moyens d'une telle politique exhaustive. On est donc en présence d'un dilemme fondamental: d'un côté, il peut être relativement difficile de nourrir la population mondiale actuelle grâce à des méthodes de production qui n'affecteraient pas trop l'environnement; de l'autre, la perspective de voir la population s'accroître d'année en année à un rythme sans précédent confère au problème la dimension d'une effrayante course contre la montre.

Pour revenir aux questions plus immédiates de politique économique concernant à la fois les pays industriels et les pays en développement ainsi que ceux qui sont engagés dans le processus de passage à l'économie de marché, le dernier point abordé dans cette Conclusion concerne l'avenir du système d'échanges mondiaux. L'incertitude entourant l'activité dans les pays industriels tend à favoriser la montée du protectionnisme et à encourager l'adoption de mesures allant dans le sens d'un commerce «administré». Mais, ce serait tragique si la conversion des anciennes économies à planification centralisée à la liberté des marchés et l'adoption par les pays en développement de politiques davantage fondées sur les mécanismes de marché se trouvaient fortement entravées par la mise en place d'obstacles commerciaux additionnels dans les pays industriels. Il se trouve que les biens que de nombreux pays en développement peuvent aisément exporter – produits agricoles, textile et habillement – sont parmi ceux qui bénéficient d'un maximum de protection dans les pays industriels. Bien plus, le développement des blocs commerciaux comporte des dangers: s'il ne s'accompagne pas d'un démantèlement significatif des obstacles aux échanges extérieurs, il en résultera un détournement et non une création d'échanges commerciaux. Malheureusement, rien ne semble indiquer que l'on s'achemine

vers une telle réduction des barrières extérieures. Puisque l'article 115 du Traité de Rome a été maintenu dans l'Accord de Maastricht, les divers membres de la CE sont toujours habilités à prendre unilatéralement et au cas par cas des mesures de protection (avec l'autorisation de la Commission) contre les importations de pays tiers. Cette disposition contrevient même à l'idée d'un véritable marché unique au sein de la Communauté.

Les arguments en faveur de la liberté du commerce, qui sont presque aussi vieux que l'économie politique en tant que discipline scientifique, sont globalement irréfutables. Le libre-échange assure une meilleure répartition des ressources et favorise donc la croissance. Le protectionnisme tire sa force du fait qu'il accorde des avantages spécifiques à des groupes relativement restreints, qui sont davantage conscients de leurs intérêts particuliers et savent mieux se faire entendre des milieux politiques. Les coûts du protectionnisme sont largement répartis sur l'ensemble de la société, en particulier les consommateurs, et sont donc plus difficiles à identifier. De même, si l'on prend en compte les délais plus longs qui sont nécessaires pour que les avantages se manifestent pleinement, la cause du libre-échange souffre d'un handicap politique certain. L'engagement d'un pays en faveur du libre-échange sera d'autant plus résolu qu'il bénéficiera à la fois d'un système politique démocratique et d'un système peu sensible aux groupes de pression.

Ces considérations ont un pendant intéressant au niveau mondial. Le libre-échange facilite grandement l'égalité de traitement des petites nations dans la sphère internationale. Seule la stricte observation du principe de libre-échange fondé sur des marchés ouverts offre une protection contre l'abus de pouvoir politique des grandes nations désireuses de s'adjuger des avantages économiques aux dépens des autres.

Le risque de protectionnisme dans un monde qui n'adhère pas au principe de libre-échange décourage les dépenses d'investissement à plus long terme en raison de l'impossibilité d'accéder aux marchés étrangers. Par ailleurs, les mesures protectionnistes ne préservent pas nécessairement l'emploi national ni ne favorisent, au demeurant, la réalisation des objectifs de balance des paiements courants, puisque, à plus longue échéance, leur incidence tend à être annihilée par les ajustements de taux de change. Si les industries protégées en tirent bénéfice, celles qui, dans le même pays – et, en cas d'appartenance à une zone de taux de change fixes, dans les autres pays membres – ne le sont pas, pâtiront d'un taux de change moins concurrentiel. Bref, déjà très inefficaces du point de vue de l'emploi et de la balance des paiements, les mesures protectionnistes, et plus spécialement les obstacles non tarifaires, créent des incertitudes et faussent gravement le rôle que joue habituellement le mécanisme des prix dans l'affectation des ressources.

La prospérité de l'ensemble de l'économie mondiale repose en grande partie sur les pays industriels. Ouvrir largement leurs économies aux pays en développement et à ceux qui s'apprêtent à jouer le jeu de l'économie de marché constitue la contribution individuelle la plus importante qu'ils puissent fournir pour le bien-être économique de ces pays. S'ils prenaient

en compte de façon impartiale les intérêts bien compris de leurs propres citoyens, ainsi que les avantages à plus long terme, ils s'apercevraient également que de telles politiques ne seraient même pas un fardeau trop lourd à porter. Comme l'indique le communiqué de presse publié après la récente séance du Comité intérimaire du FMI en se référant à l'Uruguay Round: «Le succès des négociations est un impératif absolu.»

En résumé, il apparaît de plus en plus que les Etats-Unis sortent de la récession; en outre, l'amélioration de plusieurs données fondamentales – qu'il s'agisse des ratios du service de la dette des ménages et des entreprises dans les pays industriels, de la situation de l'endettement extérieur des principaux pays en développement ou des perspectives d'ensemble en matière de hausse des prix – permettra à d'autres pays de suivre le mouvement. Le pessimisme général qui prévaut au sujet de l'imminence d'une récession économique ou d'une crise financière à l'échelle mondiale n'est donc pas de mise – non seulement en raison de ces constatations, mais aussi parce que nous détenons les moyens d'action appropriés pour les prévenir. Ce qui, en revanche, est beaucoup moins prévisible, c'est le rythme, le profil et l'ampleur de la reprise. Dans le même temps, il ne fait guère de doute non plus, d'une part, que la politique budgétaire ne sera pas en mesure, au niveau mondial, de stimuler notablement la croissance et, d'autre part, qu'il ne serait guère raisonnable d'utiliser de manière générale la politique monétaire à cette fin.

Cela laisse néanmoins d'importantes possibilités d'action aux responsables chargés de l'élaboration et de la conduite de la politique. Les autorités monétaires devraient faire en sorte que leur aptitude à prévenir ou du moins à traiter les symptômes de crise – qu'elles ont amplement démontrée lors d'événements récents – demeure au diapason de la transformation rapide de marchés financiers globalement intégrés et novateurs. Les gouvernements, qui ne sont guère en mesure d'accélérer la croissance directement par le biais de la régulation de la demande, devraient axer leurs politiques sur une nouvelle amélioration des données fondamentales. Les politiques structurelles doivent continuer à figurer parmi les objectifs prioritaires de la politique économique si l'on veut accroître la flexibilité des marchés du travail et des biens dans les économies industrielles. Maîtriser les tendances inflationnistes naissantes en Allemagne par un retour aux meilleures traditions de ce pays revêt une importance capitale, non seulement pour l'Allemagne elle-même et le reste de l'Europe, mais aussi pour l'ensemble de l'économie mondiale. La poursuite des politiques de stabilisation dans ceux des pays d'Amérique latine et d'Europe de l'Est dont les efforts ont été couronnés de succès, et la mise en œuvre de politiques analogues dans les anciennes républiques soviétiques et ailleurs, constituent les conditions préalables de leurs progrès. Enfin, la tâche principale est de préserver et, en fait, de renforcer le système de libre-échange multilatéral, en y intégrant à la fois les pays en développement et les anciennes économies socialistes. Faute d'un tel système, on ne pourra mettre à profit les possibilités considérables qu'offrent les changements politiques radicaux de ces dernières années. Il n'est peut-être pas utopique de formuler l'espoir que le

consensus qui semble se dessiner sur la meilleure manière d'aborder les questions de politique économique conduite en fin de compte tous les pays, dans leur propre intérêt, à faire preuve d'un sens plus affirmé de solidarité internationale.

Bâle, le 27 mai 1992

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Directeur Général

# Bilan et compte de profits et pertes

au 31 mars 1992

# Bilan au 31 mars 1992

(en francs or – voir note 1)

<b>Actif</b>		
Or .....		4 807 721 945
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue .....		12 412 915
Bons du Trésor .....		3 623 143 845
<b>Dépôts à terme et avances</b>		
Or		
A 3 mois au maximum .....	222 004 872	
A plus de 3 mois .....	237 890 301	
Monnaies		
A 3 mois au maximum .....	27 231 812 094	
A plus de 3 mois .....	<u>4 356 195 519</u>	
		32 047 902 786
<b>Titres du secteur public et autres titres à terme</b>		
A 3 mois au maximum .....	4 629 091 936	
A plus de 3 mois .....	<u>2 828 798 978</u>	
		7 457 890 914
Divers .....		11 979 653
Terrain, immeubles et installations .....		<u>1</u>
		<u>47 961 052 059</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 1992, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 34 282 943 francs or.

Avant                      Après  
répartition du bénéfice  
net de l'exercice

## Passif

### Capital

Autorisé: 600 000 actions de 2 500 francs or chacune	1 500 000 000
Emis: 473 125 actions	1 182 812 500
libérées de 25%	

295 703 125

295 703 125

### Réserves

Fonds de réserve légale	30 070 313
Fonds de réserve générale	646 716 157
Fonds spécial de réserve de dividendes	39 530 055
Fonds de réserve libre	545 166 872

1 261 483 397

30 070 313  
672 816 157  
42 530 055  
603 066 872

1 348 483 397

### Dépôts (or)

Banques centrales	
A vue	4 562 668 734
A 3 mois au maximum	8 570 736
Autres déposants	
A vue	399

4 571 239 869

4 571 239 869

### Dépôts (monnaies)

Banques centrales	
A vue	1 823 379 546
A 3 mois au maximum	36 234 316 484
A plus de 3 mois	575 079 090
Autres déposants	
A vue	39 055 050
A 3 mois au maximum	1 618 101 350
A plus de 3 mois	5 162 449

40 295 093 969

40 295 093 969

Système de prévoyance du personnel

158 256 993

158 256 993

Divers

1 259 814 546

1 259 814 546

Compte de profits et pertes

119 460 160

—

Dividende payable le 1er juillet 1992

—

32 460 160

47 961 052 059

47 961 052 059

## 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 1992 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Bâle, le 24 avril 1992

PRICE WATERHOUSE

# Compte de profits et pertes

pour l'exercice social clos le 31 mars 1992  
(en francs or)

Intérêt net et autres produits d'exploitation ..... 180 166 862

## Moins: Frais d'administration

Conseil d'administration .....	713 310	
Direction et personnel .....	28 255 767	
Frais de bureau et divers .....	<u>17 087 340</u>	<u>46 056 417</u>

Excédent net d'exploitation ..... 134 110 445

## Moins: Montants transférés à la

Provision pour frais d'administration exceptionnels ....	3 650 285	
Provision pour la modernisation des locaux et le renouvellement de l'équipement .....	<u>11 000 000</u>	<u>14 650 285</u>

Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1992 ..... 119 460 160

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>32 460 160</u>
	87 000 000

Transfert au Fonds de réserve générale .....	<u>26 100 000</u>
	60 900 000

Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes .....	<u>3 000 000</u>
	57 900 000

Transfert au Fonds de réserve libre .....	<u>57 900 000</u>
	<u>—</u>

# Evolution des réserves de la Banque

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1992  
(en francs or)

## I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1991-92

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1991, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1990-91 ...	30 070 313	646 716 157	39 530 055	545 166 872
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1991-92 .....	—	26 100 000	3 000 000	57 900 000
Soldes au 31 mars 1992 tels qu'ils apparaissent au bilan .....	30 070 313	672 816 157	42 530 055	603 066 872

## II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1992 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or .....	295 703 125	366 391 184	662 094 309
Monnaies .....	—	982 092 213	982 092 213
	295 703 125	1 348 483 397	1 644 186 522

## Conseil d'administration

Bengt Dennis, Stockholm  
Président du Conseil d'administration,  
Président de la Banque

The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londres  
Vice-Président

Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome  
Bernard Clappier, Paris  
Dr Lamberto Dini, Rome  
Dr W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Prof. Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main  
Jacques de Larosière, Paris  
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, Londres  
Dr Markus Lusser, Zurich  
Prof. Dr Helmut Schlesinger, Francfort-sur-le-Main  
Alfons Verplaetse, Bruxelles  
Philippe Wilmès, Bruxelles

### *Suppléants*

A. D. Crockett, Londres, ou  
M.D.K.W. Foot, Londres  
Dr Antonio Fazio, Rome, ou  
Dr Carlo Santini, Rome  
Philippe Lagayette, Paris, ou  
Francis Cappanera, Paris  
Jean-Jacques Rey, Bruxelles  
Dr Hans Tietmeyer, Francfort-sur-le-Main, ou  
Dr Wolfgang Rieke, Francfort-sur-le-Main

## Direction

Alexandre Lamfalussy	Directeur Général
Rémi Gros	Directeur Général Adjoint, Chef du Département bancaire
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Horst Bockelmann	Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique
G.M. Gill	Chef Adjoint du Département bancaire, Directeur
Marten de Boer	Directeur, Sécurité opérationnelle, Comptabilité, Contrôle budgétaire
Jean Vallet	Secrétaire Général Adjoint
André Bascoul	Directeur Suppléant, Secrétariat général
Dr H. W. Mayer	Directeur Suppléant, Département monétaire et économique
Dr Kurt Spinnler	Directeur Suppléant, Département bancaire
Prof. Mario Giovanoli	Conseiller juridique, Directeur Suppléant
Dr Joseph R. Bisignano	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
Jean-Claude Dagassan	Directeur Adjoint, Agent du FECOM
P. C. Bridge	Directeur Adjoint, Département bancaire
Jean-Marc Andreoli	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Yukio Iura	Directeur Adjoint, Département bancaire
Alexander Radzyner	Directeur Adjoint, Secrétariat général
Claude Sivy	Directeur Adjoint, Contrôle Sécurité opérationnelle
Günter Pleines	Directeur Adjoint, Département bancaire
Robert von Werra	Directeur Adjoint, Département monétaire et économique
<hr/>	
Dr Gunter D. Baer	Secrétaire Général du Comité des Gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la CEE

