

### OUVERTURE D'ESPRIT ET SOLIDARITÉ AU SERVICE D'UN PROJET RIGOUREUX

*Le jeu des institutions vient remettre à l'ordre du jour la politique économique de la France. Le succès de celle qui sera menée dépendra pour une large part de l'adhésion que lui apporteront les innombrables acteurs de la vie économique. Pour en juger ils risqueront de se fier à des conceptions trop simples en un temps où les marchés du travail, des biens et des capitaux par leur internationalisation et leurs interférences rendent le fonctionnement de l'économie plus complexe que jamais. C'est pourquoi je veux dire comment, à mon avis, se posent les principaux problèmes, sans prétendre indiquer pour autant les mesures à prendre.*

Un chômage excessif est devenu, depuis plus de quinze ans, le vice majeur de notre société par les souffrances qu'il provoque, le gaspillage de capacités de productions qu'il implique et par les risques que, s'il se prolongeait sans fin, il ferait courir à nos libertés. En atténuer les conséquences humaines par des allocations est certes nécessaire. Mais le réduire en développant l'emploi serait évidemment bien préférable. Quelles sont les conditions de cela ?

#### Un bon partage des valeurs ajoutées

Le partage de la valeur ajoutée par chaque entreprise entre salaires, profits et intérêts est crucial. Que la part du salaire ou celle des intérêts soit trop grande, l'avenir de l'emploi est compromis parce que les entreprises sont incapables d'investir assez, ou même empêchées de poursuivre leur activité. Des salaires excessifs eu égard à leurs recettes est ce qui advint sous l'effet du premier et du second choc pétrolier, puis de la hausse des coûts salariaux imposée en 1981, alors que la concurrence internationale ou le contrôle des prix ne permettaient pas d'augmenter à proportion les prix de vente. Des taux d'intérêt réels trop lourds à supporter est ce dont nos entreprises souffrent depuis que le ralentissement accentué de la hausse du coût de la vie ne s'est pas accompagné d'une baisse suffisante des intérêts nominaux.

Mais voici que la politique rigoureuse des salaires menée depuis 1983 a restauré les marges de profit. Le moindre endettement des entreprises, ainsi rendu possible, a atténué les effets néfastes de taux d'intérêt trop élevés. Désormais les salariés ne devraient-ils pas être de nouveau partie prenante aux fruits d'une productivité en rapide progrès ? Cela favorise-

rait celle-ci en récompensant mieux les efforts fournis et, indirectement, stimulerait l'investissement et l'emploi en accroissant les débouchés intérieurs offerts à la production. Cependant si, dans une économie ouverte comme la nôtre, l'appareil de production est provisoirement incapable de répondre convenablement à un supplément de demande, le surcroît d'investissement et de consommation risque, sinon de faire monter les prix, du moins de peser trop sur la balance des paiements. Il faudrait que l'épargne des ménages augmente sensiblement avec leurs revenus, ce qui limiterait la croissance de la consommation. Malheureusement on est loin d'en être assuré.

#### Des investissements matériels, intellectuels et scientifiques accrus

L'investissement est ce qui permettra à l'avenir de produire à moindre coût de plus grandes quantités de biens, et qui correspondent mieux aux demandes. Il doit être matériel sous forme de machines nouvelles, de bâtiments, d'infrastructures de transport et de communication, intellectuel par plus d'éducation donnée aux enfants et de formation aux adultes, scientifique par la recherche de découvertes fondamentales et de leurs applications. Sans quoi la croissance de la production et celle de l'emploi sont impossibles. Leur déclin est même inévitable alors, car l'obsolescence des équipements et des connaissances rend les entreprises de moins en moins concurrentielles. De plus les producteurs de machines ayant, faute de débouchés suffisants, souffert plus que d'autres, deviennent bientôt incapables de livrer ce qui leur serait commandé. Les établissements d'enseignement et les centres de recherches périclitent, par manque de perspectives stimulantes et de moyens, une économie appauvrie ne pouvant plus les leur fournir.

On ne saurait sortir de ce cercle vicieux sans une politique fiscale favorable à ces diverses sortes d'investissements, particulièrement à ceux nécessaires à la production de biens d'équipement ou consistant en recherches et en formation. Mais hormis ceux d'une ampleur stratégique, il faut qu'ils soient librement choisis par ceux-là mêmes, chefs d'entreprise ou collectivités territoriales, qui sont directement au contact des réalités.

en page 4

**Un plan pour le désendettement  
des pays en développement**

Jacques Adda

## Une productivité élevée dans l'industrie

Plus la productivité du travail et des machines sera élevée, plus il y aura, semble-t-il, de chômeurs. A brève échéance sans doute ; mais à terme une plus forte productivité industrielle, en réduisant les coûts de production et donc les prix de vente, peut permettre aux entreprises de se développer en conquérant des marchés et d'embaucher. Si leurs ventes n'augmentent pas, la baisse de leurs prix laisse aux consommateurs un pouvoir d'achat disponible ; les débouchés d'autres biens s'en trouvent accrus et donc l'emploi dans les secteurs qui en produisent.

Il en va différemment pour le commerce et l'agriculture. Un commerce où la productivité est faible constitue certes une charge nationale, qui pèse sur l'industrie, car le coût de la vie s'en trouve grevé, ce qui se répercute sur les salaires. Mais cette charge est moindre que celle qui résulterait, au cas où la productivité commerciale serait fortement accrue, de la destruction de certaines structures sociales qui ne sont pas sans mérites et qui par ailleurs favorisent souvent la vente de produits nationaux. Une agriculture qui accroîtrait encore davantage la productivité des terres, des machines et des hommes utiliserait une plus grande quantité de produits intermédiaires, qui sont pour une part importés, laisserait plus de terres en friches et dépeuplerait les campagnes. Le coût social en serait élevé.

## Une inflation très modérée

Trop longtemps a prévalu en France l'idée, qui y est encore latente, que l'inflation permet d'éviter le chômage. On avance à l'appui qu'en allégeant le poids réel des dettes anciennes elle bénéficie aux entreprises et que la seule perspective de sa poursuite les encourage à s'endetter pour investir. Il en va de même pour les ménages désireux de faire construire pour se loger. On ajoute qu'elle permet d'accorder des hausses de salaires nominaux favorables à la paix sociale tout en évitant que des salaires réels excessifs grevent les entreprises. Ces vues, quelque peu machiavéliques, impliquent une bonne dose de naïveté chez les salariés et les prêteurs. Elles ne peuvent être pertinentes qu'autant que la hausse du coût de la vie demeure assez modérée pour être à peine perceptible et ne paraisse pas destinée à se perpétuer. Sinon il est inévitable que les salariés finissent par réclamer et obtenir que leurs gains réels soient préservés, par des indexations ou lors de négociations, et que les prêteurs, à défaut d'indexation du capital, exigent des intérêts de plus en plus élevés. Pour que les « bienfaits » de l'inflation persistent, il faut alors qu'elle s'accroisse constamment, afin de dépasser la hausse des salaires, en dépit des délais de plus en plus courts impartis à leur réajustement, et d'anticiper celle des taux d'intérêt, bien que leur inertie se réduise.

Si, au lieu d'être de plus en plus vive, la hausse rapide des prix demeurerait constante, les anticipations des agents en annuleraient les bienfaits supposés, mais non les méfaits, car toute hausse de leur niveau général s'accompagne de disparités entre eux, qui opèrent des transferts de richesses injustifiés et mal supportés. Tôt ou tard la hausse deviendrait saccadée et d'ampleur incertaine.

En période d'inflation aucune prévision assurée, aucun calcul économique rationnel ne sont possibles. L'économie tout entière s'en trouve perturbée. Elle le serait d'ailleurs aussi, et plus gravement encore, par une baisse forte qui, non seulement

déjouerait les calculs de rentabilité des producteurs, mais, en alourdissant le poids des dettes et en transférant des richesses des débiteurs aux créanciers, paralyserait l'activité. Seule une hausse faible du niveau général, n'excédant jamais 3 % l'an, peut être bénéfique en permettant des réajustements en douceur des prix relatifs sans que des baisses ruineuses de certains d'entre eux soient nécessaires et en procurant un léger allègement des dettes, acceptable par les créanciers. Mais il serait bon qu'elle s'interrompe parfois pour conjurer le risque de son accélération.

## Tous les prélèvements obligatoires utiles

Prélever d'autorité, par des impôts ou des cotisations, une partie des ressources des entreprises, c'est réduire ce dont elles disposeront pour leurs investissements. Prélever de même une partie des revenus des ménages, c'est risquer d'affaiblir leurs efforts productifs. Aussi a-t-on dénoncé non sans raison les freins à l'activité qui en résultent et déploré l'augmentation de ces prélèvements, quasi constante depuis un siècle et particulièrement forte au cours des quinze dernières années.

Il faut cependant ne pas perdre de vue leur justification, qui est de financer des services publics et, grâce aux redistributions qu'ils permettent, de procurer des ressources à un grand nombre de personnes plus ou moins démunies. Par quoi ils sont, en même temps qu'un instrument de justice sociale, un moyen d'amortir les fluctuations de la demande. Plutôt que leur montant, on doit mettre en question leur assiette, dont certaines modalités constituent actuellement un obstacle à l'emploi, et les usages qui en sont faits. Peut-être conviendrait-il de s'en remettre davantage à des autorités locales ou à des associations agréées du soin d'utiliser ces prélèvements à bon escient. Vouloir les réduire systématiquement serait à la fois risquer de manquer au devoir de solidarité nationale et se résigner à une paupérisation de services publics essentiels. Ceux qui financent l'amélioration des infrastructures ou la formation professionnelle bénéficient directement aux entreprises.

## Un budget et une balance des paiements adaptés aux circonstances

Dans quelle mesure est-il ou non souhaitable que l'ensemble des budgets de l'État, des collectivités locales et de la Sécurité sociale soit équilibré par des recettes courantes ? Il y a toujours un inconvénient à ce que l'État s'endette, car cela l'obligera à opérer ensuite un transfert de ressources des contribuables aux prêteurs, ce qui alourdira les prélèvements obligatoires au bénéfice, non de services publics ou d'œuvres de solidarité, mais de « rentiers ».

L'emprunt public peut néanmoins être justifié dans deux hypothèses. Si d'importantes capacités de production sont inutilisées faute d'une demande suffisante de biens, une relance de l'économie par un déficit budgétaire permettra d'accroître le produit national sans provoquer d'inflation à condition que les capacités excédentaires permettent de produire précisément les biens dont la demande se trouvera accrue. La matière imposable augmentera, ce qui mettra fin au déficit. Mais il est douteux que les choses puissent aujourd'hui se passer aussi bien en France.

L'autre hypothèse, qui est actuelle, est celle où les besoins de travaux publics et de formation des hommes sont tels que, à vouloir les financer totalement par l'impôt, on réduirait les ressources nettes des entreprises et des ménages au grand dam de l'activité et de la paix sociale. L'État, quoique beaucoup plus endetté qu'il y a dix ans, l'étant encore relativement peu en comparaison de la plupart des autres grands pays industrialisés, une marge d'emprunt demeure disponible. Et si l'endettement n'augmente pas sensiblement plus vite que la valeur nominale du PNB, il ne pèsera guère davantage sur les contribuables à l'avenir que maintenant, à condition toutefois que le taux de croissance devienne supérieur au taux d'intérêt. On ne doit pas méconnaître cependant que si la capacité de

<sup>(1)</sup> Cf. J.-M. Jeanneney, Les effets d'une monnaie européenne, *Lettre de l'OFCE* n° 53, mars 1988 et J. Le Cacheux et François Lecoq, Les contradictions du système monétaire européen, *Lettre de l'OFCE* n° 50.

<sup>(2)</sup> Cf. J.-M. Jeanneney, *Lettres de l'OFCE* n° 43, 44 et 45.

<sup>(3)</sup> Sur les justifications et les modalités d'un protectionnisme européen cf. J.-M. Jeanneney, *Pour un nouveau protectionnisme*. Ed. du Seuil, 1978.



financement des entreprises et l'épargne des ménages ne suffisent pas à couvrir à la fois les besoins de financement de l'économie et ceux de l'État, les taux d'intérêt tendront à s'élever et la balance des paiements courants sera rendue déficitaire.

Dans ce pays de développement ancien qu'est la France la balance des paiements courants devrait être légèrement excédentaire afin d'exporter des capitaux pour financer des investissements à l'étranger qui accroissent la puissance des entreprises françaises, contribuent au développement de l'économie mondiale et constituent au dehors des avoirs rentables prometteurs de ressources à venir. Mais actuellement un gros effort d'équipement étant nécessaire en France, on ne doit pas trop craindre, si besoin est, d'emprunter à l'extérieur, à condition que ce soit effectivement pour importer un supplément de biens capitaux. Encore faut-il qu'on ait de bonnes raisons d'espérer que, grâce à eux, un surplus de productions permette, après quelque temps, d'exporter plus et d'importer moins, si bien que le gain commercial obtenu égale les intérêts dus.

### Des cours de change stables et des taux d'intérêt bas

Depuis soixante-dix ans le franc a subi, plus que beaucoup d'autres monnaies, des dévaluations fréquentes et amples. Les Français s'en désolent souvent, mais nombreux sont ceux qui s'en satisfont secrètement. Certains les appellent même périodiquement de leurs vœux, contribuant ainsi à les provoquer. Leur argumentation est simple : quand le commerce extérieur se révèle trop déficitaire et que l'activité économique en souffre, il suffit de laisser baisser le cours du franc pour que les produits français retrouvent une bonne compétitivité.

Il est vrai que lorsque des circonstances extérieures ou des imprudences intérieures ont fait que le franc se trouve être grandement surévalué, il n'est d'autre remède que de le dévaluer. Mais voir en des dévaluations fréquentes un bon moyen d'accélérer la croissance est méconnaître les enchaînements pernicieux qui en résultent. L'inflation est relancée par la hausse des prix des produits importés et par les revendications salariales en résultant. En dépit de contrôles des prix ou des salaires, qui engendrent des distorsions arbitraires de revenus et souvent des troubles sociaux, elle détériore à nouveau la compétitivité. De plus la perspective de dévaluations altère l'état d'esprit des chefs d'entreprise, qui pensent pouvoir se dispenser de réduire leurs coûts et d'améliorer leurs produits, dans l'attente d'un cours de change plus favorable.

A quoi s'ajoutent des effets maléfiques sur les taux d'intérêt. Les capitaux sont enclins à fuir un pays dont la monnaie paraît vouée à se déprécier tôt ou tard ; leurs détenteurs n'acceptent de conserver des créances dans ce pays que si l'intérêt reçu est assez élevé pour compenser le risque de dépréciation du capital. La différence de taux d'intérêt dont souffre actuellement l'économie française par rapport à presque tous ses concurrents n'a pas d'autre cause que notre propension, trop connue, à dévaluer. Afin de réduire ce grave handicap, puis le faire disparaître avec le temps, une volonté affirmée d'éviter toute nouvelle dépréciation du franc, et qui soit rendue crédible grâce à une maîtrise des coûts de production, serait nécessaire.

Il n'est pas sûr néanmoins qu'on parvienne à égaliser les taux d'intérêt dans le cadre actuel du Système monétaire européen, en raison de l'état déplorable des relations financières et monétaires mondiales. La balance des paiements courants des États-Unis étant devenue fortement déficitaire, le cours du dollar, bien qu'aucune disparité internationale de prix ne justifie sa dépréciation, n'est préservé d'une accentuation de sa baisse que par un flux de capitaux, principalement japonais, venant se placer aux États-Unis. Il demeure néanmoins la principale monnaie de règlement et de réserve dans le monde, mais non sans que, de temps à autre, des capitaux flottants inquiets aillent chercher refuge en mark ou en yen, ce qui tend à faire monter ces monnaies. Pour que le franc, accroché au mark par le SME, suive le mouvement, une hausse des taux d'intérêt en France, bien que nocive, est alors nécessaire. Il n'en faut pas conclure à une sortie du franc du SME, qui le jetterait dans une aventure inévitablement inflationniste. Seule l'institu-

tion d'une monnaie commune fusionnant le franc avec le mark et d'autres monnaies européennes serait propre à résoudre le problème. Car c'est alors sur l'ECU, non plus simple unité de compte mais devenue une vraie monnaie, ayant pouvoir libératoire, que se porteraient les capitaux fuyant le dollar. Si, comme il devrait, une baisse des taux d'intérêt des prêts libellés en ECU en résultait, elle bénéficierait uniformément à tous les pays ayant adopté cette monnaie européenne<sup>(1)</sup>.

### Une confiance en une croissance plus rapide

A considérer la rapidité des découvertes techniques en cours, les progrès de productivité potentiels et les économies de matières premières qui en résultent, on a tout lieu de penser que le monde en général et les pays riches en particulier disposent des moyens matériels d'accélérer leurs croissances. Ils devraient pouvoir rejoindre et même dépasser celles observées en Europe occidentale et au Japon pendant vingt-cinq ans après la seconde guerre mondiale, qui furent de 4 à 9 % l'an selon les pays. C'est la seule voie qui permettrait de ramener le chômage à des taux d'environ 3 % de la population active, comme en ce temps-là. Quelques pénuries de matières premières et de main-d'œuvre qualifiée apparaîtraient, mais auxquelles on pourrait remédier en recourant à des substituts pour les unes, à des actions de formation accélérée pour les autres.

Cela impliquerait que tous les acteurs de la vie économique acceptent de s'adapter vite aux nombreux changements d'activité et de conditions de vie que tout développement rapide comporte. C'est affaire d'explications données et répétées, de concertations jamais abandonnées, de perspectives encourageantes tracées au sein des entreprises et d'organismes locaux, régionaux et nationaux. Il faudrait aussi que soient levés nombre d'obstacles réglementaires et fiscaux à la mobilité des facteurs de production.

A supposer cela fait, on ne peut se remettre du soin de résoudre les problèmes que pose la bonne marche de l'économie au seul jeu des marchés, quand bien même la liberté de leur fonctionnement est le moyen que se réalisent, d'instant en instant et à longeur d'année, la multitude d'adaptations des prix et des quantités sans lesquelles toute croissance s'enraye. L'État se doit de veiller à ce que les adaptations spontanées demeurent compatibles entre elles et avec l'intérêt général. Tâche de tous les jours, difficile, qui demande beaucoup de compétence et d'indépendance.

Non moins nécessaire est une vision d'ensemble, à long terme, des raisons d'être et des exigences de la croissance souhaitée. Elle ne peut être élaborée convenablement que par la confrontation d'idées, d'analyses prospectives et de propositions émanant de personnalités très diverses et rendues accessibles et intelligibles au plus grand nombre possible de citoyens. Mais pour que cette vision puisse reconforter les esprits, mobiliser les volontés et orienter les actions, elle doit être cautionnée par l'État. C'est à ses dirigeants qu'il incombe de s'engager à rendre ce projet de société possible, en sachant que face aux vents contraires, la durée et l'obstination sont les conditions du succès.

Tout cela ne pourra s'accomplir de la meilleure façon dans le cadre d'une France peuplée seulement de cinquante-cinq millions d'habitants dont l'économie est ouverte à tous vents. Certes beaucoup dépend de ce que nous saurons y faire<sup>(2)</sup>. Mais il est clair que l'efficacité de la plupart des actions à mener sera plus grande si elle s'inscrit dans une politique économique européenne, à la détermination de laquelle la France ait sa juste part<sup>(3)</sup>. L'Europe des douze offre des ressources en hommes, en savoirs et en capitaux qui, si elles se fructifiaient mutuellement, à l'abri d'une protection douanière modérée, en feraient l'égale en puissance des États-Unis. Et si l'Europe, ainsi confortée, s'accordait avec les États-Unis et le Japon pour conduire ensemble une politique cohérente de développement mondial, que de bienfaits en résulteraient !

Jean-Marcel JEANNENEY

# UN PLAN POUR LE DÉSENETTEMENT DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

*La crise de la dette des pays en développement (PED) entre dans sa septième année. Entre l'exigence de remboursement des créanciers et l'aspiration au moratoire des populations, épuisées par une décennie d'austérité, un immense vide s'est créé, que les responsables des parties concernées n'ont su combler, se contentant de reporter sur les générations futures la responsabilité de trancher ce nœud qui étrangle un quart de l'humanité.*

*Ce texte définit les contours de l'impasse actuelle pour mieux cerner tout d'abord les obstacles réels à un désendettement rapide et généralisé, indiquer ensuite une voie possible et crédible pour les surmonter. Son titre peut paraître ambitieux. Mais devant l'urgence l'ambition est nécessaire : elle n'est que l'autre face de la volonté. Et si l'on n'a pas la naïveté de croire que les réponses à ce problème puissent être autres que politiques, au moins est-il souhaitable de préciser ce qu'il est possible de faire, à quel coût et pour quels bénéfices.*

*A force de vouloir expliquer le passé, les économistes ont trop souvent renoncé à préparer l'avenir. A force de considérer la sphère des décisions comme relevant d'une autre discipline, ils ont trop souvent renoncé à éclairer le champ des possibles. A force d'affirmer, par prétention scientifique, leur extériorité par rapport à leur objet d'étude, ils ont trop souvent renoncé à toute prise sur le réel. Il n'est que temps de prendre nos responsabilités.*

Six ans après le déclenchement de la crise mexicaine, en août 1982, le fardeau de la dette extérieure continue d'entraver la croissance économique et d'hypothéquer le développement de la plupart des nations du Tiers Monde. Provoquant des déséquilibres sociaux intolérables dans les pays débiteurs, cette situation est aussi préjudiciable aux pays industrialisés et continue de fragiliser le système financier international. Le manque à gagner en termes d'emplois qui résulte pour les pays du Nord de la contraction des débouchés au Sud est évident<sup>(1)</sup>. Quant aux répercussions financières, économiques et politiques d'un moratoire déclaré unilatéralement et conjointement par les grandes nations débitrices du Tiers Monde, elles sont tout simplement incalculables.

## La gestion de la crise de la dette a été jusqu'ici passive

Au cours des six dernières années la communauté financière internationale et les gouvernements des pays du Nord comme du Sud ne sont pas restés inactifs. Ils ont su faire face aux problèmes de liquidité les plus urgents en 1982-1983 et rééchelonner les dettes sur des périodes longues à partir de 1984. Un pas supplémentaire était franchi en octobre 1985, les pays créanciers reconnaissant, par la voie du secrétaire d'État américain au Trésor, James Baker, le caractère néfaste des politiques d'ajustement récessif et la nécessité d'un retour à la croissance des pays débiteurs pour viabiliser à court terme et crédibiliser à long terme le remboursement de la dette. Les banques commerciales étaient dès lors invitées à accorder de nouveaux crédits — 20 milliards de dollars en trois ans — pour soutenir la reprise de l'activité dans les pays débiteurs. Ces orientations et aménagements ne touchaient pas cependant au cœur du problème qui concerne à la fois :

— la charge exorbitante des intérêts intégralement supportée par les pays débiteurs au prix d'une aggravation sans précédent de leurs déséquilibres internes : endettement intérieur du secteur public, accélération de l'inflation, régression de l'investissement productif, désindustrialisation de certains pays et paupérisation absolue de larges couches des populations concernées ;

— la réduction des stocks de dettes extérieures : l'encours de la dette à long terme vis-à-vis du secteur bancaire, non affecté par la restructuration des échéanciers d'amortissement du principal, a été multiplié par deux entre 1981 et 1987 en dollars courants<sup>(2)</sup> sous l'effet des refinancements contraints d'une partie des charges d'intérêt, de l'octroi de nouveaux crédits, à un rythme ralenti il est vrai, et des fluctuations des taux de change.

L'échec du plan Baker, manifeste en 1986 et 1987, est largement imputable aux réticences des banques — fort compréhensibles au demeurant — à accroître leurs créances sur des pays dont la solvabilité paraît compromise. Sur le fond ce plan proposait de réduire les transferts négatifs<sup>(3)</sup> de ressources supportés par les pays débiteurs en augmentant les encours de dette plutôt qu'en diminuant la charge du service de la dette. Il témoignait ainsi d'une confiance sans doute excessive dans l'amélioration de l'environnement international et dans le redressement de la capacité d'exportation des pays les plus endettés. La situation se compliqua encore un peu plus en

1986 avec l'effondrement du prix du pétrole qui accroissait considérablement les besoins de financement de certains pays exportateurs de pétrole — Mexique, Nigeria, Égypte, etc. — tandis que les programmes de stabilisation hétérodoxe mis en œuvre en Argentine et au Brésil — plan Austral, plan Cruzado — butaient sur la contrainte extérieure<sup>(4)</sup>.

## La solution des créanciers : la conversion en actions

Confrontées au durcissement des positions des pays débiteurs, qui culminait en février 1987 avec la déclaration par le Brésil d'un moratoire partiel sur les intérêts de sa dette extérieure à long terme, les banques commerciales décidèrent d'accroître leur politique de désengagement financier des pays à risque. Jusqu'ici elles se contentaient de limiter l'octroi de nouveaux crédits et de refinancer le principal échu chaque fois que cela était nécessaire. Désormais elles cherchent à se débarrasser de leurs créances douteuses en les cédant sur le marché secondaire à un prix très inférieur à leur valeur faciale. La décote observée sur ce marché se forme en fonction de l'offre et de la demande de créances sur les pays débiteurs. L'offre est elle-même limitée par le niveau des provisions effectuées par les banques sur les créances qu'elles n'espèrent plus recouvrer<sup>(5)</sup>. L'offre est également réduite par l'importance de la décote qui résulte de la faiblesse de la demande de créances. Celle-ci peut provenir d'autres banques, soucieuses de réaménager leur portefeuille de créances douteuses, ce qui suppose que leur appréciation du risque-pays n'est pas la même que celle des banques qui cèdent les créances. Elle peut aussi émaner d'investisseurs intéressés par l'acquisition à un prix dévalué d'un droit d'investissement dans les pays débiteurs. Dans ce dernier cas l'agent investisseur, une firme multinationale par exemple, acquiert, à un prix de 40 si la décote est de 60 %, un droit d'investissement de 100 (valeur faciale de la

<sup>(1)</sup> A titre d'illustration les marchés d'importations de produits manufacturés de l'ensemble des pays en développement ont régressé en volume de 1 % par an entre 1980 et 1987 tandis qu'ils progressaient de 10 % par an entre 1972 et 1979.

<sup>(2)</sup> La dette à long terme est la dette à plus d'un an. Au cours de la même période l'encours de la dette totale, c'est-à-dire y compris la dette à court terme et la dette auprès des organismes internationaux et des gouvernements étrangers, est passé de 750 à 1 200 milliards dollars, cf. Banque Mondiale, World Debt Tables.

<sup>(3)</sup> Les transferts nets de ressources sont définis par la différence entre le flux net de financements reçus de l'extérieur et les intérêts versés sur la dette extérieure. Dans les années soixante et soixante-dix, ces transferts étaient positifs pour les PED, ce qui correspond à une situation normale, ces pays ayant besoin de ressources extérieures pour financer un volume croissant d'investissements en dépit d'une épargne nationale limitée. Ces transferts sont devenus négatifs pour les 17 pays les plus endettés en 1983 et dépassaient 3 % de leur PNB en 1986. Cf. Banque Mondiale, World Debt Tables.

<sup>(4)</sup> Pour une analyse des causes de l'échec du plan Cruzado, voir Jacques Adda, Brésil, la quadrature du cercle, *Revue de l'OFCE*, n° 21, octobre 1987, et Brésil, de l'inflation intertelle à l'hyperinflation, *Problèmes d'Amérique latine*, n° 87, 1<sup>er</sup> trimestre 1988.

<sup>(5)</sup> L'offre se limite ainsi elle-même : plus les banques provisionnent, plus elles peuvent céder de créances sur le marché. L'élasticité-prix de la demande étant réduite, la décote s'accroît ainsi rapidement, incitant les banques à constituer de nouvelles provisions pour tenir compte de la valeur réelle des créances. Le seul moyen pour elles de freiner ce processus est de réduire volontairement leur offre de créances.



## 1. Décote des créances bancaires sur le marché secondaire

En pourcentage de la valeur faciale des créances

	Juin 1986	Juin 1987	Septembre 1987
Côte-d'Ivoire	26	38	40
Chili	34	31	42
Philippines	41	31	41
Venezuela	24	30	47
Mexique	40	44	53
Brésil	25	39	61
Argentine	36	53	63
Équateur	36	51	67
Nigeria	45	71	75
Bolivie	94	91	91

Source : Banque Mondiale, World Debt Tables, vol. 1, 1987-1988

créance) qu'il pourra échanger contre de la monnaie locale auprès de la banque centrale du pays débiteur moyennant destruction de la créance.

Ce marché, encore embryonnaire en 1985, s'est développé en 1986 avec la montée en régime du programme chilien de conversion de dettes en actions. Il a connu un essor important en 1987 à la suite du moratoire brésilien et de la réaction des grandes banques américaines qui ont massivement accru leurs provisions pour créances douteuses au printemps 1987. Le volume des transactions sur le marché secondaire a ainsi atteint 12 à 15 milliards de dollars en 1987, soit le double du niveau de 1986<sup>(6)</sup>. Cependant seule une fraction de ces transactions aboutit à des annulations définitives de créances, le reste correspondant à des échanges entre banques. On estime ainsi qu'en trois ans la conversion effective de dettes en actions a atteint pour l'ensemble des PED 10 milliards de dollars, le Chili et le Mexique étant les pays actifs dans ce domaine<sup>(7)</sup>.

Par rapport aux modes antérieurs de gestion de la crise de la dette la technique de la conversion de dettes en actions présente des avantages certains. Elle a la faveur des banques, stimule l'investissement étranger dans les pays débiteurs et autorise un désendettement effectif qui réduit directement le service de la dette. Elle comporte toutefois des limites et des inconvénients importants. Elle ne peut d'abord porter que sur des montants limités : 2, 3, 4 milliards de dollars par an, c'est peu au regard des quelque 500 milliards de dollars de dettes à long terme des PED vis-à-vis des seules banques commerciales. Même si d'autres débiteurs adoptent des programmes similaires de conversion les opportunités de rachat d'entreprises ou de prises de participation dans les PED ne permettront d'absorber qu'une petite partie de cette masse volumineuse de dettes<sup>(8)</sup>. De nombreux pays débiteurs sont en outre réticents par rapport à une pratique qui n'autorise leur désendettement qu'au prix du bradage du patrimoine productif national qu'ils ont eu tant de mal à constituer au cours des décennies précédentes. Ils acceptent difficilement que la décote, qui permet de mesurer sur le marché secondaire la valeur réelle des dettes, profite aux investisseurs étrangers au lieu de servir de base pour une réévaluation de leurs dettes.

### La solution des débiteurs : la conversion en obligations

Face à la solution des banques les principaux pays débiteurs n'ont pas tardé à développer leur propre conception d'un processus de désendettement qui, par opposition aux conversions de dettes en actions, pourrait s'appliquer sur une large échelle. L'idée, exprimée la première fois en septembre 1987 par l'ancien ministre brésilien des finances, Luiz Bresser-Pereira, consiste à convertir la dette en obligations à taux fixe, émises à une valeur proche de celle à laquelle s'échangent les créances bancaires sur le marché secondaire. L'objectif explicite est la captation par les pays endettés de la décote établie par le marché. L'argumentation sur ce point est puissante : en provisionnant à hauteur de 25 % en moyenne leurs créances sur les PED, les banques — qui ont, pour ce faire, dû amputer leurs profits — ont reconnu le caractère fictif de l'inscription dans

## 2. Provisions effectuées par les banques sur les créances sur l'Amérique latine

	Provisions		En cours de créances sur l'Amérique latine en Mds \$	Valeur des provisions en 1987 en Mds \$
	1984	1987		
États-Unis	5 %	20-25 %	76	15-19
Japon	5 %	5 %	30	1,5
Royaume-Uni	5 %	25 %	29	7
France	20 %	40 %	21	8,5
RFA	30 %	50 %	18	9
Canada	5 %	40 %	17	7
Suisse	20 %	40 %	7	3

Source : Financial Times du 22 janvier 1988

leurs bilans des créances à leur valeur faciale. Pourquoi ne pas dès lors ajuster la charge de la dette des pays débiteurs à la valeur réelle des créances ? En d'autres termes pourquoi les pays débiteurs devraient-ils continuer à payer l'intégralité des intérêts sur des titres que les banques évaluent à une fraction de leur valeur faciale et dont elles s'accordent à penser qu'ils ne seront jamais remboursés ?

La proposition brésilienne prévoyait une conversion obligatoire d'une partie de la dette du Brésil en obligations. Elle a été rejetée par les banques qui n'acceptent de négocier que sur une base volontaire. L'idée a pourtant été reprise à l'occasion du montage financier élaboré par le gouvernement mexicain avec l'appui de la Banque Morgan au début de 1988. Le principe du montage diffère de l'offre brésilienne en ce que les banques définissent elles-mêmes le volume des créances qu'elles acceptent de convertir en obligations et le taux de cette conversion, c'est-à-dire la décote qu'elles consentent sur les créances converties. Deux autres concessions de taille sont faites aux banques : le taux d'intérêt versé sur les obligations est le taux du marché, soit 9 % environ au moment où l'opération fut réalisée ; les titres émis par le gouvernement mexicain présentent la garantie du Trésor américain, ce qui signifie que le Mexique souscrit des bons du Trésor américain à coupon zéro à hauteur de l'offre de souscription d'obligations mexicaines par les banques. Le coût de l'opération pour le Mexique correspond à l'achat des bons du Trésor américain qu'il finance en tirant sur ses réserves de change. Les intérêts n'étant perçus qu'à la date d'échéance des bons, soit vingt ans plus tard, l'émission de 10 milliards de dollars d'obligations mexicaines garanties supposait une mise de fonds initiale du Mexique de 1,9 milliard.

Dans la pratique, une centaine seulement des six cents banques créancières du Mexique ont proposé de convertir 3,7 milliards de dollars de créances en 2,6 milliards de dollars d'obligations avec une décote moyenne de 30 %. Le résultat fut donc très décevant pour le Mexique qui a dû déboursier 500 millions de dollars pour acquérir la contre-valeur en bons du Trésor américain, réalisant ainsi en vingt ans une économie de 2,6 milliards sur les versements d'intérêts et de 1,1 milliard sur l'amortissement du capital, soit respectivement 130 et 55 millions de dollars par an.

L'échec relatif de cette opération résulte de ses caractéristiques propres : la conversion s'effectuant sur une base volontaire et anonyme, les banques sont incitées à limiter la décote qu'elles

<sup>(6)</sup> Cf. *Financial Times* du 2 décembre 1987.

<sup>(7)</sup> Cf. *Conjoncture*, Bulletin mensuel de la Banque Paribas, décembre 1987.

<sup>(8)</sup> A titre d'exemple la valeur de l'ensemble des actifs productifs du secteur privé chilien s'élève à 10 à 12 milliards de dollars, à comparer aux 15 milliards de dollars de dette extérieure à long terme du Chili auprès du seul secteur bancaire ; cf. F. Garces, *Comentarios sobre conversiones de deuda externa en Chile*, Boletín Mensual del Banco central de Chile, Santiago, avril 1987, cité par R. Ffrench Davis, *Conversiones de pagares de la deuda externa de Chile*, CIEPLAN, décembre 1987, à paraître dans *Problèmes d'Amérique Latine*.

offrent par rapport à celle établie par le marché. A la différence d'une cession de créances sur le marché secondaire, la conversion en obligations maintient les banques dans une position créditrice vis-à-vis des PED. Elles ont donc tout intérêt à limiter les pertes et à exiger le maximum de garanties. La solution proposée par la Banque Morgan est certes rassurante pour les banquiers mais la garantie américaine ne porte que sur le principal, non sur le paiement des intérêts. Cette garantie a en outre un prix qui limite l'ampleur des conversions possibles et que ne peuvent acquitter la plupart des pays débiteurs dont les réserves de change sont souvent réduites.

### Sortir de l'impasse

Ce rappel des modes de gestion financière de la crise de la dette et des solutions apparues pour amorcer un processus de désendettement était nécessaire pour cerner les contours de la situation actuelle et identifier les obstacles à un traitement global du problème.

D'un côté l'impasse semble totale : l'interruption depuis maintenant près de quatre ans des financements extérieurs nets maintient les pays débiteurs dans l'obligation de dégager des excédents massifs de balance commerciale pour assurer le paiement des intérêts de leur dette. Ces excédents sont obtenus pour une large part grâce à des restrictions quantitatives aux importations qui limitent les débouchés pour les pays du Nord et/ou par des subventions aux exportations ou des dévaluations compétitives qui exacerbent la concurrence sur les marchés des pays industrialisés. Les solutions proposées par les banques et par les pays débiteurs sont soit refusées par l'une des parties, soit de portée extrêmement limitée. Plus que jamais le face-à-face entre créanciers et débiteurs paraît stérile et donc dangereux car pouvant déboucher sur une radicalisation des PED.

Et pourtant les possibilités d'apporter une solution sérieuse au problème par une résorption rapide des stocks de dettes n'ont jamais été aussi grandes. Deux points sont ici essentiels : l'ampleur des provisions déjà constituées par les banques, qui dépassaient 70 milliards de dollars à la fin de 1987 ; le formidable levier de désendettement offert par le niveau des décotes sur le marché secondaire.

Comment utiliser ce levier ? Cette question peut être scindée en deux. Comment faire en sorte que la décote consentie par les banques bénéficie aux pays débiteurs et non à des agents privés attirés par des opportunités de gain facile ? Comment susciter le développement du marché secondaire, autrement dit comment stimuler la demande de créances de façon à ce que l'offre de créances ne soit pas découragée par le niveau excessivement élevé des décotes ?

*Ces questions n'admettent qu'une réponse : l'intervention sur le marché d'un tiers, d'un organisme international officiel, dont l'action consisterait à racheter au prix du marché les créances offertes par les banques et à les convertir en obligations à leur valeur d'acquisition.*

Supposons que le FMI soit le tiers en question et qu'il dispose de ressources spécifiques à cette fin. Appelons Fonds d'investissement et de placement (FIP) l'agence spécialisée du FMI qui intervient sur le marché secondaire des créances et admettons qu'elle soit dotée la première année de 10 milliards de dollars. Nous examinerons plus loin les modalités possibles de son financement. Le mécanisme est le suivant : le FIP se porte acquéreur sur le marché des créances offertes par les banques à hauteur du capital dont il dispose. Si la décote moyenne sur le marché est de 60 %, le FIP peut ainsi racheter au prix de 10 milliards des créances dont la valeur faciale s'élève à 25 milliards. Les titres ainsi acquis sont convertis en obligations à leur valeur d'achat portant un taux d'intérêt fixe. Bilan de l'opération : l'endettement des pays dont les dettes ont été rachetées a diminué de 15 milliards de dollars ; le FIP a investi 10 milliards et il dispose d'un portefeuille de titres d'une valeur de 10 milliards. Il n'y a pas ici d'argent placé à fonds perdus : il y a simplement prise en charge du risque de non-remboursement des dettes par un organisme international, risque fortement réduit par la dévalorisation des dettes devenue effective grâce à l'intervention du FIP.

Plusieurs remarques doivent être faites à ce stade :

1° *Quelles créances le FIP doit-il racheter ?* La question est délicate puisqu'elle conduit à choisir, parmi les pays débiteurs, ceux qui vont les premiers bénéficier de la dévalorisation des dettes. Il faut ici une règle de gestion claire qui permette à la fois de maximiser l'efficacité des interventions du FIP tout en favorisant les pays qui sont dans la situation la plus critique. La réponse est simple. Cette règle est fournie par le marché lui-même : elle consiste à acheter de façon prioritaire les créances qui présentent la plus forte décote. La portée de l'action du FIP est ainsi amplifiée au maximum : si le FIP achète d'abord les créances dont la décote atteint 90 %, puis celles dont la décote atteint 80 % et ainsi de suite, de sorte que son portefeuille de créances soit acquis à 20 % de sa valeur faciale en moyenne, le volume de ses interventions portera sur 50 milliards de créances et le désendettement correspondant des pays concernés sera de 40 milliards.

2° *L'action du FIP ne va-t-elle pas épuiser rapidement l'offre existante de créances au point de provoquer une remontée rapide de leurs cours sur le marché secondaire, autrement dit une réduction des décotes ?* On peut, sans grand risque de se tromper, répondre par la négative à cette question. L'offre de créances sur le marché secondaire a été jusqu'ici très inférieure à ce qu'autorise le niveau des provisions déjà constituées par les banques<sup>(9)</sup>. Elle était découragée par la faiblesse même de la demande. L'intervention du FIP, précisément parce qu'elle aura pour effet, dans un premier temps, de soutenir les cours de certaines créances, incitera les banques à se débarrasser d'un volume croissant de créances, ce qui maintiendra les cours à un niveau relativement bas. A plus long terme, disons à horizon de cinq ans si le rythme des achats du FIP est maintenu autour de 10 milliards par an, les cours des créances remonteront assurément. Mais cela signifiera que la perception du risque par les banques aura considérablement évolué, autrement dit que le désendettement effectif aura permis une amélioration sensible de la situation des pays débiteurs. Les interventions du FIP pourront alors être ralenties.

3° *Pourquoi transformer les créances en obligations à taux fixes ?* La réponse est ici dictée par l'expérience historique récente : l'endettement à taux d'intérêt variables auprès des banques privées s'est développé de façon spectaculaire dans les années soixante-dix à une époque où les taux d'intérêt réels étaient, quelle que soit la façon dont on les calcule, extrêmement bas, voire négatifs<sup>(10)</sup>. Ces taux ont atteint des niveaux extraordinairement élevés dans les années quatre-vingt, la montée des taux d'intérêt nominaux provoquée par le durcissement de la politique monétaire américaine à partir de 1979 se conjuguant à l'effondrement des cours des produits de base sur les marchés internationaux. Cette conjonction d'éléments défavorables, difficilement prévisibles et parfaitement indépendants de la volonté des pays débiteurs, est pour une bonne part à l'origine du déclenchement de la crise de la dette. Il convient d'éviter qu'elle ne se reproduise.

4° *A quel niveau fixer le taux d'intérêt des nouveaux titres ?* Un taux d'intérêt inférieur au taux actuel du marché est envisageable. Un taux de 5 % par exemple se traduirait pour le FIP par un coût d'opportunité de 400 millions de dollars par an pour un portefeuille de 10 milliards, ce qui n'est pas considérable si l'on rapporte ce chiffre au montant de l'aide publique au développement global des pays de l'OCDE, qui approche actuellement 40 milliards de dollars. On peut toutefois considérer que si les pays industrialisés étaient disposés à accroître ainsi le volume de leur aide publique de 1 %, ces ressources supplémentaires devraient être prioritairement consacrées aux pays les plus pauvres de la planète, qui sont précisément ceux dont la dette vis-à-vis du système bancaire privé est la plus limitée. Nous reviendrons sur le cas de ces pays plus loin. En ce qui concerne les dettes rachetées par le FIP au secteur bancaire la solution la plus simple est de les transformer en obligations au taux du marché au moment où la conversion est effectuée. Le coût de l'opération pour le FIP est ainsi nul, la constitution d'un portefeuille de créances sur les PED ne comportant pas de coût d'opportunité par rapport à l'achat de bons du Trésor américain. Le risque de perte en capital — en dehors du risque de non-remboursement, fortement réduit,



on l'a vu - n'existe pas, la valeur des titres restant fixe. Le risque de change subsiste mais il est équivalent à celui qui résulterait de tout autre placement en dollars.

5° *Quel serait le gain pour les pays dont les dettes seraient ainsi réduites ?* L'économie sur les intérêts versés par ces pays varie en fonction directe de la décote des créances acquises par le FIP. Le taux d'intérêt effectivement supporté par ces pays actuellement est en effet de l'ordre de 9 %, soit 7,5 % de taux d'intérêt sur le marché de l'eurodollar à six mois de Londres auxquels s'ajoutent commissions bancaires et marges de risque de 1,5 point en moyenne. Pour une décote de 80 % - cas sans doute le plus favorable - l'économie sur les seuls intérêts versés s'élève à 3,6 milliards de dollars environ la première année. Si la décote est de 70 % l'économie dépasse légèrement 2 milliards. Rappelons que les intérêts versés par l'ensemble des débiteurs du Tiers Monde sur la dette bancaire à long terme s'élevait en 1987 à 33 milliards de dollars dont 20 pour les quinze pays retenus par le plan Baker<sup>(11)</sup>. A ces économies sur les intérêts payés s'ajoute la réduction des charges d'amortissement du principal. Pour un rythme d'amortissement moyen de 10 % l'an, l'économie sur le principal remboursé s'élève à 4 milliards de dollars dans le cas d'une décote de 80 %, à 2,3 milliards par an si la décote est de 70 %, etc.

6° *Reste la question du financement du FIP : où trouver 10 milliards de dollars pour commencer ? Comment ensuite faire en sorte que les ressources de ce fonds soient régulièrement reconstituées ?*

Fixons d'abord l'objectif : avec un apport de 10 milliards de dollars, renouvelé chaque année, le levier de désendettement exposé ci-dessus autoriserait, pour une décote moyenne des créances de l'ordre des deux tiers, un désendettement vis-à-vis du secteur bancaire de 100 milliards de dollars en cinq ans et une réduction cumulée du service de la dette, par rapport à ce qui aurait normalement dû être payé, d'une soixantaine de milliards. Avec une décote moyenne de 75 %, le désendettement en cinq ans atteindrait 150 milliards et la réduction cumulée du service de la dette 85 milliards.

Où trouver ces 10 milliards ? Le point essentiel ici est qu'il s'agit de placements, portant intérêt, et non d'aide. La question est donc : quels agents économiques dans le monde aujourd'hui pourraient placer des ressources excédentaires dans un organisme de ce type ? L'état actuel des relations économiques et financières internationales permet d'entrevoir facilement la réponse : au déséquilibre financier Nord-Sud s'est ajouté depuis le début de la décennie un déséquilibre financier Nord-Nord, tout aussi difficile à gérer et inquiétant pour l'avenir. Les excédents commerciaux et courants accumulés par le Japon et la RFA notamment sont considérables. Les réserves de change de ces pays ne cessent de s'accroître sous l'effet de leurs efforts en vue de stabiliser le dollar ou tout au moins de freiner sa chute. Ces excédents ont été jusqu'ici recyclés - faute d'alternative attrayante - vers les États-Unis où ils sont placés sous forme de bons du Trésor, ce qui permet à ce pays de maintenir

un niveau de dépense supérieur à ce que nécessiterait une résorption plus rapide de son déficit extérieur.

En 1987 les excédents courants du Japon et de la RFA ont atteint respectivement 87 et 44 milliards de dollars. Au cours des trois dernières années, le cumul des excédents de ces deux pays s'est élevé à 320 milliards de dollars. *Il suffirait pour que le FIP soit convenablement alimenté chaque année de fixer la règle suivante* : toute banque centrale d'un pays dont la balance courante est excédentaire est tenue de placer l'équivalent en dollars de 5 % de son excédent courant au FIP. Toute banque centrale désireuse par ailleurs de placer une partie de ses réserves au FIP serait naturellement libre de le faire. L'application de cette règle en 1988, au vu des soldes courants des seuls pays de l'OCDE et des quatre NPI asiatiques pour l'année 1987, aurait permis de mobiliser 9 milliards de dollars environ.

Le coût d'opportunité pour les pays excédentaires est nul. La contribution de ce dispositif à la résorption des déséquilibres financiers internationaux est double : en restreignant, de façon très limitée, le recyclage de leurs surplus vers les États-Unis, les pays excédentaires exercent une pression discrète sur l'économie américaine pour une réduction de sa demande intérieure ; en réduisant de façon considérable le service de la dette des PED, ce dispositif rend possible la nécessaire reprise de l'investissement, et donc des importations, de ces pays, ce qui stimule l'activité internationale, en particulier les exportations des États-Unis vers l'Amérique latine.

Au total, une simple diversification du portefeuille d'obligations des banques centrales des pays excédentaires permettrait, sans pertes, de réduire en cinq ans l'encours de la dette à long terme des PED vis-à-vis des banques commerciales dans une proportion allant d'un tiers à la moitié. La réduction correspondante du service de la dette, à supposer qu'elle bénéficie en priorité aux pays les plus endettés - disons, pour simplifier, ceux retenus par le Plan Baker - permettrait de doubler en cinq ans la capacité d'importation de ces pays. La crise de la dette pourrait ainsi être réglée à un horizon qui n'est pas si lointain puisque c'est celui du grand marché européen.

### Un traitement de faveur pour les PMA

Un tel plan comporte un défaut majeur : celui de concerner principalement les pays qui ont eu le plus accès aux marchés privés de capitaux après 1970. Une action internationale d'envergure en faveur du désendettement doit impérativement comporter un volet consacré aux pays les moins avancés (PMA). La dette de ces pays est certes moins inquiétante pour les banques. Elle est tout aussi asphyxiante pour les pays en question compte tenu de la faiblesse de leurs ressources. Cette dette est d'une tout autre nature. Elle atteignait, pour les pays d'Afrique sub-saharienne à faible revenu, 55 milliards de dollars en 1986 selon la Banque Mondiale<sup>(12)</sup>, soit quatre ans d'exportations de biens et services, autant que pour l'Amérique latine. Elle est composée pour les trois quarts de dettes à long terme envers des créanciers officiels, organismes multilatéraux et gouvernements étrangers. Les conditions de cette dette sont celles d'une aide publique : taux d'intérêt moyen de 2 %, terme moyen de 35 ans. Depuis plusieurs années ces pays n'acquittent plus qu'une fraction, la moitié environ en 1986, du service de leurs dettes. L'annulation pure et simple de celles-ci priverait les créanciers officiels de ces pays d'un flux de remboursement annuel effectivement assuré de l'ordre de 2 milliards de dollars par an. Cela représente 5 % de l'aide publique totale de l'OCDE, soit 17 fois moins que l'augmentation de l'aide à laquelle devraient procéder les pays industrialisés s'ils décidaient de respecter l'engagement international pris en 1970 de porter l'aide publique au développement à 0,70 % de leur PNB, au lieu de 0,36 % actuellement. Pour les pays bénéficiaires cette mesure constituerait un allègement équivalent à près du quart de leurs exportations de marchandises si l'on raisonne par rapport à ce qu'ils paient effectivement, un tiers si l'on raisonne par rapport à ce que les échéanciers financiers prévoient qu'ils paient. Proposée par beaucoup, déjà appliquée par certains pays (Canada), elle témoignerait de l'intérêt réel que portent, au-delà des discours, les pays industrialisés au développement des plus pauvres. Elle correspond à leur intérêt bien compris.

Jacques ADDA

<sup>(9)</sup> Le taux de provisionnement moyen des créances détenues par les banques sur les PED s'élève à 25 %. L'encours des créances bancaires sur l'ensemble des PED dépasse 500 milliards de dollars dont la moitié environ sur les pays d'Amérique latine.

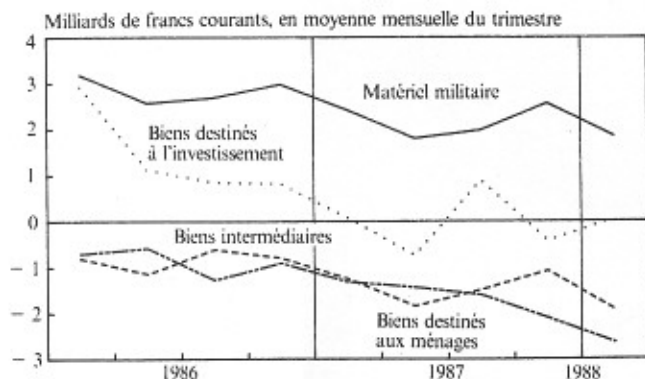
<sup>(10)</sup> La façon la plus correcte d'estimer ces taux réels pour les PED consiste à déduire des taux d'intérêt nominaux le taux d'accroissement de leurs prix à l'exportation. Les valeurs unitaires en dollars des exportations des PED non exportateurs de pétrole augmentaient de 10 % par an en moyenne entre 1969 et 1978. Elles ont baissé de 3 % par an en moyenne entre 1981 et 1986. Le taux d'intérêt moyen sur le marché de l'eurodollar s'élevait à 7,8 % au cours de la première période. Il atteignait 11 % en moyenne au cours de la seconde période. Cf. FMI, World Economic Outlook et Statistiques financières internationales.

<sup>(11)</sup> Données extraites des World Debt Tables, publiées par la Banque Mondiale. Les 15 pays en question sont l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Chili, la Colombie, la Côte-d'Ivoire, l'Équateur, le Mexique, le Maroc, le Nigeria, le Pérou, les Philippines, l'Uruguay, le Venezuela et la Yougoslavie.

<sup>(12)</sup> Sur 36 PMA, 26 sont des pays d'Afrique sub-saharienne, un seul est d'Amérique (Haïti) et 9, dont l'Afghanistan, le Bangladesh, le Laos et les deux Yémen, sont des pays asiatiques.

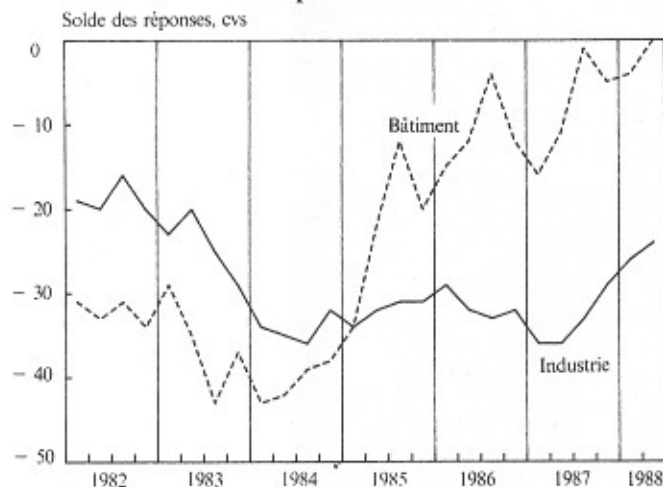
## FRANCE

### Soldes industriels (FAB/CAF)



Le solde extérieur de l'industrie a été équilibré en mars après un déficit exceptionnel de 6,5 milliards en février et de 1,4 en janvier. Le déficit s'est creusé au premier trimestre 1988 ; en moyenne mensuelle il a atteint 2,6 milliards au lieu de 1 milliard au quatrième trimestre 1987 pour l'industrie dans son ensemble, et 4,5 au lieu de 3,6 pour les matériels civils. La contre-performance qui date de la mi-1985 s'est accélérée depuis le deuxième trimestre 1986. Les biens destinés à l'investissement (biens d'équipement professionnel et véhicules utilitaires) sont principalement à l'origine de la dégradation de 1986 et du premier semestre 1987 ; depuis la mi-1987 le déficit des biens destinés aux ménages (biens d'équipement ménager, de consommation courante et automobile) s'est fortement amplifié. Le repli régulier de l'excédent des armes est allé de pair avec le creusement du déficit civil.

### Tendance prévue des effectifs



Depuis la mi-1987, les industriels qui s'attendent à réduire leurs effectifs sont de moins en moins nombreux. Ce regain d'optimisme, nourri par la conjoncture favorable des derniers mois, n'est guère corroboré par les faits : 105 000 emplois industriels ont été perdus en 1987, la dégradation s'accroissant du premier semestre (-0,9%) au second (-1,3%). Le recul a été plus marqué dans les grandes entreprises et dans le secteur des biens intermédiaires. Les entrepreneurs du bâtiment, dont les effectifs ont réellement progressé depuis deux ans (+0,8% en 1986, +0,9% en 1987), prévoient de les accroître encore. En fait l'ensemble de l'emploi salarié, qui a bénéficié du dynamisme des services (+2,2%) ainsi que de la multiplication des contrats à durée déterminée et des stages, est demeuré stable en 1987 et paraît l'être aussi actuellement.

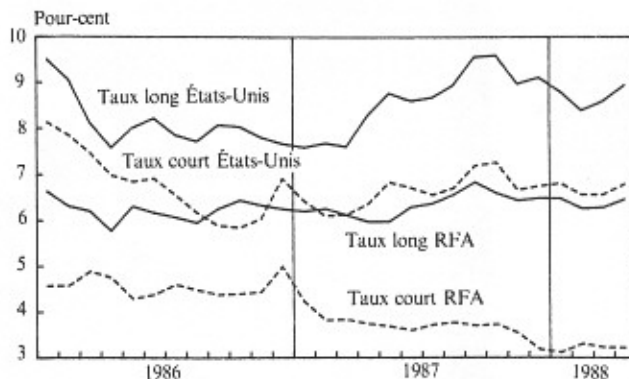
L'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) publie sous le même titre « Observations et diagnostics économiques » une Revue trimestrielle et, le quatrième mercredi du mois, une Lettre mensuelle. Les signataires s'expriment à titre personnel.

ABONNEMENTS Tarifs 1988	LETTRE 10 n <sup>os</sup> /an	REVUE 4 n <sup>os</sup> /an	REVUE ET LETTRE
Institutions, entreprises	140 F	310 F	400 F
Particuliers	70 F	200 F	240 F

Les demandes d'abonnement sont à adresser à l'OFCE avec un chèque à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications.

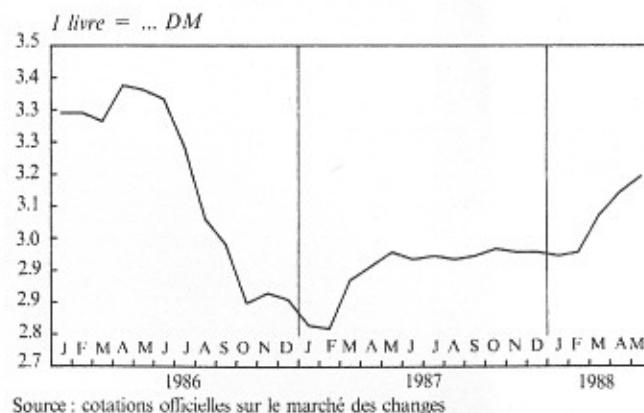
## ÉTRANGER

### Taux d'intérêt aux États-Unis et en Allemagne



Aux États-Unis le relèvement du taux de base bancaire (de 8,5% à 9% le 11 mai) confirme la tendance observée depuis plusieurs semaines et met un terme au relâchement de l'après krach boursier. Les tensions marquées sur les titres de long terme résultent en partie de la moindre participation japonaise aux adjudications massives du Trésor. Les tensions sur les taux courts, bien que moins fortes, reflètent les craintes inflationnistes. La hausse des taux américains, alors que le dollar se maintient aux alentours de 1,68 DM, s'est transmise au marché obligataire allemand. Les taux sur les emprunts publics se sont tendus en Allemagne dès avril et ont encore progressé au début de mai. Si le taux de l'argent au jour le jour reste proche de celui des prises en pension, fixé depuis novembre dernier à 3,25%, l'expansion de la masse monétaire supérieure à l'objectif laisse craindre à terme une remontée du taux d'intervention.

### Taux de change de la livre en Deutschmark



Le 16 mai la livre sterling cotait 3,19 DM, niveau le plus élevé depuis juillet 1986. L'abandon au début de mars de l'objectif de stabilisation de la parité à 3 DM a conduit à l'appréciation continue de la devise britannique. La flambée de ces derniers jours a motivé le 17 mai une troisième baisse des taux d'intérêt à 7,5% au lieu de 9% deux mois plus tôt. Cette mesure pourrait ne pas suffire à arrêter l'appréciation de la livre, car la croissance, plus soutenue au Royaume-Uni que dans les autres pays, et l'assainissement des finances publiques ont accru la confiance en la politique économique. L'écart de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne ou au Japon est encore substantiel, mais les tensions inflationnistes limiteront la baisse des taux d'intérêt. Cette hausse du cours de change britannique risque d'amplifier le déficit courant, déjà supérieur au premier trimestre (1,8 milliard de livres) à celui de l'ensemble de l'année 1987.