

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

QUARANTE-SIXIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1975 — 31 MARS 1976

BÂLE

14 JUIN 1976

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
I. Vue d'ensemble sur l'évolution économique: 1975-1976	3
De la récession à la reprise, ou l'histoire d'une réussite (p. 3); des difficultés en perspective? (p. 5); divergences de comportement (p. 6).	
II. Récession et reprise dans le monde industriel occidental	10
Fluctuations de la production industrielle de 1974 à 1976 (p. 11); persistance de la croissance en dehors de la zone de l'OCDE (p. 15); le rôle de la demande de biens de consommation, des politiques gouvernementales et de l'ajustement des stocks dans la reprise et le redressement de l'économie (p. 15); <i>réactivation des dépenses de consommation</i> (p. 16), <i>relance de la demande globale par les pouvoirs publics</i> (p. 19), <i>ajustements de stocks et commerce international</i> (p. 21); perspectives de reprise et rôle de l'investissement productif (p. 22).	
III. Inflation et politique monétaire	27
L'évolution récente de l'inflation (p. 27); facteurs à l'origine du ralentissement général de l'inflation (p. 29); <i>cours des matières premières sur les marchés internationaux</i> (p. 30), <i>salaires nominaux, coûts salariaux par unité produite et marges bénéficiaires</i> (p. 31); les priorités en matière de politique et l'interaction entre l'inflation et les taux de change (p. 33); le problème à résoudre (p. 35); le rôle de la politique monétaire (p. 37); <i>les normes monétaires et leur mise en application</i> (p. 39), <i>le contrôle de la masse monétaire</i> (p. 40).	
IV. Les marchés nationaux du crédit et des capitaux	45
L'évolution de la structure des flux financiers (p. 45); le financement des entreprises (p. 47); la situation financière des ménages (p. 49); le financement des besoins d'emprunt du secteur public (p. 51); évolution comparée des taux d'intérêt (p. 53); évolution sur les principaux marchés: <i>Etats-Unis</i> (p. 55), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 58), <i>Japon</i> (p. 59), <i>Royaume-Uni</i> (p. 60), <i>France</i> (p. 61), <i>Italie</i> (p. 62).	
V. Echanges et paiements internationaux	63
Commerce mondial (p. 64); balances des paiements (p. 68): <i>Etats-Unis</i> (p. 69), <i>Italie</i> (p. 71), <i>France</i> (p. 72), <i>Japon</i> (p. 73), <i>Royaume-Uni</i> (p. 73), <i>Suisse</i> (p. 74), <i>Allemagne</i> (p. 75), <i>Canada et Suède</i> (p. 75), <i>Belgique-Luxembourg et Pays-Bas</i> (p. 76); financement des excédents et des déficits: <i>pays développés</i> (p. 76), <i>pays exportateurs de pétrole</i> (p. 83), <i>pays en voie de développement non producteurs de pétrole</i> (p. 83).	

	Page
VI. Les marchés internationaux du crédit et des capitaux	85
Principaux facteurs ayant influencé les marchés internationaux (p. 86); marchés des euro-monnaies: les chiffres significatifs (p. 90); marchés des euro-monnaies: origine et emplois des ressources (p. 94); total des prêts bancaires internationaux (p. 96); taux d'intérêt (p. 101); les marchés des obligations internationales (p. 103).	
VII. La scène monétaire internationale	109
Evolution des taux de change (p. 109): <i>fluctuations des taux de change effectifs en 1975-76</i> (p. 109), <i>le flottement concerté des monnaies européennes</i> (p. 112), <i>le flottement des monnaies dans une perspective à plus long terme</i> (p. 114), <i>flottement et taux d'intérêt</i> (p. 118); réserves globales (p. 120); production d'or et marché de l'or (p. 124); le système monétaire international (p. 128).	
VIII. Activités de la Banque	134
Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 134); opérations du Département bancaire (p. 135): <i>passifs (composition des ressources)</i> (p. 136), <i>actifs (utilisation des ressources)</i> (p. 139); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 141); la Banque comme Tiers convenu au terme du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier (p. 143); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (p. 144); bénéfices nets et répartition (p. 145); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 146).	
Conclusion	148

* * *

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1976.

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
 <i>Récession et reprise dans le monde industriel occidental</i>	
Cycles de la production industrielle *	12
Récession et reprise de la production industrielle	14
Contribution des variations des composantes de la demande aux variations du produit national brut en volume	17
Rapport de l'épargne des ménages au revenu disponible	18
Taux moyens de chômage	23
La croissance réelle des investissements fixes, non résidentiels *	24
 <i>Inflation et politique monétaire</i>	
Prix et salaires *	28
Prix de détail	29
Cours mondiaux des matières premières: indice de l'«Economist» (calculé en dollars) *	30
Salaires dans l'industrie	31
Taux de change effectifs et prix *	35
Comparaison de l'expansion monétaire «réelle»: Deux cycles de récession et de reprise	37
Masse monétaire et prix de détail *	38
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire	41
 <i>Les marchés nationaux du crédit et des capitaux</i>	
Capacités et besoins de financement, par secteur *	46
Répartition de l'accumulation d'actifs financiers par les ménages	50
Financement du secteur public	52
Taux d'intérêt à court et à long terme *	54
Etats-Unis: Emplois et origine des ressources collectées sur les marchés financiers	56
Allemagne: Emprunts et prêts des secteurs non financiers	59
 <i>Echanges et paiements internationaux</i>	
Commerce mondial	65
Zones développées: Production industrielle, volume et termes d'échange, 1972-75 *	66
Pays industriels: Exportations vers les pays de l'OPEP et les économies à planification centralisée	67

	Page
Transactions courantes dans le monde	68
Pays développés: Balances des paiements	70
Pays développés: Positions monétaires extérieures	78
Pays exportateurs de pétrole: Répartition des excédents à investir (estimation)	83

Les marchés internationaux du crédit et des capitaux

Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques des divers pays déclarants, des Etats-Unis, de la zone des Caraïbes et de Singapour	88
Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays déclarants et de la zone des Caraïbes	89
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes déclarantes	91
Origine et emplois des fonds en euro-monnaies (estimation)	94
Positions extérieures en monnaie nationale et en monnaies étrangères de banques des pays du Groupe des Dix et de la Suisse ainsi que des succursales étrangères de banques américaines situées dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient	98/99
Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux *	101
Taux des dépôts en euro-dollars et rendement des obligations libellées en euro-dollars *	102
Emissions d'obligations internationales	104
Rendements des émissions internationales et nationales d'obligations en dollars EU et en deutsche marks *	107

La scène monétaire internationale

Variations des taux de change effectifs enregistrées postérieurement aux accords de Washington de décembre 1971 *	110
Flottement concerté des monnaies européennes et flottement autonome du franc suisse par rapport au dollar EU *	113
Pays industriels sélectionnés: Variations des taux de change effectifs, des prix et des coûts relatifs, ainsi que des balances des opérations courantes, de 1970 à 1976 *	115
Le dollar EU et le deutsche mark: Evolution du cours de change et écarts de taux d'intérêt de 1973 à 1976 *	118
Variations des réserves globales de 1973 à 1975	121
Production d'or dans le monde	124
Origine et utilisation de l'or (estimation)	126
Cours de l'or sur le marché *	127

Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices	136
Evolution de la composition des ressources au cours des dix derniers exercices	136
Fonds empruntés d'après leur origine	138
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée	139
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements	139
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée	140
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	142
Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche	142
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier	143

QUARANTE-SIXIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 14 juin 1976

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-sixième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1975 et clos le 31 mars 1976.

Après déduction de 5.588.025 francs or transférés à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels», le bénéfice net de l'exercice s'élève à 178.876.749 francs or, contre 182.063.281 francs or pour le précédent exercice et 145.063.281 francs or pour l'exercice 1973-74.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque (modifié en juillet 1975), la somme de 47.876.749 francs or au paiement d'un dividende de 100 francs suisses par action.

Le Conseil recommande en outre de transférer 52.400.000 francs or au «Fonds de réserve générale» et le reliquat du bénéfice net, soit 78.600.000 francs or, au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1975-76 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1976.

Le Chapitre I donne, en guise d'introduction, un aperçu des problèmes économiques qui se sont posés et des politiques qui ont été appliquées dans le contexte de la récession mondiale la plus profonde de l'après-guerre et du vaste mouvement de reprise qui semble maintenant bien engagé. Le Chapitre II présente une étude plus détaillée du déroulement du cycle conjoncturel, tandis que le Chapitre III examine les progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation ainsi que le rôle joué à cet égard par la politique monétaire. Le Chapitre IV analyse l'incidence de cette évolution sur les

marchés nationaux du crédit et des capitaux. Le Chapitre V décrit les variations intervenues sur le plan international dans la structure des échanges et des paiements, tandis que le Chapitre VI rend compte de l'évolution des marchés internationaux du crédit et des capitaux, en s'attachant plus particulièrement aux euro-marchés. Le Chapitre VII est consacré aux questions relatives aux marchés des changes, aux taux flottants, aux réserves globales, à l'or et à la réforme monétaire. Le Chapitre VIII traite des activités de la Banque durant l'exercice, ainsi que du bilan et des résultats financiers.

I. VUE D'ENSEMBLE SUR L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE: 1975-1976

Deux thèmes principaux forment la trame du présent rapport. Le premier est que la profonde récession survenue dans les pays industriels en 1974-75 et la reprise assez générale qui lui fait maintenant suite ont permis de résoudre certaines des questions les plus urgentes qui paraissaient insolubles il y a seulement un an. Les économies de marché ont fait preuve d'une résistance et d'une souplesse plus grandes que n'osaient l'espérer même leurs plus fidèles partisans. Voilà qui devrait inspirer une certaine humilité à ceux qui formulent des prévisions et donner du courage aux autorités responsables. C'est de courage en effet que celles-ci vont avoir besoin, s'il est exact – c'est le second thème de ce rapport – que ni la récession, ni le redressement actuellement en cours n'ont résolu les grands problèmes fondamentaux, ne réussissant qu'à les atténuer ou à les masquer. Les politiques mises en œuvre connaîtront leur heure de vérité au fur et à mesure que l'expansion s'accélérera et que de nouvelles tensions apparaîtront. Certains pays paraissent avoir de meilleures chances que d'autres de faire face à ces difficultés.

De la récession à la reprise, ou l'histoire d'une réussite

Le Chapitre II trace les grandes lignes de la récession et de la reprise. Aucune récession n'a été si longue et si pénible depuis la Grande Dépression. Mais il est clair que la plupart des pays industriels sont engagés désormais dans un vigoureux mouvement ascendant qui, à maints égards, paraît suivre de près le schéma classique. Après une grave crise de confiance due à la conjonction de l'inflation et de la récession, l'optimisme est rapidement revenu dans les milieux d'affaires et chez les consommateurs, et le redressement semble se dérouler selon un processus assez conforme à celui décrit dans les manuels d'économie. Cette évolution favorable est due en grande partie à l'action des autorités, qui ont appliqué avec succès les mesures qui s'imposaient pour empêcher la récession de dégénérer en dépression. Aussi le PNB réel a-t-il retrouvé les chiffres d'avant la récession dans les grands pays qui conduisent la reprise – Etats-Unis, Allemagne fédérale et France. Certaines des industries où l'avenir paraissait fort sombre il y a seulement neuf mois, telle l'industrie automobile, se sont vivement redressées. Certes, le chômage se maintient à un niveau préoccupant, mais il a cessé d'augmenter, et a même fléchi récemment dans nombre de pays. Certes, la reprise n'a pas encore gagné tous les secteurs – les industries productrices de biens d'équipement marquent toujours un certain retard – mais cela n'a rien d'étonnant après une récession aussi profonde. Il est vrai également que toutes les économies industrielles ne se trouvent pas au même stade de redémarrage. Il faudrait néanmoins être plutôt pessimiste pour penser que le redressement en cours simultanément dans tous les grands Etats industrialisés va s'arrêter à mi-chemin.

En même temps, le rythme de l'inflation s'est notablement ralenti (Chapitre III). Au printemps de 1976, le taux d'accroissement sur douze mois des prix de détail avait été ramené à environ 2½% en Suisse, 5 à 6% aux Etats-Unis et en Allemagne,

et s'échelonnait entre 8 et 11% dans la plupart des autres pays. Au Royaume-Uni également, l'évolution récente donne à penser que le spectre d'une inflation accélérée perd du terrain. En Italie, toutefois, les perspectives en matière d'inflation ont pris une tournure inquiétante depuis le début de l'année. La croissance de la masse monétaire, bien que s'étant accélérée depuis le milieu de 1975, a été relativement lente dans certains grands pays pendant la récession et dans la première phase de la reprise, ce qui porterait à croire que l'on a su tirer la leçon des excès inflationnistes qui marquèrent le cycle précédent.

Alors que de nombreux secteurs économiques se sont trouvés au bord de la crise, l'évolution des marchés nationaux du crédit et des capitaux (Chapitre IV) a été remarquablement calme. Jusqu'au printemps, les taux d'intérêt ont fléchi, ou tout au moins sont restés stables et ce, pendant un an au moins après que la conjoncture eut atteint le creux de la vague. Les taux se sont toutefois fortement tendus dans certains pays touchés par les perturbations du marché des changes du début de 1976; depuis lors, leur raffermissement s'est généralisé. La relation entre les taux du long terme et ceux du court terme est, en règle générale, redevenue «normale», ce qui a contribué à raviver le marché des capitaux à long terme. Les entreprises en ont profité pour améliorer la structure de leur endettement. L'accroissement du déficit du secteur public ne semble pas, malgré son importance considérable, avoir eu pour effet d'«évincer» aucun emprunteur du marché. En fait, comme la demande de crédit des entreprises avait enregistré une forte diminution nette, il a été aisément financé grâce à l'augmentation sensible de l'épargne des ménages.

Les échanges et les paiements internationaux (Chapitre V) ont été beaucoup moins perturbés qu'on pouvait le craindre à juste titre. Bien entendu, sous l'effet de la récession qui a frappé les nations industrielles, le volume du commerce international s'est contracté pour la première fois depuis la guerre. Du fait de la reprise, il s'est toutefois assez fortement redressé depuis l'automne de 1975. Qui plus est, les déséquilibres des balances de paiements ont eu tendance à diminuer, et le problème de leur financement a pu être maîtrisé. L'excédent courant de la zone des pays de l'OPEP n'a représenté en 1975 que la moitié environ de celui de 1974; l'important déficit des pays industrialisés considérés dans leur ensemble a pratiquement disparu (mais il a fait sa réapparition depuis l'automne dernier) et celui des pays en voie de développement (PVD) non producteurs de pétrole a été couvert plus facilement que prévu — grâce, en grande partie, à l'expansion vigoureuse des prêts bancaires internationaux.

Le développement de ce type d'activité (Chapitre VI) a été remarquable au moins à deux égards. D'abord, les banques commerciales ont accordé largement des crédits aux PVD et aux autres Etats déficitaires, tant par l'intermédiaire de l'euro-marché qu'au moyen des fonds collectés sur les marchés nationaux. Comme ces prêts sont venus s'ajouter à ceux consentis antérieurement aux pays industrialisés, la communauté des banques commerciales se trouve de plus en plus impliquée dans le financement des balances de paiements. En second lieu, malgré les craintes exprimées au sujet de la prolifération de ce type de risques, l'évolution des banques a été, dans l'ensemble, beaucoup plus satisfaisante en 1975-76 qu'en 1974. Elles ont accru leurs bénéfices et leurs actifs nets, quoique la structure de leur bilan continue de susciter des inquiétudes.

Les optimistes peuvent même relever un ou deux événements favorables intervenus sur la scène monétaire internationale l'an dernier (Chapitre VII). Au cours de l'été, le dollar EU a regagné une partie du terrain perdu entre le début de 1974 et le printemps de 1975, et il est resté relativement stable depuis lors, tant en ce qui concerne le taux de change effectif qu'à l'égard des monnaies du « serpent ». D'autre part, des accords ont été conclus à Washington, à Rambouillet et à la Jamaïque sur un certain nombre de questions relatives au système monétaire international. Bien qu'on puisse difficilement qualifier ces accords de « réforme », ils ont au moins le mérite d'adapter les statuts du FMI aux réalités actuelles.

Des difficultés en perspective?

Il est toutefois certain qu'en considérant ainsi avec optimisme les tendances économiques actuelles, on néglige bon nombre de problèmes de fond, qui sont analysés dans divers chapitres de ce Rapport.

Bien avant la dernière récession, la croissance de la production avait tendance à se ralentir dans les grands pays industriels, tandis que la formation brute de capital fixe en termes réels marquait un fléchissement encore plus prononcé. Malgré la reprise de la production, le chômage ne semble s'éloigner que lentement des niveaux socialement inacceptables qu'il a atteints. Les entreprises n'ont pas encore manifesté de véritable enthousiasme pour accroître leurs investissements et l'on prévoit partout que le nombre des sans-travail restera considérable. Le taux d'inflation, s'il est plus faible qu'il y a un an, est nettement plus élevé, dans tous les pays sauf la Suisse, qu'au cours de la phase similaire des précédents cycles économiques. En dépit de la gravité de la récession, les prix des produits de base (et notamment des denrées alimentaires) ont eu tendance à se maintenir dans l'ensemble à un haut niveau et s'orientent même de nouveau à la hausse depuis quelque temps. Si les augmentations de salaires sont moins rapides, elles dépassent toujours les gains de productivité escomptés. L'accroissement substantiel des déficits du secteur public en 1974-75 est essentiellement imputable à la récession; cependant, dans un certain nombre de pays, il n'a fait que renforcer une tendance défavorable amorcée il y a quelques années déjà. La récession a permis de financer ces déficits sans provoquer une expansion excessive de la masse monétaire. On peut toutefois se demander si les autorités monétaires seront capables de maintenir cette modération lorsque les demandes de prêts des entreprises commenceront à se développer.

Sur le plan de l'économie internationale, la balance des paiements courants des principaux pays industriels a commencé à se détériorer sous l'effet de la reprise des affaires. Cette évolution souligne la précarité de l'équilibre réalisé au premier semestre de 1975. En même temps, il est probable que pour maints PVD non producteurs de pétrole, l'augmentation de leurs revenus d'exportation ne soit pas suffisante pour compenser les hausses de prix des combustibles, denrées alimentaires et produits industriels importés. Le financement des déséquilibres extérieurs s'est opéré jusqu'ici dans de très bonnes conditions, grâce en grande partie aux aides financières officielles mais aussi, dans une assez large mesure, grâce aux crédits consentis par les banques commerciales. Mais jusqu'à quel point peut-on attendre de ces banques

qu'elles continuent de remplir cette fonction? D'ailleurs, est-il souhaitable qu'elles soient de plus en plus impliquées dans le financement des déficits des balances des paiements? En ce qui concerne les taux de change, il convient de contraster la relative stabilité du dollar avec les graves perturbations survenues en Europe dans les premiers mois de 1976 qui ont abouti à la chute brutale de la lire, au recul de la livre sterling et au retrait du franc français du «serpent» européen. La dispersion croissante des taux de change en Europe est révélatrice de déséquilibres profonds entre les divers pays; en même temps elle met sérieusement en doute la possibilité de corriger ces déséquilibres par des appréciations ou des dépréciations monétaires. Quant à la relative stabilité du taux de change dollar/deutsche mark depuis l'été dernier, une période beaucoup plus longue est nécessaire pour la mettre complètement à l'épreuve. D'une façon plus générale, si les accords de Washington et de la Jamaïque ont mis fin officiellement au système de Bretton Woods, ils n'ont pas établi de nouvelles règles véritablement contraignantes en matière d'ajustement et de financement des balances de paiements. La confusion est bien démontrée par les interventions des banques centrales en 1975-76, dont l'ampleur rappelle l'époque des taux de change fixes. A quoi cela a-t-il servi?

Il est vrai que, dans une large mesure, il n'y a pas de contradiction entre l'interprétation optimiste de l'évolution récente et l'inquiétude assez sérieuse que suscitent certains problèmes fondamentaux en suspens. D'une part l'optimisme tire son origine et sa justification du fait que les pays industrialisés ont remarquablement réussi à se dégager d'une grave récession et obtenu certains résultats dans la lutte contre l'inflation. D'autre part, les problèmes sont ceux qu'on peut s'attendre à voir réapparaître en raison de leur nature même au fur et à mesure que la reprise s'intensifiera. D'ailleurs il y a un an, la plupart des responsables de la politique économique n'auraient pas demandé mieux que d'être confrontés à des problèmes soulevés par la reprise qui, à vrai dire, leur paraissait alors fort éloignée.

Les contrastes qui se dégagent des tendances économiques actuelles ne sont toutefois pas seulement dus à des décalages dans le temps. Les chapitres suivants tentent de montrer que l'année passée a été caractérisée par l'accentuation des divergences de comportement des grands pays industriels, tant en ce qui concerne leurs politiques que l'orientation effective de l'activité économique. C'est pourquoi toute description générale se doit de prendre en considération ces tendances divergentes.

Divergences de comportement

L'ensemble du monde industriel occidental a dû faire face depuis la fin des années soixante à une série de défis collectifs. Le dernier en date, le plus brutal, a été la vive hausse du prix du pétrole et des cours des matières premières en 1973-74, qui a provoqué une sérieuse détérioration des termes d'échange des zones développées. Malgré la légère amélioration notée en 1975 par rapport au point le plus bas du deuxième trimestre de 1974, les termes d'échange accusaient toujours une baisse de quelque 10-12% à la fin de 1975 par rapport au milieu de 1973.

Il serait cependant erroné de polariser notre attention sur ce «choc» extérieur, car de puissants facteurs de déséquilibre étaient déjà à l'œuvre depuis quelque temps.

On pense évidemment en premier lieu à l'inflation; mais le facteur le plus important, et qui se trouve probablement à l'origine de maintes difficultés (y compris l'inflation), a été une altération graduelle mais fondamentale de la répartition des revenus et des types de croissance. Pour des raisons difficiles à déceler, plusieurs modifications interdépendantes ont commencé à se produire à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix: fléchissement de la rentabilité réelle du capital; augmentation de la part des salaires et des traitements dans le revenu national au détriment des profits; tendance à la baisse des dépenses en capital fixe des entreprises; part croissante de l'Etat dans le PNB; ralentissement de l'extension des capacités de production et, partant, de la croissance réelle elle-même.

Et pourtant, au cours de la période considérée, les aspirations à l'amélioration du revenu réel et le désir légitime de sauvegarder l'emploi ont incité les pouvoirs publics à mettre en œuvre des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes dès l'apparition du moindre signe de stagnation de la demande. C'est ainsi que pendant la récession modérée de 1971-72, beaucoup de pays avaient adopté simultanément de vigoureuses mesures de relance visant à créer de la monnaie et à accroître les dépenses sans tenir compte apparemment du fait que l'augmentation des capacités de production s'était déjà ralentie. Il en est résulté une inflation mondiale, des dérèglements sur les marchés des capitaux à court et à long terme et, finalement, une profonde récession assortie d'un chômage élevé. La flambée des prix pétroliers et des cours des matières premières a provoqué une accélération de l'inflation par les coûts et, en même temps, une contraction de la demande, donnant ainsi un nouvel élan à la hausse des prix et à la récession; mais elle n'en était pas la cause première.

Dans le même temps, le système monétaire international hérité de Bretton Woods s'est effondré: le dollar EU, surévalué par rapport aux autres monnaies et à l'or, est devenu incapable de remplir les fonctions de monnaie de réserve internationale incontestée. Il a fallu faire face aux difficiles ajustements des années soixante-dix dans un monde où les taux de change flottants combinés avec un assouplissement des conditions d'accès aux marchés internationaux du crédit conféraient aux divers pays une très grande latitude pour «choisir» leur propre politique. De plus, ce réaménagement des politiques devait être effectué en présence d'un triple défi, à savoir une modification du type de croissance, un accroissement considérable des prix pétroliers et des matières premières et l'absence d'accord sur les règles régissant le processus d'ajustement à l'échelle internationale.

Les «choix» ont sensiblement varié d'un pays à l'autre en fonction de la tradition, de la structure sociale et de l'organisation politique de chacun. On trouve d'une part l'Allemagne fédérale, la Suisse, les Etats-Unis et peut-être le Japon. Il serait certes téméraire d'affirmer que ces pays ont effectivement résolu leurs grands problèmes; on constate néanmoins qu'ils ont bien plus progressé que d'autres vers la réalisation de cet objectif. Tous les quatre ont mis, les premiers, l'accent sur la lutte contre l'inflation, au risque d'être entraînés eux-mêmes, et d'entraîner le monde entier dans la récession et le chômage. Au cours des deux années suivantes, les accords salariaux ont conduit à un fléchissement des salaires réels aux Etats-Unis et à une progression seulement modérée en Allemagne, en Suisse et au Japon. Si la réduction

considérable des taux d'inflation est principalement la conséquence directe de l'application des politiques nationales, elle est également due, dans le cas de l'Allemagne et de la Suisse, à l'incidence de l'appréciation des cours de change. Les taux d'intérêt réels sont redevenus positifs, tandis que les marchés du crédit et des capitaux se normalisaient. Enfin et surtout, la prudence reste de rigueur: les quatre pays en question semblent tous résolus à comprimer sensiblement le déficit du secteur public. Ce n'est peut-être pas un hasard si trois d'entre eux – l'Allemagne, la Suisse et les Etats-Unis (auxquels on peut ajouter le Canada) – ont adopté des objectifs explicites (et annoncés publiquement) en matière d'agrégats monétaires. Et ce n'est pas une coïncidence non plus si l'Allemagne, le Japon et les Etats-Unis étaient bien placés pour entraîner le monde hors de la récession.

Certes, ces pays ont les moyens de leur politique. Non seulement ils jouissent d'une situation relativement forte vis-à-vis de l'extérieur, mais en outre les conditions dans lesquelles ils abordent la reprise des affaires permettent d'espérer que le redressement ne sera pas qu'un feu de paille. Les accords salariaux ont été empreints de modération jusqu'à présent, l'accroissement des bénéfices des entreprises et des marges brutes d'autofinancement est soit en cours, soit considéré comme un objectif à atteindre, et les bilans des entreprises comme ceux des banques se sont améliorés. Bref, il y a quelque espoir (on ne peut encore parler de certitude) de connaître une progression non inflationniste des investissements en capital fixe, avec comme conséquence une résorption du chômage.

D'autre part, il y a les pays dont les taux d'inflation se situent toujours bien au-dessus de 10%, dont les paiements courants se soldent encore (ou de nouveau) par d'importants déficits, et dont les monnaies se sont dépréciées. Les principaux exemples en sont l'Italie et le Royaume-Uni. Il est intéressant de noter qu'aussi bien en Italie qu'au Royaume-Uni, le déficit du secteur public n'a cessé de s'élargir depuis un certain nombre d'années; cette tendance n'est donc pas exclusivement imputable à la récession. Si l'on se réfère aux toutes dernières années, on constate que dans les deux pays, le flottement à la baisse a fait partie d'un cercle vicieux plutôt que du processus d'ajustement. Ces exemples montrent clairement que si le flottement – même à la baisse – est peut-être inévitable dans les circonstances actuelles, il n'autorise *pas* tel ou tel pays à négliger l'ajustement réel sur le plan interne si l'objectif des autorités est d'extirper l'inflation et de restaurer l'équilibre externe. Or l'expérience toute récente du Royaume-Uni montre combien il est difficile de se dégager de ce cercle vicieux même lorsque le gouvernement, comme l'opinion publique, en ont admis la nécessité et sont prêts à prendre – ou à accepter – des mesures très énergiques.

Alors que c'est dans ces deux grands pays que le problème de l'inflation est le plus fortement enraciné, un certain nombre d'économies industrialisées semblent se situer entre les deux extrêmes. Malgré les progrès que ces économies ont généralement réalisés en réduisant leur rythme d'inflation, les salaires et les prix continuent d'augmenter de façon inquiétante. Au printemps de 1976, la hausse des prix sur douze mois dans la plupart des autres pays, notamment au Benelux, au Canada, en France et en Suède, se situait entre 8 et 11%, tandis que les gains salariaux s'échelonnaient entre 13 et 16%.

Il apparaît donc que les pays industrialisés ont réagi de façon fort variée aux modifications intervenues dans leur type de croissance et leur mode de répartition des revenus, ainsi qu'à la détérioration de leurs termes d'échange. Il est par ailleurs difficile de déterminer avec un minimum de certitude lesquels d'entre eux ont en fait réussi à opérer l'ajustement réel requis; et ce doute s'applique même aux pays qui, sur la base de l'expérience la plus récente, passent pour avoir obtenu des résultats bien meilleurs que les autres. La raison de cette incertitude réside dans la récession qui a permis de rétablir l'équilibre de la balance des transactions courantes et de freiner l'inflation. On peut cependant craindre qu'au fur et à mesure que la reprise se développera, les vrais problèmes d'ajustement — qui avaient été clairement perçus dans la plupart des cas en 1974, mais mis sous l'éteignoir par la récession — se manifestent de nouveau.

Les divergences de comportement des principaux Etats industrialisés, qui apparaissent avec tant de netteté dans l'évolution des taux de change, devraient constituer un motif sérieux de préoccupation, aussi bien pour l'opinion que pour les pouvoirs publics. Ceci ne vaut pas seulement pour les pays qui se trouvent enfermés dans un cercle vicieux d'inflation et de dépréciation monétaire. Le problème se pose à l'échelle internationale, car il est difficile d'imaginer que certaines nations puissent prospérer, tandis que d'autres sont exposées à un grave dérèglement de leur vie économique.

II. RÉCESSION ET REPRISE DANS LE MONDE INDUSTRIEL OCCIDENTAL

Les pays industrialisés du monde occidental sont désormais bien engagés dans la voie de la reprise après avoir subi la récession la plus grave depuis les années trente.

Faisant suite à la période de surchauffe de 1972 et 1973, la chute de l'activité enregistrée à partir de la fin de 1973 jusqu'en 1975 a été nettement plus prononcée en termes de production industrielle, de PNB en volume et d'emploi que pendant tous les tassements conjoncturels de l'après-guerre. En outre, la phase descendante a généralement été deux fois plus longue que lors des précédentes récessions survenues depuis la fin de la guerre. Son ampleur inhabituelle est la conséquence de l'entrée en jeu simultanée de plusieurs facteurs qui ont déjà été examinés dans le Rapport annuel de l'année dernière: synchronisation du boom, qui a provoqué à l'échelle mondiale des goulots d'étranglement et des pénuries de produits énergétiques et de matières premières; vigueur et persistance des forces inflationnistes, qui ont entraîné des distorsions, tant dans les secteurs financiers que réels de l'économie, un rapide mouvement de déstockage et une diminution sensible de la formation de capital fixe; incidence déflationniste de la hausse vertigineuse des cours des matières premières et du quadruplement du prix des produits pétroliers; enfin, effets cumulatifs des mesures de restriction monétaires et financières destinées à ramener les taux d'inflation à des niveaux acceptables. Une fois que le processus de la baisse a été amorcé, la montée rapide du chômage et l'érosion inflationniste des actifs financiers ont provoqué une augmentation inattendue du taux de l'épargne des ménages, de sorte que le mouvement de baisse s'est bien plus accéléré que ne le prévoyaient presque tous les conjoncturistes, tant officiels que privés.

Il ne faut donc pas s'étonner qu'au début de 1975 tous les pays industrialisés du monde occidental aient versé dans un pessimisme profond. L'effondrement des marges bénéficiaires et, parallèlement, l'accroissement des capacités excédentaires avaient sapé la confiance des milieux d'affaires. Le niveau élevé du chômage, qui touchait principalement les jeunes et des secteurs particuliers, avait suscité des préoccupations compréhensibles; en outre, les taux d'inflation restaient élevés, ce qui est difficilement conciliable, dans le cadre de la pensée économique traditionnelle, avec une baisse d'utilisation des ressources productives. Aussi les gouvernements ne pouvaient-ils guère infléchir l'orientation restrictive de leur politique anti-inflationniste et se voyaient-ils pratiquement dans l'incapacité de s'engager dans des politiques dynamiques de relance aussi longtemps qu'il n'y avait pas de signes évidents d'atténuation des pressions inflationnistes. Pour toutes ces raisons, les prévisions étaient plutôt maussades. Certains observateurs s'attendaient à la poursuite, sinon à l'aggravation de la récession; d'autres parlaient même d'une dépression mondiale et de la crise du capitalisme.

Nous savons maintenant que la reprise a commencé juste au moment où le pessimisme était à son comble. En termes de production industrielle, elle a démarré au printemps de 1975 au Japon et aux Etats-Unis puis, en été, en Allemagne fédérale, d'où elle a gagné progressivement la plupart des pays d'Europe occidentale.

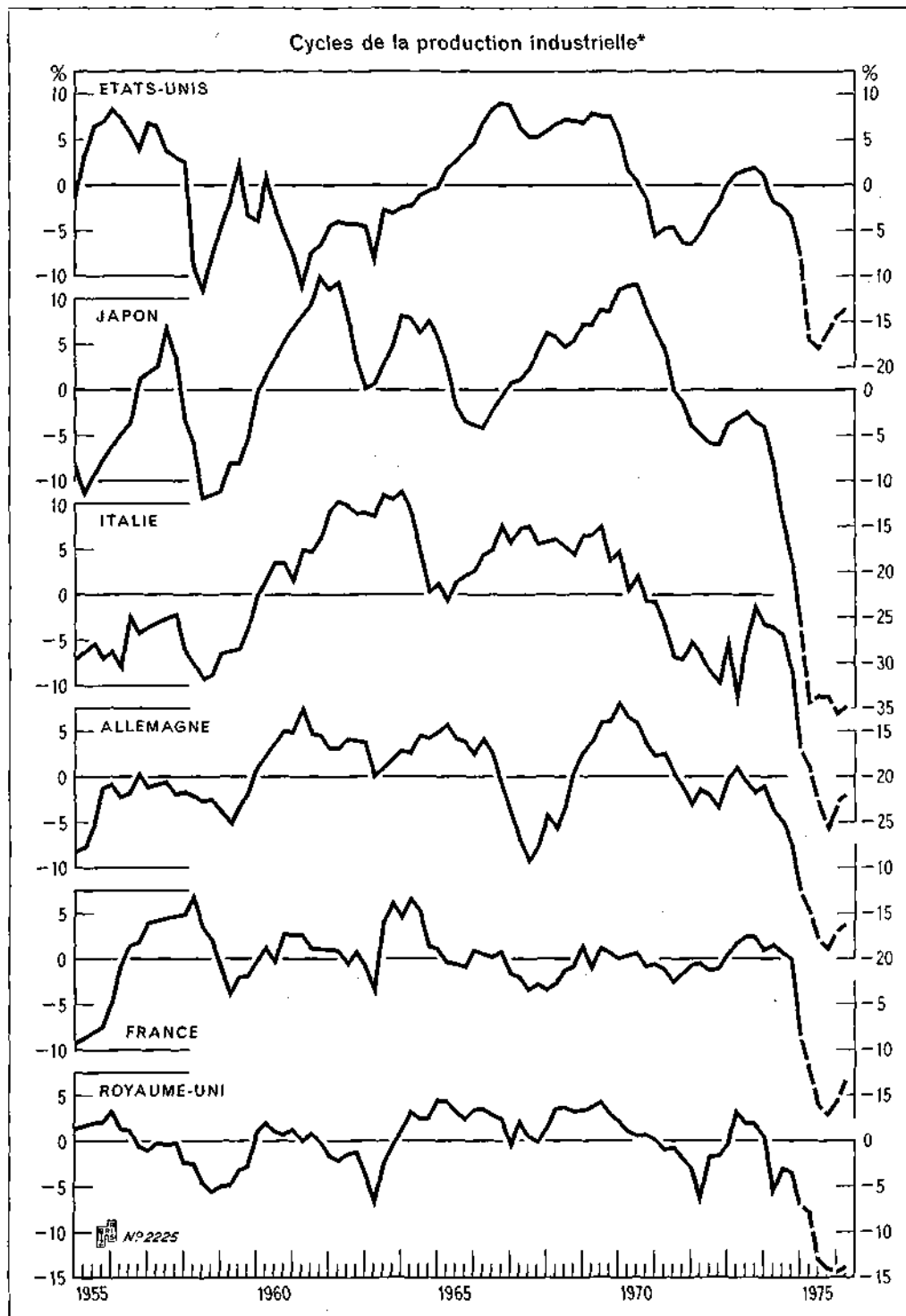
Ce chapitre retrace l'histoire de la récession et de la reprise. Il vise à identifier les facteurs qui sont à l'origine du redressement actuel et se propose d'en apprécier la force. Les conclusions sont relativement optimistes en ce qui concerne le proche avenir; il apparaît cependant que seuls quelques pays ont réussi à maîtriser – et encore dans une mesure limitée seulement – les forces qui pourraient entraîner une recrudescence de l'inflation, une insuffisance de la formation de capital, des perturbations sur le marché des changes, et qui risquent par conséquent de freiner prématurément la reprise économique en cours.

Fluctuations de la production industrielle de 1974 à 1976

L'expansion économique synchronisée a touché à son terme vers la fin de 1973, lorsque la production atteignait un niveau record dans plusieurs grands pays industrialisés occidentaux. Le recul brutal de l'activité en 1974 et au début de 1975, le creux de la vague atteint vers le milieu de cette année et la reprise ultérieure de l'activité apparaissent clairement dans l'évolution des indices de la production industrielle. Etant donné qu'on ne dispose pas de chiffres sur les variations trimestrielles du PNB pour la vaste gamme des pays qui sont étudiés ici, il a paru utile, pour établir des comparaisons entre les divers pays, de retenir les indices de la production industrielle, bien qu'ils constituent des instruments de mesure beaucoup moins complets pour évaluer l'activité économique réelle. L'évolution de ces indices met en relief les points supérieurs et inférieurs des cycles nationaux. Elle révèle l'existence de décalages entre les grands et les petits pays industrialisés, ainsi que l'ampleur et la durée des fluctuations de la production.

La récession de 1974-75 a été la plus sévère de l'après-guerre. Dans les graphiques ci-après, qui montrent les écarts de la production industrielle par rapport aux valeurs tendanciennes logarithmico-linéaires, on peut comparer les caractéristiques du cycle récent aux fluctuations précédentes, aussi bien dans un pays donné qu'entre divers pays. Chaque point du cycle indique l'écart entre l'indice effectif de la production industrielle et le niveau de la tendance à long terme, cet écart étant exprimé en pourcentage de la valeur tendancielle. Au cours de la période 1955-74, pour laquelle les tendances de croissance ont été calculées, le Japon et l'Italie ont réalisé l'expansion moyenne la plus élevée à long terme avec 12,3 et 7,1% respectivement; ces taux sont représentés par les lignes horizontales du graphique. La croissance moyenne aux Etats-Unis et au Royaume-Uni se situe vers le bas de l'échelle: 4,6 et 3,6% respectivement. D'une façon générale, les fluctuations de la production ont été nettement moins prononcées en France et au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis et au Japon.

Une conclusion intéressante se dégage du graphique: la récession de 1974-75 a frappé les principaux pays au moment où le niveau de la production industrielle se situait déjà au-dessous de la tendance des vingt dernières années. En réalité, il est possible que la tendance elle-même ait subi une modification fondamentale vers la fin des années soixante. A partir de 1971, en tout cas, l'indice de la production a été dans la plupart de ces pays inférieur à la tendance à long terme sauf – dans quelques cas seulement – pendant le boom de 1973. Cette constatation conduit évidemment



* Ecart en pourcentage entre les indices de la production industrielle et leurs valeurs tendancielle logarithmico-linéaires. Les taux de croissance moyens composés, représentés par les lignes zéro, sont les suivants: Etats-Unis 4,6%, Japon 12,3%, Italie 7,1%, Allemagne 5,4%, France 5,7%, Royaume-Uni 3,6%. Les tendances sont établies sur la base de données trimestrielles pour la période 1955-74.

à se demander si la gravité de la récession ne devrait pas être considérée comme la manifestation d'une rupture décisive dans la tendance de croissance du monde industriel occidental, plutôt que comme l'un des cycles conjoncturels habituels, accentué par la conjonction accidentelle de facteurs «spéciaux» tels que la synchronisation du boom et de la récession et la hausse massive des prix pétroliers.

L'évolution chronologique de la récession de 1974-75, le creux de la vague et la reprise qui s'ensuivit sont illustrés dans le tableau ci-après. La production industrielle a atteint son niveau record d'abord au Royaume-Uni en octobre 1973, puis au Japon, en Allemagne fédérale et aux Etats-Unis en novembre. Leur emboîtant le pas, la production des autres pays industrialisés est passée peu après par son maximum pour s'infléchir ensuite, avec un décalage de quatre à douze mois. Dans un premier temps, la décélération de la production dans les principaux pays n'a été que modeste. Tout donnait à penser que la récession serait relativement faible tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Mais, à la fin de 1974, l'effet cumulé des forces déflationnistes a entraîné un effondrement quasi général de la production. La baisse a été très forte dans presque tous les pays développés au dernier trimestre de 1974 et au premier trimestre de 1975. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis, la production industrielle a régressé de 12,3% entre le troisième trimestre de 1974 et avril 1975, alors qu'elle n'avait fléchi que de 1% au cours des dix mois précédents. A la fin de 1974, la dégradation sérieuse de la confiance des consommateurs et l'amenuisement des revenus des particuliers ont provoqué une forte contraction des dépenses des ménages en ce qui concerne notamment les biens de consommation durables. Les entreprises, dont la situation financière s'était sensiblement détériorée, se voyaient obligées de liquider rapidement leurs stocks et de réduire leurs investissements en capital fixe; ce faisant, elles accentuaient le mouvement de baisse qu'accusait déjà la production.

Au printemps de 1975, alors que le climat économique dans le monde industriel était des plus maussades, les germes de la reprise commençaient à se développer. A ce moment-là les principaux pays, qui étaient aux prises avec une dégradation de l'activité depuis un an et demi environ, avaient déjà assoupli leurs politiques monétaires restrictives et adopté, bien que prudemment, un certain nombre de stimulants budgétaires.

Après le fléchissement accentué, la production industrielle s'est d'abord stabilisée au Japon (en février 1975) et aux Etats-Unis (en avril) ainsi que dans certains pays moins importants. Alors que le recul dans les divers pays s'était étalé sur une période d'environ douze mois, les niveaux inférieurs de la production se sont fortement concentrés sur l'été 1975, en particulier dans les principales économies européennes. L'amorce de la reprise s'est d'abord traduite par une recrudescence de la demande de biens de consommation, par l'arrêt du mouvement de déstockage et, dans une certaine mesure, par la reconstitution effective des stocks plus tard dans l'année. Elle s'est également manifestée, dans certains pays, par le redémarrage des commandes d'exportation et par la réanimation de la construction de logements. On pouvait penser, étant donné la physionomie de la reprise, que les dépenses exerceraient un effet de stimulation réciproque dans les principaux pays - notamment aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne - et que cet effet se transmettrait à leurs partenaires commerciaux par le biais des échanges internationaux.

Récession et reprise de la production industrielle

Pays	Récession					Reprise		
	Point supérieur du cycle 1973-74 ¹	Point inférieur du cycle 1975 ¹	Nombre de mois	Variation en % de la production			Dernier mois	Nombre de mois
				du point supérieur au point inférieur	du 3ème trimestre 1974 au point inférieur	du point inférieur au dernier mois		
Pays en tête du mouvement descendant								
Royaume-Uni . . .	Oct. 73	Août	22	- 10,6	- 8,5	1,8	Mars 76	7
Allemagne fédérale	Nov. 73	Juil.	20	- 11,5	- 8,7	7,0	Mars 76	8
Japon	Nov. 73	Fév.	15	- 20,4	- 13,9	16,7	Mars 76	13
Etats-Unis	Nov. 73	Avril	17	- 13,5	- 12,3	11,4	Avril 76	12
Pays suivant avec un décalage de quatre à six mois								
Suisse	Mars 74 ²	Mars ²	12	- 18,5	- 16,0	14,0	Déc. 75 ³	9
Canada	Mars 74	Sept.	18	- 8,0	- 5,9	4,5	Mars 76	6
Italie	Avril 74	Août	16	- 15,6	- 13,6	9,4	Mars 76	7
Pays suivant avec un décalage de plus de six mois								
Autriche	Juin 74	Oct.	16	- 9,9	- 8,7	3,2	Fév. 76	4
Belgique	Juin 74	Juil.	13	- 13,8	- 12,5	9,6	Fév. 76	7
Finlande	Juin 74	Juil.	13	- 10,3	- 10,0	1,5	Déc. 75	5
Pays-Bas	Juin 74	Juil.	13	- 10,0	- 9,7	6,0	Mars 76	8
Espagne	Juin 74	Mars	9	- 11,7	- 9,3	2,7	Déc. 75	9
Suède	Juin 74	Juil.	13	- 5,6	- 4,2	6,9	Fév. 76	7
France	Juil. 74	Mai	10	- 13,1	- 5,6	9,0	Mars 76	10
Norvège	Nov. 74	Sept.	10	- 4,9	- 2,8	6,3	Mars 76	6

¹ Points supérieurs et inférieurs du cycle calculé sur la base des moyennes centrées de trois mois des indices désaisonnalisés de la production industrielle provenant de sources nationales. ² Premier trimestre. ³ Quatrième trimestre de 1975.

La reprise - mesurée par le taux d'accroissement de la production industrielle depuis le point inférieur du cycle jusqu'au dernier chiffre mensuel disponible - a déjà permis de résorber une part importante de la contraction de la production enregistrée pendant la récession. Ce rattrapage est de 75% environ dans le cas de l'Allemagne fédérale, de la Belgique, des Etats-Unis, de la France, du Japon et de la Suisse, tandis que l'Italie et les Pays-Bas en ont regagné environ la moitié. Si le Royaume-Uni et le Canada sont les seuls grands pays où l'activité n'a pas suivi le mouvement, il convient toutefois de remarquer que ces deux pays n'ont pas subi une récession aussi forte que les autres.

La situation est cependant moins réjouissante si l'on se réfère de nouveau aux graphiques. La production industrielle dans tous les grands pays se situe toujours sensiblement au-dessous du niveau correspondant au régime de croissance des vingt dernières années. Seul un développement de la production dépassant nettement les maxima enregistrés en 1973-74 pourrait assurer la poursuite de cette tendance. L'impression simplement graphique est que pareille évolution a peu de chances de se réaliser.

Persistance de la croissance en dehors de la zone de l'OCDE

Si l'on a constaté une assez grande synchronisation des cycles conjoncturels des pays industrialisés du monde occidental, il n'en a heureusement pas été de même partout ailleurs. Tandis qu'au début de 1975 la récession s'étendait progressivement à tous les pays industrialisés, l'activité dans les économies de l'Europe de l'Est et dans maints pays en voie d'industrialisation continuait de s'accroître, bien qu'à un rythme plus faible. Un grand nombre d'entre eux, désireux de poursuivre la réalisation de leurs programmes d'investissement nationaux, continuaient à acheter des biens d'équipement, des produits de base et d'autres produits manufacturés au monde industriel. Les pays de l'OPEP s'efforçaient même de réaliser une croissance rapide et d'absorber un volume considérable de produits manufacturés étrangers. Dans cette mesure, on peut dire que l'activité réelle dans certains pays industrialisés a été en quelque sorte «aidée» de l'extérieur. Ceci fait l'objet de plus amples développements au Chapitre V.

L'expansion industrielle dans les pays d'Europe de l'Est s'est maintenue en général à un niveau élevé en 1975, les taux de progression de la production industrielle se situant entre 7,5% dans le cas de l'Union Soviétique et 12,4% dans celui de la Roumanie. Partout les investissements en capital fixe dans l'industrie ont été le principal moteur de l'expansion. L'un des objectifs essentiels des autorités a été d'améliorer la productivité, de façon à absorber la hausse des prix des matières premières et du pétrole et à faire face à la pénurie de main-d'œuvre spécialisée, qui se manifestait par exemple en République démocratique allemande et en Pologne. Contrairement aux secteurs industriels, l'agriculture n'a pas, dans l'ensemble, atteint les objectifs fixés et constitue le principal frein de la croissance économique générale.

En ce qui concerne les PVD (pays en voie de développement) non producteurs de pétrole, la croissance a été stimulée jusqu'à une date avancée de l'année 1974 par le niveau élevé des cours des matières premières – donc par l'accroissement des recettes tirées des exportations – ce qui a permis au groupe dans son ensemble de compenser, dans un premier temps, la hausse des prix pétroliers. Par la suite, ces pays ont évidemment commencé à se ressentir de la récession qui sévissait dans les principaux pays industrialisés. Le volume de leurs exportations s'est mis à fléchir et les termes d'échange se sont détériorés avec l'effondrement des cours des matières premières et la hausse constante des prix des produits manufacturés qui reflétait la persistance de l'inflation dans les pays industriels ainsi que, dans certains cas, l'appréciation des taux de change. Il n'en reste pas moins qu'un grand nombre de PVD ont réussi à maintenir le courant d'achats de produits manufacturés grâce aux crédits commerciaux, aux emprunts sur les marchés financiers et monétaires internationaux et à l'utilisation de leurs réserves de change pour financer leurs déficits commerciaux croissants.

Le rôle de la demande de biens de consommation, des politiques gouvernementales et de l'ajustement des stocks dans la reprise et le redressement de l'économie

Il n'est pas facile d'évaluer la part de chacune des composantes de la demande dans la reprise de l'économie et le redressement actuellement en cours, qui ont tant

surpris nombre d'observateurs. On ne dispose de chiffres trimestriels sur le PNB que dans quelques pays, et dans la plupart des cas, on ne peut pas se fier aux données concernant les investissements sous forme de stocks. Il faut donc s'appuyer principalement sur les statistiques annuelles concernant le PNB, ce qui est particulièrement peu indiqué pour 1975, vu que les données de cette année se ressentent encore fortement des influences dépressives qui ont prédominé au moins jusqu'à l'été. Les ajustements de stocks et la balance commerciale ont très sensiblement contribué à la réanimation de l'activité économique, de même que ces composantes de la demande avaient fortement accentué le recul de l'activité au dernier trimestre de 1974 et au premier trimestre de 1975 (voir tableau). Dans certains pays, tels les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne fédérale, la construction de logements s'est légèrement redressée, en partie sous l'effet d'un assouplissement général de la politique monétaire, mais cette activité n'a que faiblement contribué à la progression du PNB vers la fin de 1975. En revanche, les investissements en capital fixe des entreprises n'ont cessé dans l'ensemble de constituer la principale entrave à la demande globale jusqu'aux premiers mois de 1976.

Réactivation des dépenses de consommation. Le comportement des consommateurs a toutefois été le facteur clé du redressement économique intervenu dans la plupart des pays durant 1975, de même qu'il avait joué, l'année précédente, un rôle essentiel dans la récession. Au cours de l'année 1975, la consommation privée a sensiblement stimulé la croissance du PNB en France, en Allemagne fédérale, aux Pays-Bas, au Japon et aux Etats-Unis, pour ne citer que les principaux exemples. Aux Etats-Unis, par exemple, la consommation privée a contribué à raison de plus de 0,6% à la variation globale du PNB qui a cependant fléchi au total de 2,0%. De même, l'effet positif des dépenses de consommation n'a pas été suffisant pour contrebalancer l'incidence négative des autres secteurs en Autriche, en France et aux Pays-Bas, où le fléchissement de l'ensemble des investissements a constitué le principal élément dépressif pendant toute l'année, ainsi qu'en Allemagne, où le secteur extérieur et l'investissement ont, l'un comme l'autre, exercé une influence négative sur le PNB. Dans le même temps, au Japon, la consommation constituait le facteur essentiel de la progression du PNB en volume, compensant en grande partie l'effet de freinage résultant de la faiblesse des investissements en capital fixe et des liquidations de stocks. Seules l'Italie et la Suisse ont connu un recul sensible de la consommation en 1975. Dans ces deux pays, la forte baisse des investissements fixes a eu également un effet de contraction sur le PNB en termes réels. La contribution positive fournie dans les deux cas par le secteur extérieur, à savoir l'amélioration de leur balance des paiements en termes réels, reflète en grande partie le fléchissement des stocks.

L'influence positive de la consommation peut être attribuée tant aux effets stabilisateurs des paiements de transfert de l'Etat qu'au fléchissement des taux d'épargne. Le premier de ces facteurs traduit l'incidence des stabilisateurs automatiques (tels que les allocations de chômage) ainsi que l'effet des interventions visant à maintenir les revenus disponibles des particuliers au moyen de diverses catégories de paiements de transfert. En fait, le revenu réel des ménages, avant impôts et transferts sociaux, a effectivement fléchi en 1975 aux Etats-Unis, en Allemagne fédérale et en Italie. Cependant, d'après les estimations de l'OCDE, la progression des revenus

**Contribution des variations des composantes de la demande
aux variations du produit national brut en volume**

Pays	Années	PNB réel	Solde de la balance commer- ciale	Investissements			Consommation	
				stocks	non résidentiels	logements	privée	publique
		variations en %	contribution aux variations (en %) du PNB*					
Allemagne	1973	5,1	2,1	0,7	0,2	0,0	1,6	0,6
	1974	0,4	3,0	- 1,2	- 1,2	- 0,9	0,1	0,6
	1975	- 3,4	- 3,6	- 0,4	- 0,5	- 0,6	1,2	0,5
Autriche	1973	5,8	- 1,3	3,5	0,9		2,4	0,4
	1974	4,1	0,6	0,6	0,3		2,1	0,4
	1975	- 2,0	0,8	- 2,8	- 1,7		1,4	0,3
Belgique	1973	6,2	- 1,5	1,0	0,4	1,2	4,5	0,7
	1974	4,0	0,2	0,5	0,8	0,6	1,7	0,4
	1975	- 1,4	0,4	- 2,5	- 0,5	- 0,1	0,5	0,8
Canada	1973	6,9	- 0,7	0,5	1,8	0,4	4,4	0,7
	1974	2,8	- 3,2	1,0	1,4	- 0,1	2,5	1,5
	1975	0,2	- 0,8	- 2,5	0,9	- 0,5	2,2	1,0
Danemark	1973	2,8	- 5,7	3,2	2,0		3,0	0,3
	1974	1,9	4,6	1,2	- 2,1		- 2,1	0,4
	1975	- 1,0						
Espagne	1973	8,1	- 1,0	0,6	3,2	0,3	4,4	0,5
	1974	5,0	- 1,1	0,7	1,1		3,7	0,5
	1975	0,7	0,2	- 0,1	- 1,1		1,4	0,3
Etats-Unis	1973	5,3	0,9	0,6	1,3	- 0,2	2,8	- 0,1
	1974	- 1,8	0,8	- 0,7	- 0,3	- 1,2	- 0,5	0,1
	1975	- 2,0	0,6	- 1,5	- 1,6	- 0,7	0,6	0,6
Finlande	1973	6,5	- 1,3	1,8	1,0	0,3	3,8	0,9
	1974	4,4	- 2,0	2,7	0,5	0,4	2,2	0,6
	1975	0,0	- 3,8	0,5	1,4	- 0,7	2,0	0,6
France	1973	5,8	- 0,4	0,8	1,1	0,4	3,5	0,5
	1974	3,8	0,6	- 0,5	0,5	0,3	2,5	0,4
	1975	- 2,5	1,6	- 4,2	- 1,0	- 0,2	1,3	0,0
Italie	1973	6,8	- 1,3	2,3	1,5	0,2	3,9	0,3
	1974	3,4	1,5	- 0,7	0,6	0,2	1,6	0,3
	1975	- 3,7	2,7	- 2,7	- 2,0	- 0,6	- 1,2	0,1
Japon	1973	9,9	- 1,4	1,7	3,7	1,0	4,2	0,6
	1974	- 1,2	1,2	0,2	- 2,8	- 0,8	0,7	0,3
	1975	2,0	1,8	- 2,5	- 0,9	- 0,1	3,2	0,6
Norvège	1973	3,9	- 2,4	0,1	3,7	0,2	1,7	0,7
	1974	5,3	- 2,5	3,0	2,3	- 0,0	2,1	0,5
	1975	2,7	- 2,9	- 1,2	3,2	0,4	2,6	0,7
Pays-Bas	1973	4,7	1,3	0,3	1,2	0,1	1,7	0,1
	1974	3,3	2,1	0,8	- 0,3	- 0,8	1,5	0,0
	1975	- 1,8	- 0,5	- 2,7	- 0,6	- 0,4	1,8	0,7
Royaume-Uni . . .	1973	6,5	0,4	2,0	0,7	- 0,2	2,9	0,7
	1974	- 0,3	1,0	- 0,8	- 0,2	- 0,2	- 0,7	0,5
	1975	- 1,7	0,2	- 2,2	- 0,2	0,2	- 0,2	0,6
Suède	1973	3,5	2,1	- 0,4	0,4	- 0,1	1,0	0,5
	1974	4,2	- 1,6	2,6	0,7	- 0,4	2,3	0,7
	1975	0,5	- 1,9	0,7	- 0,4	- 0,5	1,6	1,0
Suisse	1973	3,2	0,4	1,0	- 0,2	0,2	1,4	0,3
	1974	2,0	1,0	2,6	- 0,5	- 1,2	- 0,3	0,3
	1975	- 7,0	3,8	- 4,0	- 4,9	- 0,9	- 1,4	0,4

* Le total des pourcentages de contribution des composantes de la demande est égal au pourcentage de variation du PNB, à l'exception des différences dues à l'arrondissement des chiffres.

Rapport de l'épargne des ménages au revenu disponible

Pays	1969	1970	1971	1972	1973	1974*		1975*	
						1er se- mestre	2ème se- mestre	1er se- mestre	2ème se- mestre
	en %								
Allemagne fédérale . . .	13,4	13,9	13,8	14,9	14,2	14,4	15,8	17,0	15,0
Canada	5,4	5,3	7,4	8,9	8,7	8,7	8,6	10,0	8,3
Etats-Unis . . .	5,6	7,4	7,7	6,2	8,1	7,7	7,4	8,6	7,9
France	14,8	17,0	16,9	16,7	17,6	17,2		17,5	
Japon	19,2	20,0	20,7	22,1	22,0	22,9	23,7	23,8	22,9
Royaume-Uni . .	8,2	9,1	8,8	10,0	10,9	12,0	15,1	13,4	14,3

* Données désaisonnalisées provenant de sources nationales.

réels disponibles des particuliers, après impôts et transferts, s'échelonne entre 0,9% en Italie et 1,4% aux Etats-Unis d'une part, 3,0% en France et 4,4% en Allemagne d'autre part; le Royaume-Uni a été le seul pays à n'avoir enregistré pratiquement pas de modification.

Malgré la progression des revenus réels disponibles dans presque tous les pays, les dépenses de consommation n'auraient pu s'accroître autant si les taux d'épargne, qui avaient atteint des niveaux très élevés en 1974 et au début de l'année suivante, n'avaient fléchi pendant le second semestre de 1975.

La confiance des consommateurs était tombée au plus bas depuis la guerre, sous l'effet du quadruplement des prix du pétrole, de la persistance de taux d'inflation élevés – d'où une contraction marquée du pouvoir d'achat et de la valeur réelle des actifs financiers – et finalement du fait de la menace persistante de chômage, qui devait atteindre les niveaux les plus élevés enregistrés depuis les années trente. Au milieu de ces incertitudes, les ménages avaient différé leurs achats de biens durables et de logements qui comportent d'ordinaire un important versement initial ou de lourdes charges financières. De fait, les acquisitions de logements ont connu une période de marasme exceptionnellement longue en raison de la hausse rapide des prix de ce secteur ainsi que de la raréfaction et du coût élevé des ressources hypothécaires dans la plupart des pays jusque vers le milieu de 1975. Aussi le rapport de l'épargne au revenu disponible des particuliers est-il monté en flèche. Les maxima ont généralement été atteints au premier semestre de 1975.

Par la suite, le taux d'épargne est revenu à des niveaux plus faibles. C'est ainsi qu'au second semestre de 1975, il est tombé de 17,0 à 15,0% en Allemagne fédérale, de 8,6 à 7,9 % aux Etats-Unis et de 10,0 à 8,3% au Canada. Dans le même temps, au Royaume-Uni, où le rythme d'inflation était demeuré le plus rapide des pays industrialisés, le taux d'épargne s'est maintenu au niveau élevé de 14% environ. En attendant un examen plus approfondi de cette question, on doit réserver son jugement sur les raisons de la baisse du taux d'épargne dans la plupart des grands pays. A-t-elle résulté d'un ralentissement du rythme de l'inflation, de l'augmentation de la valeur des actifs financiers ou du retour de la confiance? De toute façon, ces taux sont encore parmi les plus élevés de l'histoire économique et un nouveau

recul pourrait stimuler assez sensiblement la demande de biens de consommation. Certains indices – tel l'essor des immatriculations d'automobiles dans de nombreux pays depuis le début de 1976 – donnent à penser que cette évolution est peut-être même déjà en cours.

Relance de la demande globale par les pouvoirs publics. Au cours de l'année 1975, la plupart des pays industriels ont orienté leurs politiques budgétaires et monétaires dans un sens généralement expansionniste. Dans tous les grands pays, les gouvernements ont adopté d'importants trains de mesures de relance comprenant notamment des allègements fiscaux en faveur des particuliers et des entreprises, des améliorations sensibles des paiements de transfert, spécialement en faveur des retraités et des chômeurs, ainsi que l'extension des programmes de travaux publics. En outre, les stabilisateurs automatiques ont exercé leur action par l'intermédiaire du système fiscal, avec toutefois un retard souvent considérable. De plus, la consommation publique de biens et de services en 1975 a modérément stimulé l'évolution du PNB dans un certain nombre de pays.

Par suite de l'augmentation des décaissements et de la chute des recettes fiscales, au moins pendant le premier semestre de l'année, les finances publiques ont accusé des déficits très élevés, dont une part importante était la conséquence directe de la profonde récession dans le secteur privé. Il est difficile de distinguer les effets exercés sur le déficit des finances publiques par les stabilisateurs automatiques d'une part, et par les mesures d'intervention de l'autre, mais les sources nationales permettent d'estimer, dans une certaine mesure, l'importance relative de ces deux facteurs. Aux Etats-Unis, le déficit du budget fédéral s'est accru de \$62 milliards entre 1974 et 1975; d'après les estimations, cette aggravation serait due pour près de 50% à l'augmentation conjoncturelle des dépenses et au ralentissement des rentrées fiscales. Les autorités françaises estiment qu'un quart en gros du déficit d'environ FF 43 milliards de 1975 est attribuable à l'effet des stabilisateurs automatiques. En Allemagne fédérale, le déficit de trésorerie du secteur public s'est élevé en 1975 à DM 70 milliards – soit presque trois fois plus que l'année précédente – dont un tiers environ proviendrait du jeu des stabilisateurs automatiques. Pareille ventilation n'est toutefois pas disponible pour l'Italie et le Royaume-Uni, où les déficits du secteur public ont été extrêmement élevés même au plus fort de la précédente phase de haute conjoncture. On trouvera au Chapitre IV une étude comparée des dimensions des déficits budgétaires et de leur financement.

La progression des transferts sociaux pendant la récession a été attribuable en grande partie aux effets de la stabilisation automatique. Le chômage ayant atteint les niveaux les plus élevés depuis la Grande Dépression, la progression des paiements de transfert, qui avait déjà tendance à s'intensifier au cours des dix dernières années, s'est brusquement accélérée. Aux Etats-Unis, par exemple, le chômage a doublé au cours des dix-huit mois précédant le point inférieur du cycle conjoncturel; lorsque ce point a été atteint, au deuxième trimestre de 1975, les sans-travail étaient 8,3 millions. Pendant la même période, les dépenses de transfert au titre des divers programmes gouvernementaux ont progressé de près de 45%, pour atteindre une cadence annuelle de \$175 milliards environ au deuxième trimestre

de 1975. Ce chiffre représente environ 16% des revenus disponibles des particuliers et 49% des dépenses fédérales pour l'année en question. En Allemagne, les paiements de transfert ont progressé de 25% en 1975, et leur montant a représenté approximativement la moitié des traitements et salaires nets, contre 39% l'année précédente. Un fort accroissement des paiements de transfert a également été constaté en France, au Japon, au Canada et dans maints autres pays.

Mis à part le rôle important joué par les stabilisateurs automatiques et les transferts, il convient de mentionner les programmes fiscaux de grande envergure lancés par la plupart des gouvernements. Les Etats-Unis ont non seulement accru sensiblement les paiements de transfert, mais ils ont en outre voté en mars 1975 la loi sur la réduction des impôts qui a été mise en vigueur la même année. Cette loi prévoit une diminution des taux de l'impôt retenu à la source sur le revenu des personnes physiques ainsi que des impôts sur les bénéfices des sociétés pour le reste de l'année 1975 (montant: environ \$12 milliards), des remboursements forfaitaires, dont le total a presque atteint \$10 milliards, et le versement de prestations supplémentaires aux bénéficiaires de la sécurité sociale. Ce train de mesures a eu une incidence fiscale inhabituellement forte par rapport aux programmes analogues lancés depuis la guerre pour amorcer la reprise de l'économie. Les allègements de l'impôt sur les revenus des personnes physiques et bénéfices des sociétés ont été étendus aux six premiers mois de 1976.

Les autorités d'autres grands pays industriels ont encore assoupli leurs politiques budgétaires dans le courant de l'année 1975. En Allemagne, le gouvernement fédéral, après avoir stimulé les dépenses d'équipement à la fin de 1974 par l'octroi d'une prime à l'investissement de 7,5%, a pris en août des mesures visant principalement à relancer le bâtiment, le logement et les travaux publics. Quant aux autorités françaises, elles ont annoncé en septembre le lancement d'un vaste programme destiné à renforcer l'orientation expansionniste qui caractérisait déjà la politique budgétaire au premier semestre de 1975. Ces mesures, dont le puissant effet stimulant s'est poursuivi en 1976, prévoyaient principalement, en matière d'investissements, l'octroi de crédits d'impôt aux entreprises, le lancement de grands travaux par le secteur public ainsi que le relèvement des paiements de transfert. Les autorités italiennes, qui avaient commencé à desserrer leur politique au début de 1975, ont annoncé, au mois d'août, une série de mesures de relance budgétaires destinées à encourager la construction de logements et d'hôpitaux, les travaux publics et l'agriculture. Au Japon, comme la reprise de l'économie s'est ralentie au second semestre de 1975, le gouvernement a lancé un nouveau train de mesures d'encouragement comprenant notamment une augmentation des dépenses de travaux publics et des aides financières aux entreprises, dont l'application devait intervenir au cours de l'exercice budgétaire s'achevant en mars 1976.

A la différence des pays d'Europe continentale, qui ont réorienté leur politique en 1975, les autorités du Royaume-Uni ont principalement porté leurs efforts sur la lutte contre l'inflation, et cela malgré la montée constante du chômage, qui a atteint 1,2 million de personnes en février 1976. La politique de limitation volontaire des revenus a constitué la clé de voûte du programme de stabilisation mis en œuvre par le gouvernement. Le montant des dépenses visant à stimuler les projets d'investissements industriels et le secteur du bâtiment a été modeste. En même temps la consommation du secteur

public a néanmoins enregistré une forte progression, absorbant une part croissante des ressources disponibles.

Parallèlement à l'adoption progressive de mesures budgétaires d'incitation, on a constaté un assouplissement général de la politique monétaire (cf. Chapitre IV). Bien que les taux d'intérêt à court terme aient déjà reculé par rapport à leurs maxima en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, le revirement décisif de la politique monétaire n'est intervenu qu'à la fin de 1974 et au début de 1975, lorsque les banques centrales ont abaissé à plusieurs reprises et à intervalles rapprochés leur taux d'es-compte. Sous l'effet de la faiblesse de la demande de crédit du secteur privé et de l'assouplissement graduel de la politique suivie en matière de liquidité bancaire, les taux à court terme ont dans l'ensemble poursuivi leur mouvement de baisse. Les principales exceptions ont été les Etats-Unis et le Royaume-Uni, où les taux du marché monétaire se sont momentanément tendus au cours de l'été et au début de l'automne, notamment par suite du durcissement de la politique des autorités. Les taux d'intérêt ont continué à fléchir pendant les premiers mois de 1976, sauf dans les pays où les autorités se sont vues contraintes d'adopter des mesures restrictives eu égard aux difficultés rencontrées sur le marché des changes. Tout récemment, dans le courant du mois de mai, des signes d'un raffermissement plus général des taux d'intérêt à court terme sont apparus sur les marchés.

Les autres pays ont également adopté des politiques économiques plus expansionnistes en 1975, et cela au plus fort de la récession – qui les a touchés avec un certain retard – au moment où le volume du commerce international se contractait brutalement. Les Pays-Bas et le Danemark ont stimulé leur économie par des allègements fiscaux et des travaux publics; la Suisse, de son côté, entreprenait avec prudence d'aider le secteur de la construction, durement éprouvé par la conjoncture, tandis que l'Autriche imprimait une orientation modérément expansionniste à sa politique. Par ailleurs, les budgets de l'Irlande, de l'Australie, et de la Nouvelle-Zélande sont devenus plus expansionnistes. La Finlande, pour sa part, a adopté une attitude relativement restrictive eu égard au difficile problème que lui posait sa balance des paiements, et l'Espagne a atténué son orientation expansionniste pour freiner la hausse des prix intérieurs. Dans plusieurs pays, les mesures budgétaires ont été plus ou moins liées à une politique des revenus, comme par exemple aux Pays-Bas, en Norvège, au Danemark et en Suède, ainsi qu'en Nouvelle-Zélande. D'une manière générale, les pays de moindre importance ont également, à l'instar des grands pays, assoupli leur politique monétaire encore que la Finlande, la Grèce, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud aient dû faire face à des contraintes d'ordre extérieur.

Ajustements de stocks et commerce international. Si les dépenses de consommation, soutenues – voire stimulées – par les politiques budgétaires et monétaires, ont constitué la base du redressement général, les ajustements de stocks et la relance correspondante du commerce international ont imprimé un élan supplémentaire à la reprise.

Des mouvements de stocks très amples et très brusques se sont produits pendant la récession de 1974–75 ainsi qu'au cours de la phase ascendante qui a suivi. Ils ont accentué les fluctuations de la production et du commerce international, qui ont pris une ampleur sans précédent dans la plupart des pays industriels depuis la fin de la

dernière guerre. D'ailleurs, le déstockage rapide du premier semestre de 1975 a ouvert la voie à l'accroissement de la production et à la reconstitution des stocks pendant la phase de redressement qui est intervenue plus tard dans l'année et au début de 1976. A la fin de 1974, après l'effondrement de la demande de biens de consommation dans les principaux pays, le rapport des stocks aux ventes avait atteint un niveau record, notamment aux Etats-Unis. En même temps, par suite de la détérioration sensible de la situation financière des entreprises – résultat combiné d'une diminution des marges bénéficiaires et de l'application de politiques monétaires restrictives – il était à la fois difficile et coûteux de financer les stocks excédentaires. Les chefs d'entreprise ont donc allégé leurs stocks de biens de consommation finis et de produits semi-finis. Afin de réduire le rapport des stocks de matières premières et de biens intermédiaires à la production et aux ventes – en baisse – certaines entreprises ont dû restreindre leurs achats dans une proportion supérieure au recul de la production. Le déstockage qui s'est produit simultanément dans la plupart des pays, et qui a porté à la fois sur les produits finis, les biens intermédiaires et les matières premières transformées, a eu une incidence presque immédiate et particulièrement sévère sur les importations au sein du groupe des pays industriels. Ceci ressort clairement de la nette amélioration enregistrée par la balance commerciale de la plupart d'entre eux.

Au second semestre de 1975, le processus de déstockage, qui était pratiquement terminé aux Etats-Unis et au Japon, s'atténuait progressivement en Europe. En conséquence, l'accroissement de la demande de biens de consommation a exercé un effet multiplicateur sur la production et, à la fin de l'année, la reconstitution des stocks s'est produite dans certains secteurs et dans plusieurs pays. Pendant la reprise, comme pendant la récession, l'ajustement des stocks a une fois de plus influencé – en l'occurrence relevé – le niveau des importations. Cette évolution était déjà amorcée à la fin de 1975, comme le confirme la détérioration progressive de la balance commerciale des grands pays industriels.

Perspectives de reprise et rôle de l'investissement productif

Si la plupart des indices laissent prévoir une reprise assez générale qui gagne désormais l'ensemble du monde industriel, et qui semble conforme au schéma habituel apparu lors des précédentes phases ascendantes de l'après-guerre, les perspectives à plus long terme d'expansion soutenue de l'économie dépendent, dans une large mesure, de la formation de capital fixe au niveau des entreprises.

Le renouveau de l'investissement pourrait stimuler la demande dans les secteurs des biens de production, produits intermédiaires et construction, où les capacités sont actuellement excédentaires. Cependant l'investissement considéré simplement comme un stimulant de la demande ne paraît pas revêtir une importance primordiale, car on peut affirmer que la reprise actuelle se développe à un rythme suffisamment rapide pour dissiper des appréhensions sérieuses quant à une éventuelle insuffisance de la demande globale. Toutefois, l'investissement remplit également une autre fonction: il crée des capacités productives supplémentaires et il *peut* créer de nouveaux emplois; mais ce n'est pas une certitude. Dans de nombreux cas, il peut même entraîner une régression du niveau de l'emploi.

Taux moyens de chômage¹

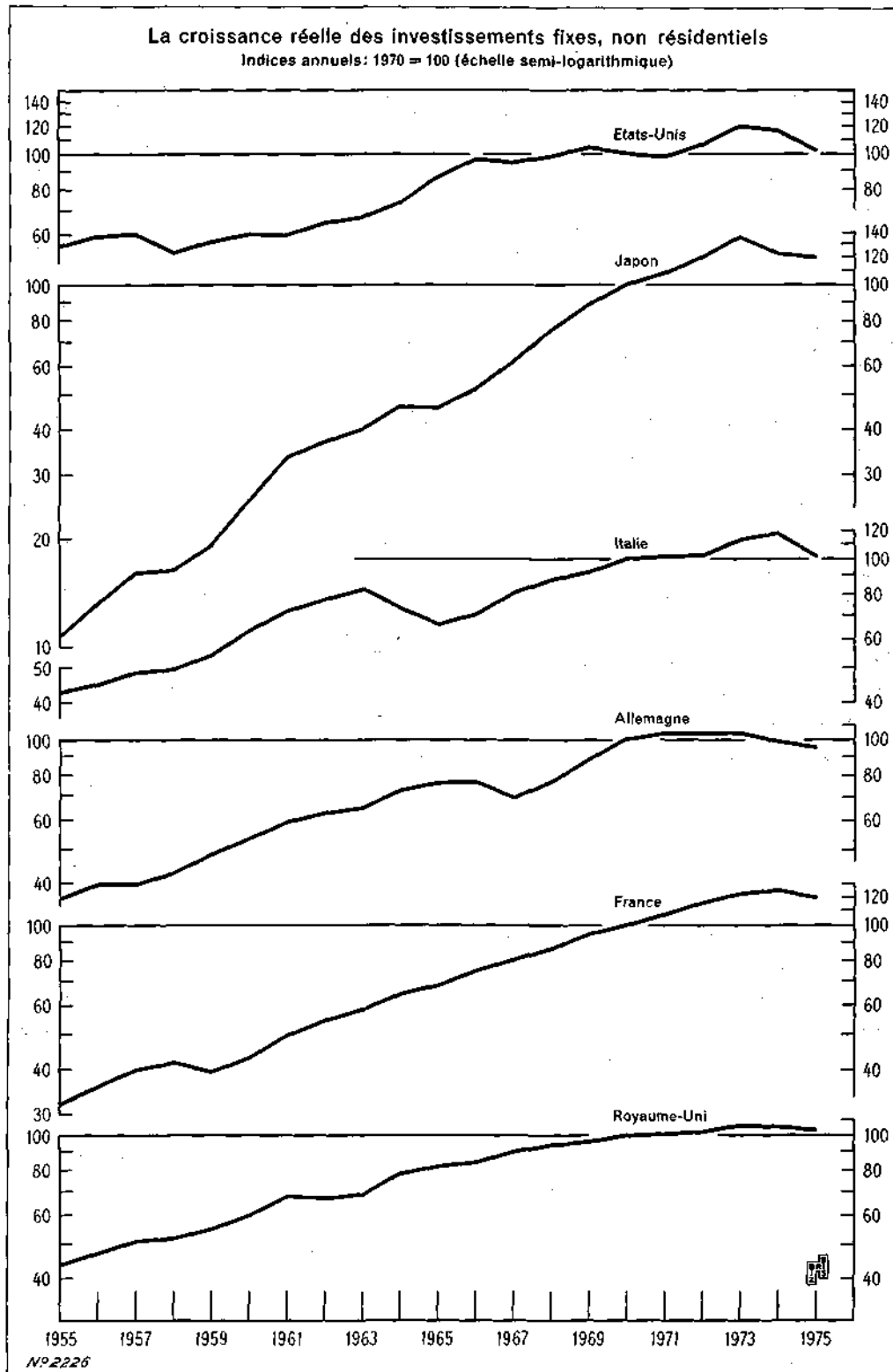
Pays	1968-70	1971-75	1974		1975		1976 dernier mois connu
			1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre	
	en % de la main-d'œuvre totale						
Allemagne fédérale . . .	1,0	2,1	2,4	3,0	4,8	4,7	4,8 ²
Etats-Unis	3,9	6,1	5,1	6,2	8,4	8,5	7,5 ²
France	1,7	2,6	2,0	2,5	3,6	4,1	4,4 ³
Italie	3,5	3,3	2,8	2,9	3,3	3,4	3,5 ⁴
Japon	1,2	1,4	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0 ⁵
Royaume-Uni	2,1	3,2	2,5	2,7	3,4	4,6	5,3 ²

¹ Sur la base de définitions nationales qui ne sont pas exactement comparables d'un pays à l'autre. Chiffres corrigés des variations saisonnières. ² Avril. ³ Mars. ⁴ Dernier trimestre de 1975. ⁵ Février.

La hausse accélérée des coûts de main-d'œuvre enregistrée ces toutes dernières années dans la plupart des pays industriels – notamment en Europe occidentale – a fortement poussé les chefs d'entreprise à réaliser des investissements ayant pour but d'économiser de la main-d'œuvre, au détriment de ceux qui, augmentant le stock de capital, créent des capacités (et des emplois). La sévérité de la récession a, bien sûr, accéléré cette tendance dont l'origine remonte probablement à quelques années. Le danger de cette politique d'investissement, si elle se poursuit en dépit de la relance des affaires, réside dans le fait que les économies en expansion risquent de se heurter à des goulots d'étranglement alors que, parallèlement, subsiste un chômage important. Les chiffres actuels sur le chômage, qui sont demeurés jusqu'ici à des niveaux exceptionnellement élevés, sont assez éloquentes à cet égard.

Pour éviter un tel déséquilibre, la plupart des pays occidentaux se voient contraints d'accroître sensiblement les *deux* types d'investissement mentionnés ci-dessus. Inutile de dire qu'un boom des investissements – dans toute l'acception du terme – venant s'ajouter à une vigoureuse tendance à la hausse de la consommation privée et publique, pourrait avoir des effets aussi dangereux qu'une absence de reprise des dépenses d'investissement, car il pourrait préparer le terrain à une nouvelle vague d'inflation. Ce qu'il faut, par conséquent, au monde industriel occidental, s'il veut essayer de retrouver les taux de croissance élevés et mieux équilibrés du début des années soixante, c'est maintenir un rythme d'expansion relativement modéré des dépenses globales, tout en accroissant la part consacrée à la formation de capital, au détriment de la consommation.

Pour la réalisation du second objectif, les perspectives sont loin d'être encourageantes. En 1974-75, la conjonction inhabituelle d'une inflation rampante et d'une profonde récession a porté un coup sévère, dans la plupart des pays, à la rentabilité des entreprises et à leur marge brute d'autofinancement. Mais, dans une perspective à plus long terme, cette détérioration cyclique de la rentabilité n'a fait qu'accentuer le fléchissement des taux de rendement réels du capital, observé dans la plupart des pays depuis les années soixante. C'est dans ces conditions que s'est produite en 1974-75 la chute des dépenses d'investissement. La progression remarquable du cash-flow des sociétés américaines au second semestre de 1975 s'insère dans le même contexte. En soi, l'amélioration conjoncturelle des profits n'a fait que corriger les effets de la récession et



n'a guère permis jusqu'ici de renverser la baisse tendancielle de la rentabilité des sociétés.

Les informations dont on dispose au sujet de la contraction des marges bénéficiaires font apparaître une situation fort instable et ouvrent des perspectives peu optimistes en ce qui concerne les investissements d'extension des capacités. En Allemagne, selon des sources nationales, le rendement du capital est tombé à 14,4% en 1974, alors qu'il était de 22,7% en 1970. Au Royaume-Uni, le mouvement de baisse a été encore plus marqué. Après ajustement pour tenir compte de la revalorisation des stocks et de l'insuffisance d'amortissement, le taux de rendement réel du capital après impôts est tombé de 7-9% au début des années soixante à 3,5% environ au début des années soixante-dix et à près de zéro en 1974, si l'on ne tient pas compte des dégrèvements fiscaux sur la revalorisation des stocks. Aux Etats-Unis également il a été estimé que le rendement après impôts du capital (évalué au coût de remplacement) a diminué de près de la moitié entre le milieu des années soixante et 1973.

Cependant, par suite de l'affaiblissement conjoncturel de la rentabilité, le cash-flow des sociétés (provisions pour amortissement et bénéfices non distribués) a de nouveau sensiblement diminué. Ce point est important parce que l'investissement est en général assez étroitement lié aux marges brutes d'autofinancement. Au Japon, par exemple, l'insuffisance de l'investissement au cours des deux dernières années peut sans aucun doute être attribuée en partie à la forte baisse de la capacité d'autofinancement; il est intéressant de constater à cet égard que le taux d'autofinancement est revenu d'environ 83% en 1972 à 50% seulement en 1974 et à 59% en 1975 (estimation). La même remarque vaut pour la France où la part de l'autofinancement dans les investissements en capital fixe est tombée à 58% en 1975 contre 64% l'année précédente.

L'incidence de ces variations sur les investissements en capital fixe non résidentiels est frappante. Partout sauf en France, la tendance à la hausse desdits investissements s'est interrompue bien avant la récession: dès 1966 aux Etats-Unis et en 1970-71 en Allemagne, en Italie, au Japon et au Royaume-Uni.

En contrepartie de cet amenuisement des marges bénéficiaires des sociétés, on a assisté à une augmentation graduelle, sur une longue période, puis à une forte accélération durant la récession, de la part des salaires dans le revenu national. Alors que la détérioration des termes d'échange des pays industriels (cf. Chapitre V) aurait justifié une stabilisation, voire une baisse des salaires réels, c'est le contraire qui s'est produit: les salaires ont continué à augmenter plus vite que le coût de la vie, les Etats-Unis constituant la seule exception importante. Le fardeau de l'ajustement a donc reposé presque exclusivement sur les profits. Au cours des années, les gouvernements eux-mêmes ont contribué au laminage des marges bénéficiaires en alourdissant l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

Il est encore trop tôt pour savoir si la reprise actuelle permet d'escompter une redistribution des revenus en faveur des profits, qui soit d'une ampleur suffisante pour engendrer une croissance convenable des investissements d'extension des capacités et de création d'emplois. Certains signes semblent indiquer que les Etats-Unis se dirigent dans cette voie: après la baisse des salaires réels durant la récession, on constate maintenant

une amélioration substantielle des bénéfices des sociétés. Mais cela va-t-il continuer? D'autres indices donnent également à penser que ce que les Etats-Unis obtiendront peut-être par le simple jeu des forces du marché, l'Allemagne pourrait l'atteindre grâce à un degré raisonnable de consensus social: la modération des hausses conventionnelles de salaires durant les premiers mois de 1976 est de nature à favoriser l'amélioration des bénéfices des sociétés. Mais cela durera-t-il? Les perspectives sont loin d'être brillantes dans une grande partie du monde industrialisé. On récuse le libre jeu des forces du marché qui risque d'entraîner des privations et des inégalités. En même temps, il est difficile de trouver des solutions de rechange politiquement acceptables pour assurer une formation de capital susceptible de résorber le chômage et de porter la croissance aux niveaux atteints dans les années soixante. C'est pourtant ce qu'escomptent toujours la plupart des gens.

III. INFLATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE

Bien qu'avec un retard inhabituellement long, la récession s'est effectivement traduite par un ralentissement de l'inflation dans les pays industriels, et la première phase de la reprise des affaires a permis de consolider les succès remportés antérieurement dans la lutte contre l'inflation. Jusqu'ici les résultats ont cependant été inégaux d'un pays à l'autre. Bien plus, le monde entier risque de connaître une nouvelle accélération de la hausse des prix si la reprise synchronisée est mal maîtrisée. Il importe donc au plus haut point que les autorités s'efforcent, en tenant fermement en main la progression des agrégats monétaires, de maintenir l'allure modérée du mouvement de redressement.

Cette tâche peut s'avérer certes difficile, étant donné l'ampleur des déficits du secteur public, mais les statistiques de l'année dernière nous livrent au moins un fait rassurant: dans de nombreux pays, la croissance de la masse monétaire est restée plus modérée durant la récession et au début du redressement que pendant la phase correspondante du cycle précédent.

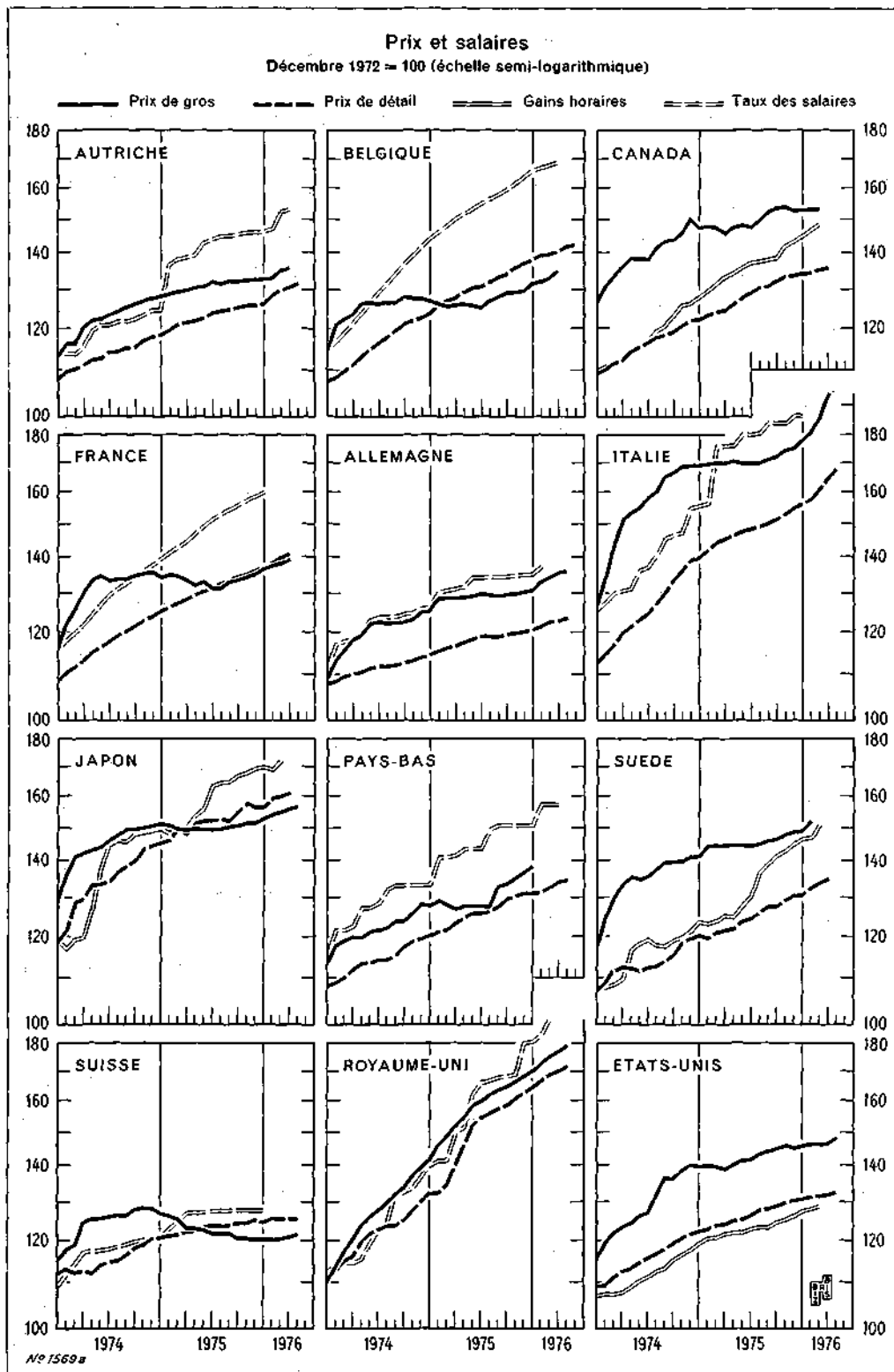
L'évolution récente de l'inflation

Si la flambée des prix de détail s'est atténuée progressivement depuis un an et demi environ, ce ralentissement a été plus satisfaisant dans certains pays que dans d'autres.

Rappelons que les taux d'inflation avaient connu en 1974 une vive accélération, en dépit de la récession amorcée à la fin de 1973. En grande partie sous l'impulsion du renchérissement des produits pétroliers et des matières premières intervenu précédemment, les prix de détail ont généralement enregistré des hausses records à la fin de l'année 1974. En décembre, les taux d'inflation sur douze mois se situaient, dans la plupart des pays, entre 10 et 25%. Dans deux cas seulement — Allemagne fédérale et Suisse — ils ont effectivement baissé en 1974.

Toujours est-il que le taux de progression des prix de gros s'est ralenti à partir de l'été ou du début de l'automne 1974. A la fin de l'année, ces prix s'étaient nettement orientés vers une plus grande stabilité et sont demeurés relativement les mêmes dans la plupart des pays tout au long du premier semestre de 1975. Dans certains pays tels que le Benelux, la France et la Suisse, les prix de gros ont même amorcé un mouvement de baisse pendant cette période. Parmi les grands pays, seul le Royaume-Uni continuait d'enregistrer de fortes hausses.

Avec le retard habituel, la tendance à la hausse des prix de détail s'est infléchie vers la fin de 1974. En 1975, la plupart des pays ont connu un rythme d'inflation nettement plus faible que l'année précédente. C'est ainsi qu'en décembre un groupe important de pays — Allemagne fédérale, Autriche, Danemark, États-Unis, Japon et Suisse — a réussi à ramener la hausse des prix de détail à des taux sur douze mois allant de 3,5 à 7,5%. Dans un certain nombre d'autres pays dont le Benelux, le Canada, la France, l'Italie et la Suède, les taux d'inflation se sont regroupés autour de 9 à 11%.



Prix de détail

Pays	Variations sur douze mois						
	1971	1972	1973	1974	1975		1976
	décembre	décembre	décembre	décembre	juin	décembre	dernier mois connu
	en %						
Allemagne fédérale . . .	5,8	6,5	7,8	5,9	6,4	5,4	5,2 ¹
Autriche	4,9	7,6	7,8	9,7	8,3	6,8	7,7 ¹
Belgique	5,6	6,4	7,3	15,7	12,5	11,0	9,7 ¹
Canada	5,0	5,1	9,1	12,3	10,3	9,5	8,9 ¹
Danemark	5,7	7,1	12,6	15,5	10,6	4,3	8,9 ¹
Espagne	9,7	7,3	14,2	17,9	17,1	14,1	16,2 ¹
Etats-Unis	3,4	3,4	8,8	12,2	9,3	7,0	6,1 ¹
Finlande	8,6	7,1	14,1	16,9	18,1	18,1	16,7 ²
France	6,0	8,9	8,5	15,2	11,7	9,6	9,6 ²
Italie	4,7	7,4	12,5	24,5	19,0	11,2	13,9 ²
Japon	4,6	5,3	19,1	21,9	13,4	7,6	9,3 ¹
Pays-Bas	8,4	7,9	8,2	10,9	10,3	9,1	9,8 ¹
Royaume-Uni	9,0	7,7	10,6	19,2	26,1	24,9	18,9 ¹
Suède	7,1	6,2	7,5	11,6	10,6	8,9	11,1 ²
Suisse	6,6	6,9	11,9	7,6	8,0	3,4	2,2 ¹

¹ Avril. ² Mars.

Au Royaume-Uni, en revanche, les prix de détail ont encore progressé de près de 25% sur l'ensemble de l'année.

Les évolutions au cours des premiers mois de 1976 ont été plutôt variées. Le taux d'inflation sur douze mois a continué de diminuer dans des pays comme la Belgique, le Canada, les Etats-Unis et la Suisse, et le tableau serait même plus encourageant si l'on ne considérait que les variations des six derniers mois. Dans le cas du Royaume-Uni par exemple, la hausse des prix d'octobre 1975 à avril 1976, exprimée en taux annuel, est revenue à 15,4%, ce qui représente une nette amélioration par rapport aux résultats de l'année 1975. En revanche, l'augmentation des prix de détail semble s'être intensifiée récemment dans plusieurs pays. Il est possible que ces mouvements soient déjà la conséquence, dans une certaine mesure, de la nouvelle flambée des prix de gros amorcée dans un grand nombre de pays pendant l'été 1975.

Deux conclusions évidentes se dégagent néanmoins de la tendance générale des prix depuis le début de 1975. La première est que les pays industriels du monde occidental ont connu, dans l'ensemble, un ralentissement de l'inflation. La seconde est que les succès obtenus varient considérablement d'un pays à l'autre. Comment peut-on expliquer ces deux phénomènes?

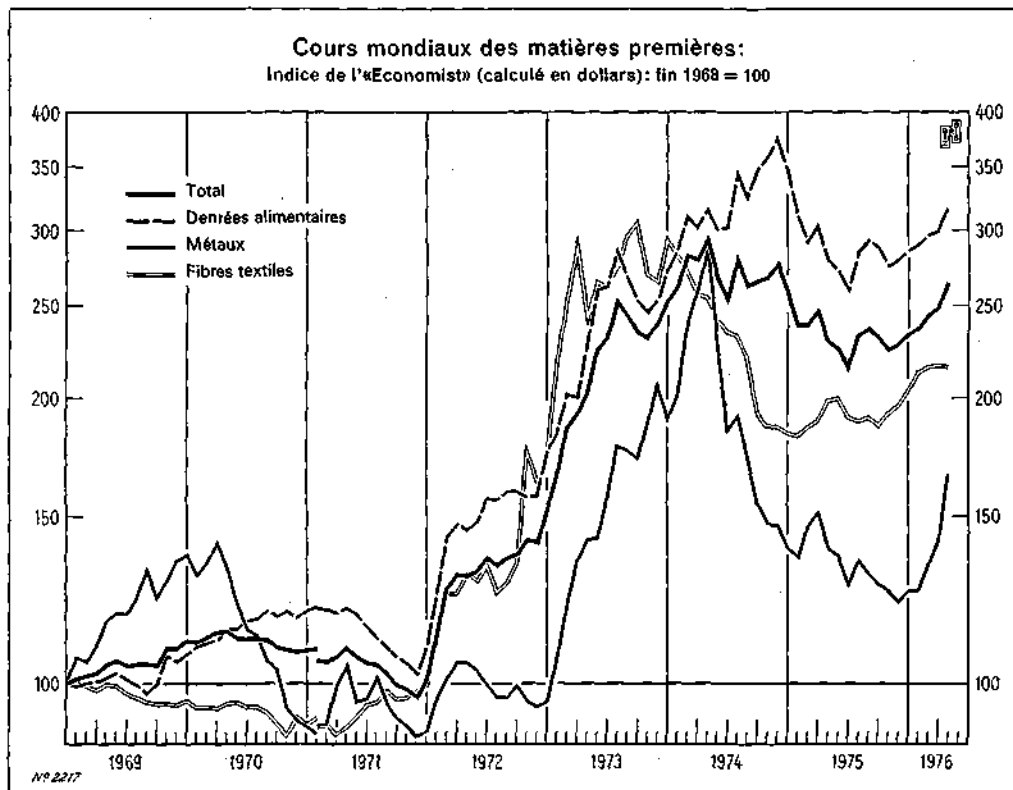
Facteurs à l'origine du ralentissement général de l'inflation

Le principal facteur de décélération de l'inflation a été la récession mondiale elle-même. Son influence s'est fait sentir à la fois indirectement par la baisse des cours des matières premières sur les marchés internationaux et directement par l'affaiblissement de la demande de main-d'œuvre et de produits. Toutefois, en raison de la dynamique même de l'inflation et, plus particulièrement, du délai nécessaire pour que les

précédentes hausses des prix du pétrole et des matières premières se répercutent à travers le système, les prix des produits finis n'ont réagi que tardivement au ralentissement de la demande.

Cours des matières premières sur les marchés internationaux. Le principal facteur, l'année dernière, d'atténuation des tensions inflationnistes a été la baisse des cours des matières premières sur les marchés mondiaux. Selon l'indice de l'«Economist» (calculé en dollars), le fléchissement a commencé en moyenne au printemps de 1974 et s'est poursuivi de manière irrégulière jusqu'au milieu de l'année 1975. Ce sont les cours des fibres textiles qui ont été les premiers à se replier, suivis par ceux des métaux qui ont enregistré un net recul en avril, tandis que les denrées alimentaires ont continué à augmenter fortement avant de s'inscrire elles aussi en baisse à la fin de 1974. Ces diminutions se sont très rapidement répercutées, avec toutefois un décalage plus ou moins important selon les pays, au niveau des prix de gros (voir graphique page 28). Vers le milieu de l'année 1975, l'indice de l'«Economist» avait atteint environ 2,2 fois son niveau de fin 1971, alors qu'en avril 1974, date de son niveau record, il atteignait près de trois fois celui de la fin de 1971.

Le prix du pétrole brut, qui n'est pas compris dans l'indice des cours des matières premières, a quelque peu fléchi jusqu'à la fin de l'été 1975, en raison de l'atonie de la demande et des efforts déployés par certains pays producteurs pour conquérir une



plus large part du marché. En septembre, les pays de l'OPEP ont annoncé une nouvelle hausse de 10% de leur prix de vente de base, applicable jusqu'au milieu de 1976. Depuis lors, on constate un raffermissement des cours effectivement pratiqués sur le marché, lié à la reprise de l'activité économique mondiale.

Depuis l'été dernier, l'indice général des prix des matières premières s'est encore relevé, d'abord sous l'impulsion de la hausse des denrées alimentaires, puis du fait également de celle des fibres textiles et des métaux. Au printemps de 1976, cet indice est revenu à un niveau supérieur à 2,6 fois celui de décembre 1971, rattrapant ainsi près de la moitié du fléchissement enregistré pendant la récession. Ces variations s'expliquent essentiellement par le nouvel essor économique, mais la flambée des prix alimentaires est imputable à des facteurs spécifiques: mauvaise récolte de céréales, une fois encore, en Union Soviétique, et réduction de la production de café due à des gelées catastrophiques au Brésil.

Salaires nominaux, coûts salariaux par unité produite et marges bénéficiaires. Au moment où le fléchissement des cours mondiaux des matières premières entraînait un ralentissement de l'inflation dans les différents pays, l'amélioration de la tendance des prix de détail exerçait une influence modératrice sur la croissance des salaires nominaux. En outre, la contraction de la demande intérieure, en agissant directement sur les marchés de l'emploi et des produits, a permis d'obtenir une certaine atténuation des pressions salariales, tout en provoquant une érosion sensible des marges bénéficiaires.

Les salaires nominaux ont évolué de façon très différente d'un pays à l'autre. Dans certains, le taux de croissance a fortement baissé, notamment en Allemagne, aux Etats-Unis et en Suisse, où les rémunérations ou les taux de salaires n'ont progressé que de 6 à 8% en 1975, ainsi qu'au Japon, où l'augmentation des gains n'a

Salaires dans l'industrie¹

Pays	Variations sur douze mois						
	1971	1972	1973	1974	1975		1976
	décembre	décembre	décembre	décembre	juin	décembre	dernier mois connu
	en %						
Allemagne fédérale . . .	5,6	9,3	7,5	15,0	9,8	8,0	4,2 ²
Autriche	12,5	7,2	12,0	15,3	15,8	10,4	.
Belgique	12,6	15,0	16,3	24,1	19,6	18,0	12,3 ³
Canada	8,6	8,2	9,5	16,6	17,7	13,2	13,3 ³
Danemark	13,9	11,3	24,7	22,4	20,2	14,7	.
Espagne	12,1	19,8	24,7	31,4	24,5	26,2 ⁴	.
Etats-Unis	6,0	6,5	6,6	11,7	10,2	7,1	6,6 ⁵
Finlande	19,2	11,4	19,2	24,6	23,5	18,9	.
France	10,7	12,2	15,9	20,3	17,2	14,8	.
Italie	10,8	12,1	25,4	24,1	31,1	20,3	.
Japon	13,8	16,9	19,1	25,6	12,9	13,8	14,8 ⁵
Pays-Bas	15,0 ⁴	10,7 ⁴	14,2 ⁴	16,6 ⁴	13,4 ⁵	13,9 ⁴	13,5 ²
Royaume-Uni	9,0	14,0	14,7	26,7	24,3	20,7	19,3 ⁵
Suède	10,6	11,3	8,6	13,7	9,1	18,7	22,7 ⁵
Suisse	8,9	8,5	9,2	10,7	8,3	5,8	.

¹ Gains mensuels, hebdomadaires ou horaires, sauf pour les chiffres en italique qui sont des taux de salaire.

² Janvier. ³ Mars. ⁴ Octobre. ⁵ Février. ⁶ Juillet.

atteint qu'environ la moitié de celle de 1974. Un autre groupe de pays comprenant la Belgique, le Canada, le Danemark, la France et les Pays-Bas a réussi à réduire sensiblement les hausses de salaires qui sont néanmoins restées élevées entre 13 et 18%. Dans d'autres pays cependant — Espagne, Finlande, Italie et Royaume-Uni — l'accroissement des salaires nominaux a été de l'ordre de 20 à 25% environ.

L'évolution est encore plus contrastée si l'on considère les coûts salariaux par unité produite. Aux Etats-Unis et en Allemagne, ils sont restés pratiquement stables tout au long de 1975 dans l'industrie de transformation, alors qu'au Japon ils progressaient de 6%. Ce dernier chiffre est toutefois à rapprocher du bond de près de 35% enregistré en 1974. Dans ces trois cas, mais surtout aux Etats-Unis, les résultats obtenus traduisent déjà les progrès de productivité nés de la reprise conjoncturelle. Dans la plupart des autres pays, en revanche, la hausse des coûts salariaux unitaires a atteint l'année dernière 15 à 25% et parfois même davantage. Ces pourcentages sont dus en partie au faible taux d'utilisation des capacités productives ainsi qu'à une thésaurisation de main-d'œuvre.

Il n'en reste pas moins — et cela est un fait préoccupant — que dans de nombreux cas la progression des salaires n'a pas été judicieusement adaptée à l'évolution des gains de productivité effectifs ou potentiels. Dans un grand nombre de pays, notamment en Europe occidentale, les rémunérations ont été étroitement liées aux prix de détail par l'intermédiaire des mécanismes d'indexation, dont le principal effet a été de rendre plus difficile un ralentissement rapide de l'inflation. Ces systèmes revêtent un caractère plus officiel dans certains pays (par exemple au Benelux et en Italie) que dans d'autres; ils ont pratiquement exclu tout ajustement véritable des revenus réels, qui aurait pourtant été opportun à la suite de la détérioration des termes d'échange consécutive à l'enchérissement du pétrole et des matières premières.

Dans ce contexte, par conséquent, un certain nombre de pays ont pris de nouvelles initiatives en matière de politique des revenus, l'objectif étant, dans chaque cas, de rompre la spirale des salaires et des prix.

Au Royaume-Uni, un des principaux facteurs de ralentissement de la hausse des prix a été l'acceptation par les trade unions d'un programme de limitation volontaire des augmentations de salaires. Ce programme a plafonné à £6 par semaine l'accroissement maximum des rémunérations pendant l'année ayant commencé en août 1975; les personnes dont le revenu dépasse £8.500 par an ne pouvant prétendre à aucune augmentation. Ce plafond équivalait à une progression moyenne de 12% en rythme annuel. L'accord est intervenu au terme d'une période de douze mois marquée par une explosion de près de 35% des taux de salaires. Dans son budget d'avril 1976, le Chancelier de l'Echiquier a proposé une série d'allègements fiscaux, dont l'application est toutefois liée à l'acceptation par les salariés d'une nouvelle directive en matière de hausse des salaires pour la période de douze mois qui commencera en août 1976. Conformément à un accord conclu ultérieurement, la nouvelle formule prévoit une augmentation maximum de 5% des taux de salaires hebdomadaires, mais fixe une limite supérieure de £4 et une limite inférieure de £2,50. On s'attend que cet accord limitera la progression moyenne des rémunérations sur douze mois à environ 6%; sur cette base, les dégrèvements fiscaux seront appliqués intégralement.

Au Canada, la forte tension régnant sur le marché du travail a conduit le gouvernement à mettre en vigueur, en octobre 1975, un vaste programme de lutte contre l'inflation comprenant, en matière de prix et de revenus, des directives obligatoires pour la plupart des secteurs. L'objectif est de ramener le rythme de hausse des prix de 10% au début de l'application de ces directives à 4% environ au bout de trois ans.

Dans plusieurs pays, les progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation semblent s'être articulés autour de la modification, ou de la suspension temporaire, des systèmes d'indexation. Aux Pays-Bas, où l'inflation était presque aussi forte en 1975 qu'en 1974, le gouvernement a bloqué tous les salaires contractuels pendant six mois à compter de décembre dernier, compte non tenu toutefois de l'ajustement semestriel effectué au début de 1976 pour compenser les effets de la hausse du coût de la vie. En Belgique, où le système d'indexation actuellement en vigueur couvre à la fois le secteur privé et le secteur public, et prévoit des ajustements fréquents, il a été décidé de couper pour un certain temps le lien prix-salaires pour les rémunérations excédant un certain montant. En Italie, en revanche, le système d'échelle mobile a été rendu plus sensible à la hausse des prix à la suite de la signature d'un nouvel accord patronat-syndicats au début de 1975. Devant la chute accélérée de la lire et la recrudescence des forces inflationnistes, des voix se sont élevées depuis lors en faveur d'une modification du système d'indexation.

Les priorités en matière de politique et l'interaction entre l'inflation et les taux de change

Dans les pays industriels, l'évolution de l'inflation a été fort différenciée. Certaines des raisons à l'origine de ces différences ont été évoquées précédemment; la principale a cependant trait aux priorités que se sont fixées les autorités des divers pays et à la façon dont ces préférences ont eu tendance, en exerçant une influence directe sur les taux de change, à provoquer un effet en retour sur les taux d'inflation eux-mêmes.

Il y a un peu plus de deux ans, tous les pays industriels se voyaient confrontés, à des degrés divers, au même problème: s'adapter aux répercussions de la hausse brutale du prix du pétrole et des cours des matières premières. Leurs différentes manières de réagir se sont surtout reflétées dans les choix qu'ils ont effectués entre la lutte contre l'inflation et le soutien de l'activité économique, au prix d'une aggravation du déficit de la balance des paiements courants.

Trois grands pays – Allemagne fédérale, Japon et Etats-Unis – ont pris la tête du mouvement en mettant en œuvre des politiques nettement anti-inflationnistes. Un autre pays, la Suisse, a adopté lui aussi une attitude résolue en matière de lutte contre l'inflation.

A l'opposé, plusieurs pays se sont efforcés de maintenir l'emploi à des niveaux assez élevés. Parmi ceux-ci, le Canada, la Norvège, la Suède et le Royaume-Uni, qui pouvaient tous compter, à ce moment-là, sur un accès aisé à des ressources financières extérieures.

Les autres pays se situent en général entre ces deux extrêmes. Dans certains cas – Belgique, France et Danemark – le mécanisme du «serpent» a nécessité

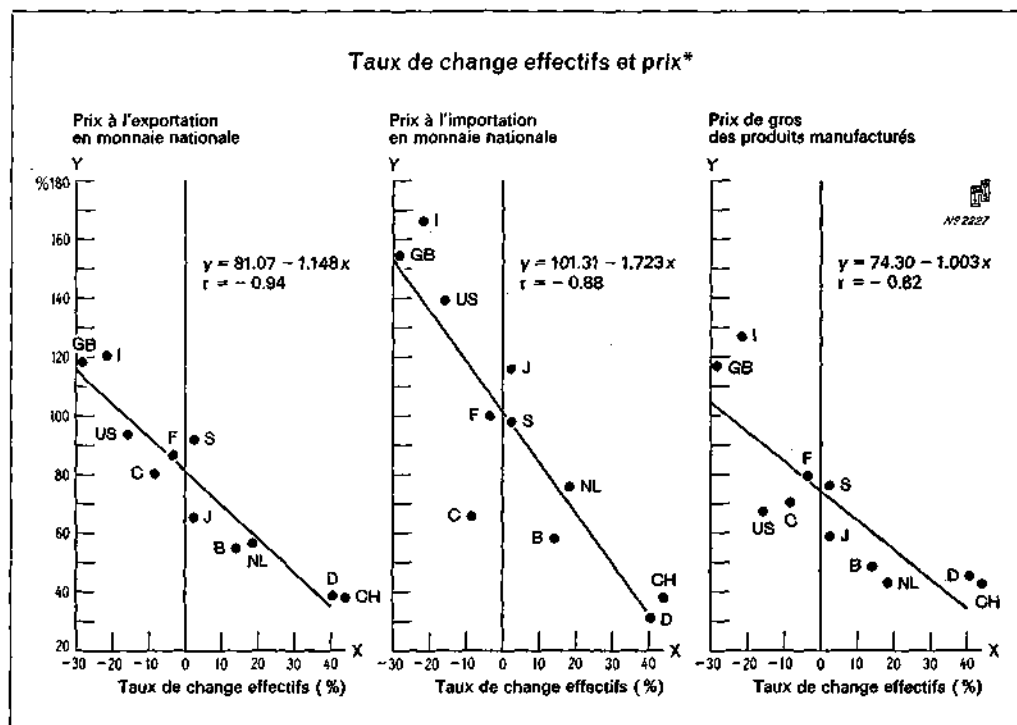
une certaine discipline monétaire. Dans divers pays, tels le Danemark, la France, l'Italie et l'Espagne, il était difficile de réaliser directement l'équilibre des paiements courants en raison de la gravité des déficits pétroliers, de sorte qu'il a fallu combiner le freinage à l'intérieur avec les emprunts à l'extérieur.

La principale conclusion qui se dégage de ces diverses expériences semble assez claire. D'une part, les pays qui se sont attaqués à l'inflation avec rapidité et ténacité ont remarquablement réussi à la freiner. Ils sont d'ailleurs parvenus à ce résultat en s'en remettant essentiellement aux forces du marché. D'un autre côté, les nations qui ont attaché une plus grande importance à la production et à l'emploi se sont trouvées confrontées, deux ans plus tard, non seulement aux mêmes problèmes apparemment insolubles du couple hausses de salaires-inflation, mais aussi à la plupart des effets néfastes de la récession. C'est pourquoi, dans plusieurs cas, le recours à une politique des revenus, destiné souvent à compléter l'action entreprise sur les plans monétaire et budgétaire, se révéla vite la seule façon satisfaisante de se dégager rapidement de la spirale inflationniste.

Une seconde raison importante de la diversité des effets de l'inflation réside dans le fonctionnement du système des taux de change flottants.

On constate que depuis plusieurs années les résultats obtenus par les différents pays en matière de prix et de salaires sont étroitement liés à l'évolution relative des taux de change. Selon les uns, le surcroît d'autonomie monétaire dont jouissent les pays à régime de changes flottants implique que les mouvements des taux de change refléteront passivement les taux d'inflation que ces pays « choisissent » de maintenir par rapport à l'inflation dans les autres pays. S'il y a beaucoup de vrai dans ce point de vue, l'expérience a montré que l'interaction de l'inflation et des taux flottants peut souvent résulter des variations de facteurs tels que la confiance, les anticipations et le dosage de mesures monétaires et budgétaires. Aussi est-elle sensiblement plus complexe. Les relations de cause à effet fonctionnent dans les deux sens et ont souvent tendance à se renforcer d'elles-mêmes. Ceci s'explique par le fait que les mouvements des taux de change peuvent, par le biais de leur incidence sur les prix à l'importation et à l'exportation, exercer un effet autonome sur le taux de hausse des prix intérieurs et des salaires. Cette influence est particulièrement forte dans les économies ouvertes, où le secteur du commerce international est très développé, et dans celles où les salaires réagissent rapidement aux modifications du niveau des prix de détail.

En d'autres termes, une action énergique visant à juguler l'inflation exerce probablement non seulement des effets directs sur les prix internes et les salaires, mais également une incidence indirecte par l'intermédiaire du taux de change. Les politiques mises en œuvre par les autorités elles-mêmes, ainsi que les anticipations qu'elles suscitent, tendent à raffermir le cours de change davantage que ne le justifierait le rapport instantané des pouvoirs d'achat. De cette façon, en abaissant le coût des importations et en contenant l'accroissement des bénéfices tirés des exportations, l'appréciation du taux de change accentue les effets directs des politiques anti-inflationnistes. En revanche, chaque fois que l'inflation interne conduit à une dépréciation du taux de change, celle-ci a tendance à alimenter l'inflation, de sorte que pour rompre un tel « cercle vicieux », les autorités sont contraintes d'adopter des politiques très rigoureuses.



A priori, l'existence d'une interdépendance étroite entre les taux de change et l'inflation interne semble presque évidente. Cette question sera examinée plus en détail au Chapitre VII; les graphiques ci-dessus donnent une vue succincte des relations existant entre les variations en pourcentage des taux de change effectifs et celles des prix (pour la période 1968-75) dans un certain nombre de pays. Ils montrent par exemple que dans les pays qui ont enregistré de fortes dépréciations - Italie et Royaume-Uni - le pourcentage d'augmentation des prix à l'importation exprimés en monnaie locale a atteint environ cinq fois, et celui des prix de gros et des prix à l'exportation exprimés en monnaie locale environ deux et demie à trois fois les pourcentages correspondants enregistrés en Allemagne et en Suisse, pays dont les monnaies se sont fortement appréciées.

Le problème à résoudre

Puisque dans la plupart des pays, le taux d'utilisation des capacités reste nettement inférieur à l'optimum, on peut espérer que les tendances haussières en matière de salaires et de prix continueront à faiblir d'ici la fin de l'année. L'intensification de la reprise aidant, ce ralentissement pourrait s'accroître du fait qu'une amélioration de la productivité conduit à une réduction des coûts salariaux par unité produite. Toutefois, il semble naturel et même souhaitable que les entreprises cherchent à rétablir des marges bénéficiaires suffisantes après la forte baisse de rentabilité de ces dernières années. L'évolution à plus long terme des prix dépendra donc, à ce stade, et plus que

d'habitude, de la mesure dans laquelle il sera possible de contenir la hausse des coûts de production.

En ce qui concerne les salaires nominaux, les développements récents dans certains pays sont, dans l'ensemble, encourageants. En Allemagne fédérale, des taux d'accroissement d'environ 5,5 à 6% ont été retenus lors du renouvellement des conventions collectives. Aux Etats-Unis, où le programme des négociations des nouvelles conventions est chargé, les augmentations prévues se sont situées jusqu'à présent entre 9 et 10%, alors que les gains de productivité ont été récemment substantiels. Au Canada, la nouvelle politique des revenus appliquée par le gouvernement a contribué, semble-t-il, à modérer les hausses de salaires, même si les exceptions prévues dans les directives suscitent quelque inquiétude. Lors des négociations salariales du printemps au Japon, le ralentissement remarquable des hausses de salaires noté entre 1974 et 1975 s'est de nouveau confirmé. Enfin, résultat très encourageant, au Royaume-Uni les trade unions ont accepté un resserrement des normes générales fixées pour les hausses de salaires et de traitements pendant la période de douze mois commençant en août; toutefois la nouvelle formule de calcul des hausses de rémunérations risque, de par sa nature, d'entraîner l'apparition de nouvelles distorsions dans la hiérarchie des salaires.

Dans nombre de pays cependant, l'amélioration sur le front des salaires a été moins perceptible. En Italie, par exemple, où de nouveaux contrats de trois ans sont en cours de négociation, non seulement les syndicats se sont résolument opposés à toute modification du système d'indexation sur le coût de la vie, mais ils ont en outre exigé des relèvements substantiels des salaires réels.

D'une façon plus générale cependant, la menace la plus sérieuse d'une relance de l'inflation provient de l'évolution actuelle sur les marchés mondiaux des matières premières. Depuis l'été dernier, par suite de l'amorce de la reprise et de son extension géographique, les cours mondiaux des matières premières se sont de nouveau inscrits en hausse. Ces augmentations ont déjà exercé une incidence non négligeable sur les prix de gros et il est possible qu'elles se répercutent bientôt et de façon croissante au niveau des prix de détail. Quant à leur influence sur les salaires, ce ne sera alors plus qu'une question de temps.

Quelles sont les chances réelles de voir la situation actuelle évoluer ainsi? La réponse à cette question dépend en grande partie de la vigueur de la reprise dans les divers pays et de son degré de synchronisation. Ainsi qu'il ressort du Chapitre I, le redémarrage de l'activité se révèle plus fort et plus général qu'on ne l'avait escompté précédemment. Le danger de voir se reproduire le boom simultané de 1972-73 avec, pour conséquence, une forte poussée des prix sur les marchés mondiaux, ne peut être exclu.

En bref, on peut dire que, *d'une façon générale*, les autorités nationales ont tout intérêt, pour l'heure, à contrôler étroitement la progression de la demande globale. Ce n'est qu'en assignant un taux modéré de croissance aux économies, après avoir dûment tenu compte de l'effet d'entraînement qu'elles exercent réciproquement l'une sur l'autre, qu'une recrudescence de l'inflation pourra être évitée et que pourra s'ouvrir une longue période d'investissements élevés.

Le rôle de la politique monétaire

Etant donné la complexité des problèmes posés, les autorités nationales ont eu grand-peine à trouver le moyen d'éviter les pièges des années 1972-73 et de conjuguer la lutte contre l'inflation avec le développement de la reprise. A cet égard, on admet généralement que la fixation d'un taux de croissance monétaire plus soutenu que par le passé pourrait faciliter la réalisation de cet objectif.

La «redécouverte» de la monnaie n'est pas un phénomène récent. Néanmoins, la dernière décennie a fourni une nouvelle preuve irréfutable des relations étroites existant à long terme entre l'expansion monétaire et l'inflation, tant à l'échelle mondiale qu'au niveau national. Comme le montrent les graphiques suivants, l'accélération de l'inflation des prix de 1972-74 a été précédée d'une intensification sensible de l'expansion monétaire. Bien plus, cette cadence plus rapide de la croissance monétaire avait déjà été amorcée pendant la période de récession de 1970-71. A la lumière de cette expérience, on a porté une plus grande attention aux «agrégats monétaires» – principalement la base monétaire, la masse monétaire (dont les définitions varient) et le crédit bancaire – et à leurs relations avec la demande finale.

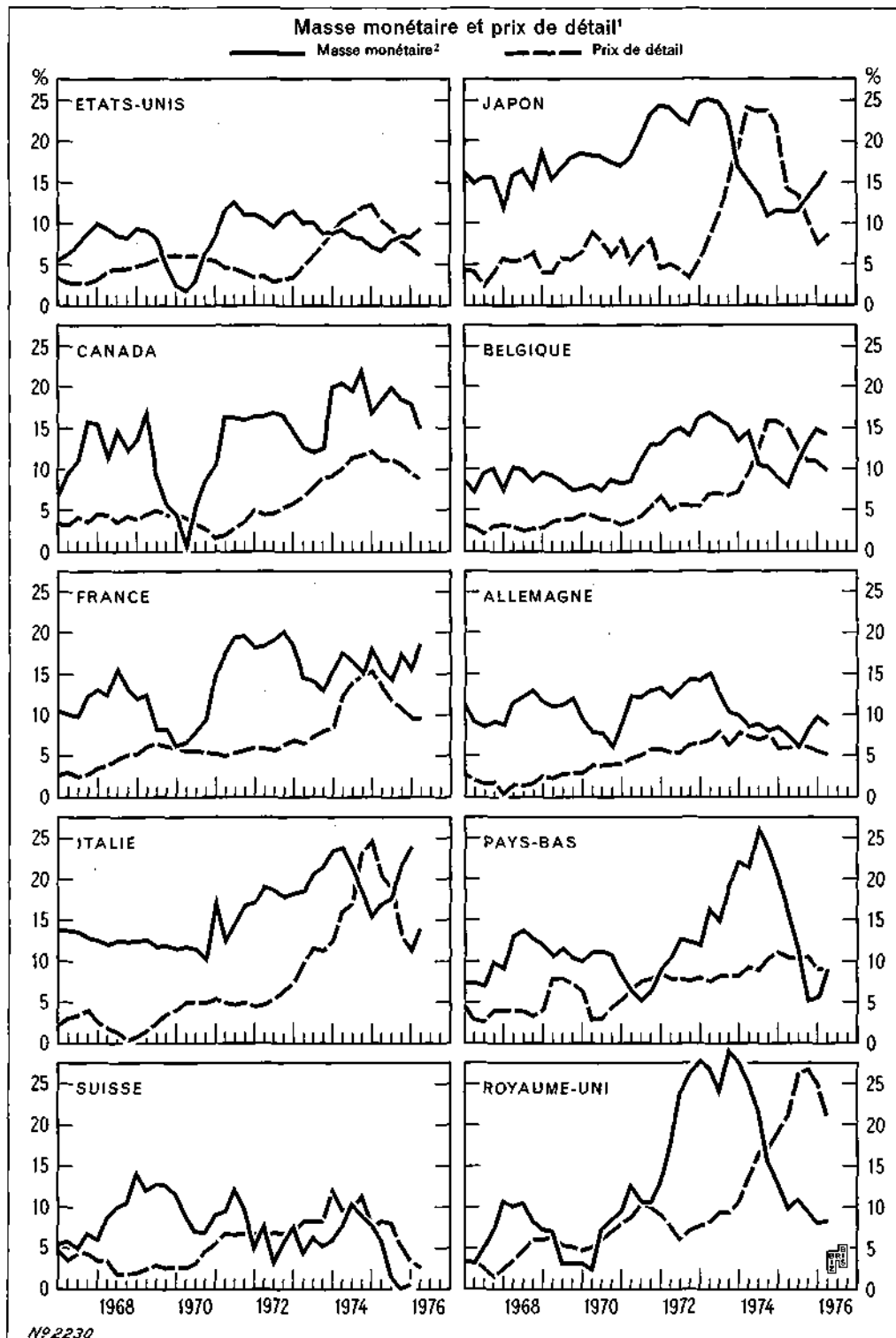
Une constatation encourageante: les taux de croissance de la quantité de monnaie ne sont pas montés en flèche pendant la récession et le début de la reprise, comme ils l'avaient fait au cours du cycle précédent. Il existe bien sûr plusieurs moyens de mesurer les variations du degré de liquidité au cours des deux périodes et de les comparer. La récession ayant été beaucoup plus prononcée et les prix ayant monté plus rapidement pendant la seconde période, il semble utile d'une part de comparer entre elles les variations cumulées des masses monétaires réelles pendant ces deux périodes, et d'autre part de comparer ces variations à celles du PNB en volume. Cette façon de procéder donne une idée de la *croissance* de la liquidité réelle pendant ces deux périodes cycliques, mais ne permet évidemment pas de mesurer l'adéquation (ou l'excès) de liquidité à un moment donné.

Il ressort du tableau que la croissance de la masse monétaire en termes réels a été beaucoup plus modérée dans tous les grands pays entre le milieu de 1973 et la fin de 1975

Comparaison de l'expansion monétaire «réelle»:
Deux cycles de récession et de reprise

Pays	Variations cumulées			
	De juin 1969 à décembre 1971		De juin 1973 à décembre 1975	
	Masse monétaire réelle ¹	PNB réel	Masse monétaire réelle ¹	PNB réel
	en %			
Allemagne fédérale	15,0	10,3	7,9	— 0,3
Etats-Unis	10,2	3,8	— 1,6	— 1,0
France	19,5	14,9	11,2	— 0,4
Italie	28,5	4,4 ²	13,2	— 7,2 ²
Japon	39,4	22,7	— 3,5	1,8
Royaume-Uni	5,4	4,9	— 11,5	— 1,3

¹ Ajustée en fonction des variations correspondantes des prix de détail. M₁ pour l'Allemagne fédérale, les Etats-Unis et le Royaume-Uni, M₂ pour les autres pays. ² Production industrielle.



¹ Taux de variation sur douze mois calculés sur la base de données trimestrielles. ² M₂; dans le cas de l'Allemagne fédérale et du Royaume-Uni: M₃.

que pendant la phase à peu près correspondante du précédent cycle. On relève toutefois des différences assez marquées d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, la croissance monétaire «réelle» a effectivement été négative et inférieure à celle du PNB réel, tandis qu'en Allemagne, en France et en Italie, elle a été positive et bien supérieure à la variation du PNB en termes réels. D'une façon générale, on peut penser que l'évolution a été plus satisfaisante pendant le cycle actuel, du fait qu'on a accordé une plus grande attention aux agrégats monétaires; il est également possible que cette amélioration soit due au fléchissement brusque de la demande de crédit bancaire du secteur privé, ce qui a permis de modérer beaucoup plus aisément la croissance de la masse monétaire.

Les normes monétaires et leur mise en application. Alors que les autorités monétaires s'accordent assez largement sur les conséquences inflationnistes à long terme d'une expansion monétaire excessive, elles divergent considérablement dans la conception de la gestion monétaire, sans parler de la mesure dans laquelle elles contrôlent en fait l'évolution de la circulation monétaire.

Jusqu'à présent, seules quelques banques centrales ont adopté le principe de la fixation de normes pour régler la croissance des agrégats monétaires — qu'il s'agisse d'objectifs ou d'indicateurs. Ces banques centrales divergent sensiblement en ce qui concerne les types de normes choisies, les buts que celles-ci sont censées servir, et la souplesse de leur application. Quelques pays s'accordent néanmoins pour admettre que si l'opinion publique a connaissance des normes (surtout quand elles sont restrictives) il en résulte une atténuation des anticipations inflationnistes.

Aux Etats-Unis, le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale a recours aux objectifs monétaires depuis 1970, mais il ne les rend publics que depuis le printemps de 1975. Plusieurs agrégats sont retenus, et l'objectif assigné à chacun d'eux est exprimé sous la forme d'une fourchette de taux de croissance autorisés pour l'année à venir. Etant donné que les objectifs peuvent être modifiés chaque trimestre et que la fourchette est assez large, les autorités disposent d'une marge de manœuvre appréciable.

En Suisse, les pouvoirs publics avaient fixé un objectif de 6% à la progression de la monnaie de banque centrale en 1975. Cet objectif s'est en fait avéré amplement suffisant, puisque le PNB a légèrement fléchi en valeur et reculé de 7% en volume. Le même objectif a été retenu pour 1976, mais il sera révisé si le mouvement de reprise se révèle plus vigoureux que prévu.

La Deutsche Bundesbank recourt elle aussi à une norme de croissance monétaire conçue, semble-t-il, pour une utilisation plus large qu'aux Etats-Unis et en Suisse. L'objectif est exprimé sous forme d'un taux annuel de croissance de la monnaie de banque centrale (monnaie en circulation, plus réserves obligatoires des banques, ajustées en fonction des modifications des coefficients de réserve). Il se trouve que les variations de cet agrégat suivent de très près celles de M_3 , qui correspond à M_2 plus les dépôts d'épargne à préavis légal. La norme de croissance de 8% fixée pour 1975 ayant été dépassée en raison de l'évolution intervenue en fin d'année, la norme pour 1976, bien que fixée de nouveau à 8%, sera appliquée sur la base de la comparaison

entre la moyenne de cette année et celle de l'année précédente, ce qui implique un ralentissement du rythme de progression. Lors de la publication de cet objectif, la Bundesbank a exprimé l'espoir de voir le patronat et les syndicats «s'efforcer d'utiliser au mieux ce cadre monétaire pour accroître la production et l'emploi et non pour majorer les prix et les coûts».

Au Canada également, la banque centrale a accordé une plus grande attention aux agrégats monétaires et s'est intéressée spécialement à M_1 . Aucun objectif n'a été révélé jusqu'en octobre dernier, mois où la Banque du Canada a annoncé que le taux de la croissance monétaire devait être maintenu à l'intérieur d'une fourchette de 10 à 15% par an. En février 1976, lorsque les autorités s'aperçurent que M_1 progressait à une cadence supérieure au maximum fixé, elles resserrèrent leur politique monétaire. Par ailleurs, elles firent savoir que ce taux de croissance devait être progressivement réduit pour le rendre compatible avec le freinage de l'inflation qu'impliquait le programme économique du gouvernement.

La Banca d'Italia a longtemps utilisé comme instrument de gestion la «base monétaire», bien qu'elle ait également dû recourir, plus récemment, à un système de plafonnement de la croissance globale du crédit. En novembre dernier, les autorités ont fixé un plafond au crédit intérieur total pour 1976, subdivisé lui-même en une limite pour les crédits au Trésor et une autre pour les avances directement accordées à celui-ci par la Banca d'Italia.

Il semble que dans d'autres pays, les banques centrales mettent essentiellement l'accent sur les taux d'intérêt, bien que dans certains cas le volume du crédit disponible ait été limité de temps à autre, soit à l'aide de plafonds ou de directives, soit par une action directe sur la liquidité des banques commerciales. Dans ces pays, on tend à considérer la masse monétaire davantage comme un indicateur — destiné principalement à évaluer l'efficacité de la politique économique globale — que comme un véritable objectif opérationnel. Si cette attitude s'explique en partie par le caractère distendu de la relation observée entre la monnaie et la dépense, elle reflète aussi, dans une large mesure, notamment dans des pays tels que la Belgique, la France et les Pays-Bas, l'ouverture de l'économie et l'influence de facteurs extérieurs. Elle peut en outre traduire, jusqu'à un certain point, la fréquence et la prépondérance de facteurs internes de déséquilibre sur lesquels la banque centrale ne peut pas facilement agir à elle seule. Au Royaume-Uni, par exemple, les autorités monétaires définissent l'évolution souhaitable de la croissance monétaire, mais on constate que l'évolution effective est fortement tributaire du comportement du couple salaires-prix, des besoins d'emprunt du secteur public et du marché des titres de la dette publique.

Le contrôle de la masse monétaire. Il semble que deux types de facteurs limitent la capacité — ou la volonté — des banques centrales de s'appuyer exclusivement sur la régulation des agrégats monétaires.

En premier lieu, elles se heurtent à une série de problèmes techniques qui apparaissent dans la plupart des pays avec une acuité variable. Il s'agit par exemple des mouvements perturbateurs à court terme liés à la préférence pour la liquidité; ces mouvements sont susceptibles de provoquer des fluctuations de forte amplitude

Système bancaire: Evolution de la situation monétaire

Pays	Années	Contributions à la croissance de la monnaie et de la quasi-monnaie des variations			Variations de la monnaie et de la quasi-monnaie ¹	Variations		
		des avoirs nets à l'étranger	du crédit interne au secteur public	au secteur privé		du PNB en valeur réelle	de l'indice des prix dérivé du PNB	du PNB en valeur nominale
Allemagne fédérale	1969-73	2,2	0,8	10,2	13,3	4,4	6,7	11,4
	1974	0,3	2,2	5,0	9,5	0,4	7,0	7,4
	1975	2,3	6,1	4,0	13,6	- 3,4	8,2	4,5
Autriche	1969-73	1,2	2,4	10,9	14,3	6,5	6,3	13,2
	1974	0,2	1,9	9,9	12,2	4,1	10,5	15,0
	1975	5,5	5,9	9,2	19,4	- 2,0	8,9	6,7
Belgique	1969-73	2,2	4,1	6,5	12,4	5,3	5,7	11,3
	1974	- 2,0	5,5	4,3	9,0	4,0	12,7	17,2
	1975	2,6	4,8	7,7	14,8	- 1,5	13,2	11,5
Canada	1969-73	0,6	1,5	12,0	13,3	5,2	5,0	10,5
	1974	2,5	- 0,8	16,9	19,4	2,8	13,8	17,0
	1975	- 1,1 ²	2,2 ²	12,9 ²	13,3 ²	0,2	9,6	9,8
Danemark	1969-73	1,6	- 2,8	11,5	10,1	3,9	7,8	12,0
	1974	- 0,7	0,2	9,7	8,4	1,9	11,2	13,3
	1975	- 1,5	4,4	16,8	25,1	- 1,0	11,5	10,5
Espagne	1969-73	3,5	1,5	16,9	21,0	6,8	7,8	15,1
	1974	- 0,9	2,1	18,6	19,3	5,0	13,9	19,6
	1975	- 0,7	3,1	17,2	18,4	0,7	16,4	17,2
Etats-Unis	1969-73	0,5	4,0	7,8	12,1	3,4	5,1	8,7
	1974	- 0,9	2,1	7,4	9,4	- 1,8	9,7	7,7
	1975	0,9	4,8	- 1,1	6,0	- 2,0	8,7	6,5
Finlande	1969-73	1,9	- 3,3	16,1	15,3	5,9	7,7	14,1
	1974	- 4,4	- 0,8	25,9	17,2	4,4	19,2	24,4
	1975	- 6,2 ²	4,0 ²	27,2 ²	23,4 ²	0,0	16,5	16,5
France	1969-73	1,5	- 0,5	15,5	16,8	5,6	6,2	12,1
	1974	- 2,0	3,1	15,8	18,1	3,8	11,6	15,8
	1975	2,8	4,2	12,8	16,0	- 2,5	12,3	9,5
Italie	1969-73	- 0,2	7,2	11,9	20,6	4,0	7,3	11,6
	1974	- 2,9	8,9	14,2	16,3	3,4	16,3	20,3
	1975	- 1,1	13,4	10,3	23,7	- 3,7	17,2	12,9
Japon	1969-73	0,8	0,0	18,9	20,6	9,2	6,9	16,7
	1974	- 1,9	2,3	12,4	11,5	- 1,2	20,7	19,3
	1975	- 0,7	5,0	11,6	14,5	2,0	7,3	9,4
Norvège	1969-73	1,5	3,9	7,6	13,5	3,7	8,7	12,7
	1974	1,2	1,0	8,5	11,2	5,3	9,5	15,3
	1975	3,6	3,2	10,6	15,5	2,7	11,9	14,9
Pays-Bas	1969-73	3,7	0,3	10,6	14,1	4,9	7,7	13,0
	1974	1,8	0,4	13,0	14,6	3,3	8,8	12,4
	1975	4,3	3,4	8,1	12,1	- 1,8	10,9	8,9
Royaume-Uni	1969-73	1,1	1,4	9,7	18,8	3,2	7,9	11,4
	1974	- 4,9	5,8	8,9	12,8	- 0,3	13,1	12,8
	1975	- 3,2	8,9	0,1	7,7	- 1,7	26,4	24,3
Suède	1969-73	1,9	1,7	6,9	9,0	2,9	6,4	9,5
	1974	- 1,1	3,4	8,9	8,1	4,2	8,7	13,3
	1975	2,2	3,0	9,4	10,1	0,5	13,8	14,4
Suisse	1969-73	1,9	0,9	7,2	9,1	4,1	8,0	12,4
	1974	0,0	- 0,7	6,0	4,2	2,0	6,6	8,7
	1975	0,7 ³	0,9 ³	5,6 ³	6,0 ³	- 7,0	6,3	- 1,1

¹ De décembre à décembre. Somme des trois premières colonnes, à l'exception des différences attribuables à des variations des avoirs et engagements non classés. ² De septembre à septembre. ³ De novembre à novembre.

Source: FMI, «International Financial Statistics» et sources nationales.

des taux d'intérêt si le rythme de croissance de la masse monétaire est maintenu rigoureusement constant. Comme peu de banques centrales sont disposées à admettre de telles fluctuations à court terme, un ajustement approprié de la masse monétaire s'impose souvent. En second lieu, les banques centrales ne s'aperçoivent qu'au bout d'un certain temps que les agrégats monétaires au sens large s'orientent vraiment vers l'objectif assigné; quant aux délais nécessaires pour se rendre compte si les mesures correctives ont produit ou non le résultat escompté, ils sont encore plus longs. Enfin, d'importants mouvements de longue durée, et non des moindres, semblent se produire entre les différentes catégories d'encaisses monétaires, en grande partie sous l'effet de l'innovation. En raison de tous ces problèmes, les banques centrales ont tendance à surveiller simultanément plusieurs variables.

Le problème fondamental, toutefois, est de savoir dans quelle mesure une banque centrale peut effectivement, dans le contexte socio-politique particulier où elle exerce son activité, contrôler la quantité de monnaie. Pour considérer ce problème avec assez de recul, il est utile d'examiner non seulement l'évolution récente de la masse monétaire, mais également celle des crédits qui en constituent les contreparties.

Dans la plupart des pays, la progression de la monnaie et de la quasi-monnaie (c'est-à-dire essentiellement les dépôts à terme et d'épargne) a été nettement inférieure en 1974 à la moyenne des hausses enregistrées pendant la récession et la reprise de 1969-73. Dans un certain nombre d'entre eux cependant, elle s'est de nouveau accélérée l'an dernier, atteignant souvent des taux d'expansion plus ou moins comparables à ceux de la période précédente, mais comme la hausse des prix s'est poursuivie à une cadence relativement rapide en 1975, la création monétaire a été généralement plus modeste en termes réels qu'en 1969-73. Même en termes nominaux, l'expansion monétaire dans certains pays - Japon, Pays-Bas, Suisse, Royaume-Uni et Etats-Unis - a été faible par rapport aux expériences antérieures. Quant au Canada, il a même connu une décélération prononcée de la croissance monétaire par rapport à 1974.

La progression des crédits bancaires au secteur privé s'est ralentie dans un grand nombre de pays en 1975. La décélération a été particulièrement marquée au Royaume-Uni, en Allemagne (où elle avait commencé dès 1974) et aux Pays-Bas, mais elle a été sensible aussi en Belgique, en France et au Japon. Aux Etats-Unis, on a même assisté à une réduction en valeur absolue de cette catégorie de crédits. La cause la plus importante de ces variations semble avoir été la chute brutale des investissements des entreprises, notamment sous forme de stocks; dans certains cas, les variations correspondent également à la préférence accordée aux emprunts à long terme contractés en dehors du système bancaire. Au contraire, dans certains pays, principalement dans ceux où les plus grands efforts ont été faits pour atténuer la récession, et où les augmentations de salaires ont été sensibles, les prêts bancaires au secteur privé ont encore revêtu, en moyenne, une assez grande importance.

On ne peut manquer d'être frappé par le fait que la création de monnaie a été fortement tributaire, dans nombre de pays, du financement monétaire des déficits du secteur public. Si ces déficits ne s'étaient pas manifestés - ou aggravés - et s'ils n'avaient pas été financés par l'intermédiaire du système bancaire, le taux de croissance de la masse

monétaire aurait pu, dans certains cas, tomber bien au-dessous des niveaux acceptables. Autrement dit, il est très probable qu'une politique monétaire encore plus souple — recourant par exemple à des opérations d'open market — aurait été insuffisante pour compenser la forte baisse de la demande de prêts du secteur privé.

Malgré l'adoption de taux de change flottants, les variations des avoirs extérieurs nets du système bancaire ont encore constitué une contrepartie importante des variations de la monnaie et de la quasi-monnaie. Si cette situation peut souvent s'expliquer par la politique d'intervention de la banque centrale, il est possible qu'elle soit également liée à la conduite de la politique monétaire elle-même. C'est ainsi qu'en Allemagne, où la Bundesbank a réduit ses avoirs extérieurs nets en 1975, la conjonction de l'aisance monétaire et de la faiblesse de la demande de crédits a amené les banques à accroître sensiblement leurs positions créditrices nettes envers l'étranger. Dans divers pays du « serpent », la variation des avoirs extérieurs nets a également représenté une contrepartie importante de l'expansion monétaire. Dans la plupart des cas, les réserves officielles de change de la banque centrale se sont accrues de façon sensible, tandis qu'en France et aux Pays-Bas ainsi qu'en Autriche, la position extérieure nette des banques commerciales enregistrait également une forte progression.

Dans certains autres pays, en revanche, la contraction des avoirs nets à l'étranger du système bancaire a eu un effet négatif sur la croissance de la monnaie et de la quasi-monnaie. Tel a été notamment le cas en Finlande, en Italie, au Japon et au Royaume-Uni.

Pour maintenir la croissance de la masse monétaire à un rythme modéré pendant la présente phase ascendante du cycle, les autorités monétaires se trouvent placées devant une tâche difficile, qui sera plus ou moins l'inverse de celle à laquelle elles ont eu à faire face en 1975. Tôt ou tard, la demande de prêts du secteur privé s'accélénera par suite de la reprise des stocks, et peut-être même en raison de la progression des dépenses en capital fixe. Sera-t-il possible de réduire en même temps l'importance du financement du secteur public par le système bancaire ? Cela dépendra en grande partie des possibilités de comprimer simultanément le déficit des finances publiques. Or, ce domaine échappe au contrôle des banques centrales.

Une augmentation autonome excessive des salaires nominaux peut aussi battre en brèche le contrôle monétaire. Dans de nombreux pays, les salaires progressent déjà bien plus rapidement que la productivité, et cette tendance peut s'accroître et se généraliser à mesure que la reprise se développera. Pour autant que les banques centrales se voient obligées de satisfaire, voire de « financer » ces hausses de salaires, la croissance monétaire s'en trouve accentuée. Dans la mesure, toutefois, où les pouvoirs publics parviendront à négocier des formules viables de politiques des revenus, l'expansion monétaire s'en trouvera réduite d'autant. À dire vrai, la maîtrise de la spirale salaires-prix, avec toutes les résonances politiques que cela implique, est la condition sine qua non de l'obtention d'un taux modéré et plus régulier de croissance monétaire.

La conclusion qui se dégage de ce bref examen de la situation monétaire est qu'en matière de régulation de la monnaie, il n'existe pas d'artifices techniques permettant de contrôler le volume des dépôts collectés par le système bancaire, sans tenir compte des facteurs qui influencent la formation des actifs et, par conséquent, de toutes les autres contraintes auxquelles les banques centrales sont soumises.

Il se peut que jusqu'à ces dernières années, l'attention se soit par trop portée sur la manière dont les dépenses ont été financées par le système bancaire, et que cette façon de voir ait conduit à minimiser les effets inflationnistes que la progression de la masse monétaire est susceptible d'exercer. Une saine réaction contre cette optique unilatérale s'est produite récemment tant sur le plan de la théorie monétaire que sur celui des politiques appliquées. Il serait néanmoins regrettable que cette réaction, en ne tenant pas suffisamment compte des facteurs de variations du crédit bancaire, fit pencher le pendule vers l'autre extrême.

IV. LES MARCHÉS NATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

L'évolution des principaux marchés nationaux du crédit et des capitaux a été surtout influencée par la récession, l'application de politiques budgétaires et monétaires expansionnistes, ainsi que par le ralentissement sensible de l'inflation. La reprise des affaires n'a eu, jusqu'à présent, qu'une incidence limitée sur ces marchés, mais sur certaines places européennes, les taux d'intérêt se sont ressentis des secousses monétaires du début de 1976 et, récemment, des symptômes d'une hausse plus générale des taux sont apparus.

La conjonction de ces facteurs a entraîné, tout naturellement, une atténuation générale des tensions qui s'étaient manifestées en 1973-74, et un retour à des conditions plus normales sur les marchés. Les taux d'intérêt ont fortement baissé partout; de mars à mai 1976, toutefois, ils se sont légèrement redressés en Belgique et en France et ont fortement monté en Italie et au Royaume-Uni. L'écart entre les taux à long et à court terme est redevenu normal dans la plupart des pays, tandis que les taux d'intérêt réels ont à nouveau été positifs, du moins dans les pays qui ont remporté certains succès dans la lutte contre l'inflation. En conséquence, le secteur des entreprises a considérablement amélioré la structure de son endettement en remplaçant les engagements à court terme par un financement sous forme d'actions ou d'obligations.

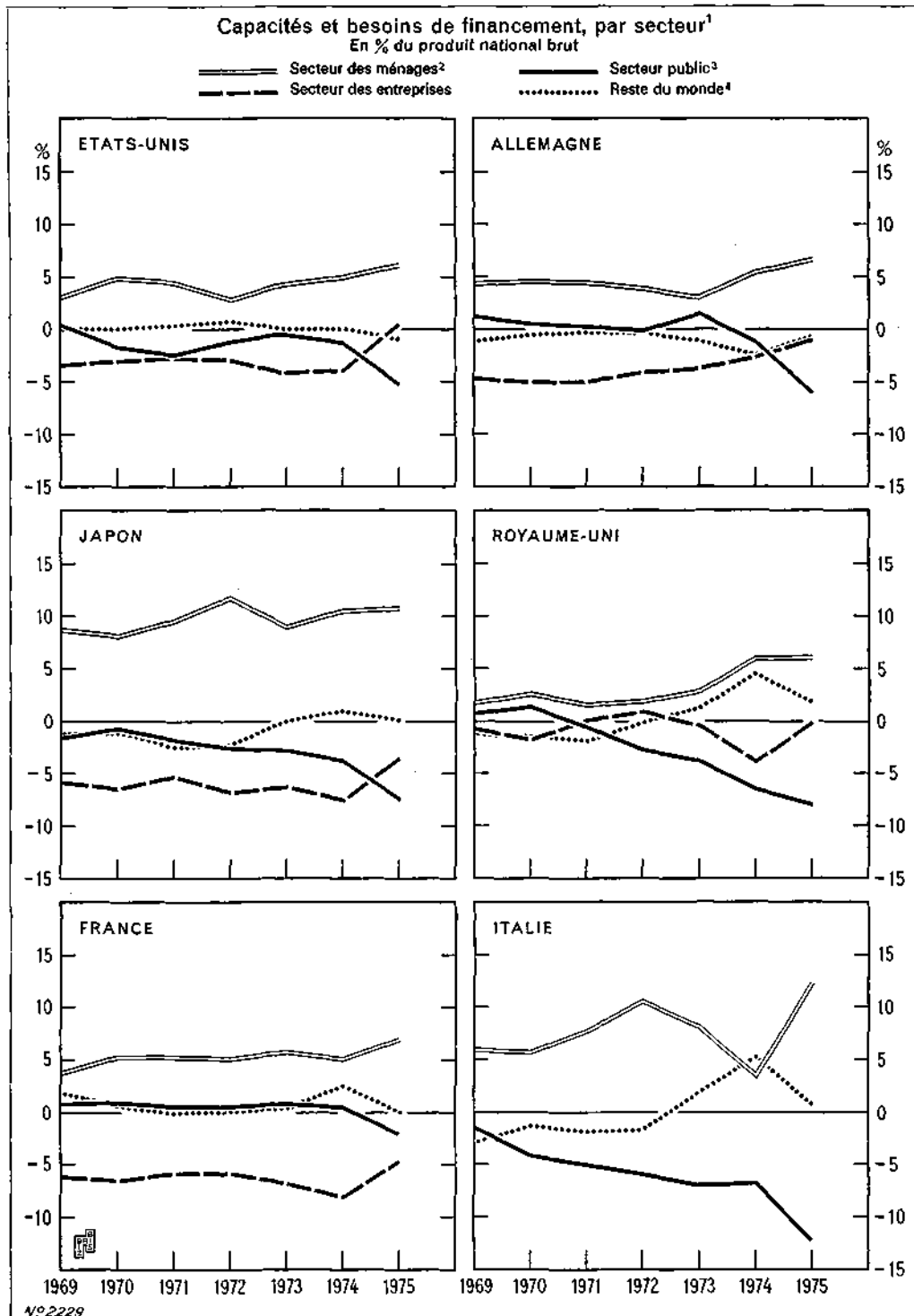
Cette évolution favorable s'est produite en dépit de la progression spectaculaire des besoins de financement du secteur public, qui n'a jusqu'à présent provoqué ni «éviction» d'autres dépenses, ni croissance injustifiée de la masse monétaire. Pareil résultat s'explique, bien entendu, par la gravité de la récession qui s'est accompagnée d'une modification compensatrice des flux financiers engendrés par le secteur privé.

La situation est cependant beaucoup moins encourageante si l'on examine assez en détail les différents pays. Le jugement favorable s'applique, sans réserve ou presque, uniquement à la Suisse, à l'Allemagne et aux Etats-Unis, c'est-à-dire aux mêmes pays dont les résultats supérieurs à la moyenne ont déjà été relevés dans les précédents chapitres. Mais là où les forces inflationnistes sous-jacentes paraissent encore vigoureuses — notamment en Italie et au Royaume-Uni — le risque est grand que la normalisation sur les marchés financiers ne fasse pas long feu. Ce n'est pas tout à fait un hasard si le déficit du secteur public rapporté au PNB a été le plus élevé dans ces deux derniers pays où, en outre, l'aggravation provoquée par la récession en 1974-75 s'est ajoutée à une tendance à l'accroissement amorcée depuis plusieurs années.

L'évolution de la structure des flux financiers

Dans les grands pays industriels, l'origine et l'emploi des ressources collectées sur les marchés du crédit et des capitaux ont subi, l'année dernière, des variations considérables.

Côté demande, la forte compression des investissements en capital fixe et en stocks des entreprises — supérieure à l'amenuisement des marges brutes d'autofinancement —



¹ Les classifications par secteur, qui varient d'un pays à l'autre, sont établies sur la base de sources nationales; dans le cas de l'Allemagne, le logement a été considéré comme faisant partie du secteur des ménages et non du secteur des entreprises. ² Pour l'Italie, total du secteur privé. ³ Pour l'Italie, administration centrale seulement. ⁴ Un excédent du reste du monde représente des prêts nets de ce secteur à l'économie nationale ou un déficit de la balance des paiements courants de ladite économie.

s'est soldée par un recul prononcé des demandes de prêts. Par ailleurs, l'apparition simultanée de déficits budgétaires exceptionnellement élevés, liés aux politiques anti-cycliques, s'est traduite par une montée en flèche des besoins d'emprunt du secteur public.

Côté offre, le secteur des ménages a enregistré un gonflement exceptionnel de ses créances financières nettes, en raison partiellement de l'augmentation du taux d'épargne et partiellement de la contraction des dépenses de logements neufs. Dans la plupart des pays, sauf en Allemagne, l'offre nette de ressources en provenance du secteur des ménages s'est accrue davantage que la demande nette cumulée du secteur public et des entreprises. La différence est apparue dans une amélioration du solde de la balance des paiements courants, correspondant soit à une réduction de l'endettement vis-à-vis du reste du monde, soit à un accroissement des prêts au reste du monde.

L'année dernière a été marquée principalement par une contraction d'une ampleur inhabituelle des besoins nets de financement des entreprises, cette variation ayant représenté quelque 3 à 4% du PNB aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et en France. Elle n'a été sensiblement inférieure à ce chiffre (environ 1½%) qu'en Allemagne fédérale, où les investissements des entreprises et, partant, leur recours à l'emprunt s'étaient ralentis dès 1971.

L'excédent financier du secteur des ménages a été très élevé dans tous les pays. Toutefois, évalués sur une base annuelle et rapportés au PNB, les chiffres concernant les Etats-Unis et le Japon ne semblent pas s'écarter sensiblement de ceux notés lors des cycles antérieurs, ni de leur tendance ascendante à long terme. Dans quelques pays européens en revanche, les progressions de 1974 et 1975 paraissent beaucoup plus inhabituelles.

Dans le secteur public, les déficits financiers ont été l'an dernier d'une ampleur sans précédent. Ils représentaient entre 2% environ du PNB en France et 5 à 8% aux Etats-Unis, en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni. En Italie, le déficit du seul gouvernement central atteignait 12% du PNB.

La situation financière du secteur public a connu des variations cycliques considérables dans le passé, et il ne fait aucun doute que la récession a été la cause principale de la détérioration survenue en 1974 et 1975. Ce qui frappe également, ce sont les divergences d'évolution sur une plus longue période. Tandis qu'en Allemagne et aux Etats-Unis, ces mouvements apparaissent comme essentiellement cycliques, en Italie, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, au Japon, ils semblent avoir correspondu à une forte tendance ascendante des déficits. En France, le gouvernement a réussi, du moins jusqu'à l'année dernière, à équilibrer à peu près le budget et à maintenir l'économie ainsi que les investissements fixes sur la voie d'une croissance stable (cf. Chapitre II).

Le financement des entreprises

Le fléchissement des investissements et des besoins de financement des sociétés en 1975 doit être analysé dans la perspective des recours massifs à l'emprunt intervenus les années précédentes, qui avaient entraîné une grave détérioration de leur trésorerie

et de leurs fonds propres. Aux Etats-Unis, par exemple, le total des engagements des entreprises du secteur des industries de transformation est passé de 50% du capital social au début des années soixante à près de 100% en 1974, tandis que le ratio actifs liquides/engagements à court terme de l'ensemble des établissements non financiers fléchissait d'environ 40 à 24%. En Allemagne, le montant total du capital et des réserves d'un groupe représentatif de sociétés communiquant des renseignements à la Bundesbank est tombé de 30 à 24% du total du bilan entre 1965 et 1974, l'endettement à court terme s'accroissant, quant à lui, de 41 à 45%. Au Royaume-Uni, la capitalisation boursière des titres à revenu fixe émis par les sociétés industrielles et commerciales est passée de £9 milliards en 1964 à £23 milliards en décembre 1974, la quasi-totalité de la hausse ayant pris la forme d'un endettement à l'égard du système bancaire. En même temps, le taux réel de rendement des investissements en capital (ajusté des conséquences de l'inflation sur les stocks et l'amortissement) accusait une baisse très nette. Aux Pays-Bas, pendant la même période, l'endettement du secteur privé — qui a pris lui aussi essentiellement la forme d'emprunts bancaires — a connu une progression si vive qu'il est passé de 64% à près de 94% du revenu national.

Après plusieurs années d'expansion économique soutenue, au cours desquelles les normes de prudence s'étaient quelque peu relâchées, la récession a fait prendre conscience aux autorités des dangers de cette situation. En outre, la propension à emprunter, qui avait été augmentée sous l'effet de l'accélération de l'inflation et de l'allègement de la charge d'intérêt réelle des emprunts, a brusquement disparu du fait de la forte hausse des taux d'intérêt à long terme et de la perspective de plus en plus nette d'un ralentissement de l'inflation. Dans les premières phases de l'ajustement, les actifs liquides des sociétés ont également été réduits (Etats-Unis, Royaume-Uni) ou n'ont pas été augmentés (Allemagne). De ce fait, la totalité des ressources financières dégagées par la compression des investissements a été affectée au remboursement de dettes.

En même temps, les entreprises ont sensiblement consolidé la structure de leur passif qui faisait une trop grande place aux engagements à court terme. L'opération a été rendue possible par la vive reprise des marchés des valeurs mobilières l'an dernier. Aux Etats-Unis, les émissions d'obligations lancées par des sociétés non financières ont atteint le niveau record de \$27 milliards, dépassant celui déjà élevé de 1974 (\$20 milliards). Les souscriptions de valeurs à revenu variable ont progressé de \$6 milliards pour s'établir à \$12 milliards, ce qui a permis notamment d'atténuer les difficultés rencontrées par certaines entreprises de services publics («utilities») et par certaines banques en matière de bilan; au début de 1976, toutefois, un grand nombre d'autres candidats à l'emprunt les ont remplacées. En France, les émissions d'obligations du secteur des entreprises ont doublé l'année dernière, tandis qu'au Japon les émissions de valeurs à revenu fixe par les entreprises industrielles enregistraient une progression de plus de 50% et les souscriptions d'actions triplaient presque. En Allemagne fédérale et au Royaume-Uni, où le secteur des entreprises n'a guère eu recours aux emprunts obligataires, les augmentations de capital se sont particulièrement bien comportées, s'accroissant de 50% dans le premier cas et remontant à £1,3 milliard dans le second, après deux années de quasi-tarissement de l'approvisionnement du marché. En France et en Allemagne, les entreprises semblent aussi

avoir consolidé leur endettement à court terme en développant leurs emprunts à long terme auprès des banques, à des taux d'intérêt souvent inférieurs.

Par suite de la diminution des besoins de financement et d'un accroissement des émissions de valeurs sur le marché des capitaux, les emprunts des sociétés auprès des banques ont diminué, en rythme annuel, de \$16 milliards aux Etats-Unis durant les trois premiers trimestres de 1975, et se sont considérablement ralentis dans les autres pays. En Allemagne fédérale, par exemple, la progression sur douze mois de l'encours des crédits bancaires aux entreprises était négligeable en septembre. En même temps, les sociétés ont émis moins d'effets à court terme négociables, et, du moins temporairement, leurs bilans se sont également améliorés, grâce à une augmentation plus faible des créances et dettes commerciales, en particulier des crédits commerciaux internationaux qui avaient connu une expansion considérable l'année précédente.

En hiver, des signes de reprise des prêts bancaires aux entreprises sont apparus en Allemagne, en France ainsi que dans quelques autres pays. Toutefois, du fait de l'amélioration des marges brutes d'autofinancement et de la faiblesse persistante des investissements, la demande de crédits à court terme par ce secteur est généralement restée déprimée.

Les banques ont, elles aussi, pris des mesures l'année dernière pour assainir leur bilan. Il convient de remarquer à cet égard que les faillites — relativement peu nombreuses — ont posé un problème moins grave qu'on ne le craignait, même si l'industrie du bâtiment a été sérieusement touchée dans certains pays. L'activité de prêt comportant davantage de risques, les banques ont appliqué des normes plus strictes lors de l'octroi de nouveaux concours, tout en évitant de faire de la surenchère dans la collecte des dépôts à terme. Dans nombre de pays, elles sont parvenues, en ajustant prudemment en baisse leurs taux débiteurs, à accroître leurs marges bénéficiaires et à constituer des fonds de réserve. Dans plusieurs pays d'Europe comme aux Etats-Unis, les banques ont également accru leurs fonds propres par des émissions d'actions ou d'obligations.

La situation financière des ménages

L'importance de l'excédent financier des ménages en 1975 provient notamment du faible niveau de leurs emprunts sur l'ensemble de l'année. Cependant, les chiffres annuels masquent l'évolution cyclique. Un mouvement de contraction, amorcé en 1974, s'est poursuivi au début de l'année dernière. Comme il avait été précédé, durant le boom inflationniste, d'une vive expansion des prêts à la consommation et des emprunts hypothécaires, une certaine consolidation de la situation financière s'est donc manifestée également dans le secteur des ménages. Toutefois, au cours des derniers mois de 1975, l'expansion des emprunts de ce secteur reprenait déjà dans la plupart des grands pays.

Le développement du crédit hypothécaire s'est accéléré au Royaume-Uni, au Canada et aux Etats-Unis. Dans ce dernier pays, le volume des nouveaux prêts hypothécaires a atteint \$45 milliards en rythme annuel au quatrième trimestre de 1975 contre \$28 milliards l'année précédente, devenant ainsi l'une des composantes les

plus dynamiques de la demande de crédit du secteur privé. Bien avant que se soit produite la hausse des prix sur le marché immobilier, une grande partie du supplément de ressources ainsi dégagées a servi, du moins au début, à financer des transactions portant sur des logements existants, ce qui a accru la liquidité globale de l'économie. Dans d'autres pays, notamment en Allemagne fédérale, l'essor du crédit hypothécaire a été moins prononcé, celui-ci demeurant à un niveau assez bas.

Le volume du crédit à la consommation, après s'être contracté aux Etats-Unis pendant le premier semestre de 1975, a progressé au second à une cadence annuelle de \$12 milliards. Vers la fin de l'année, l'accélération des prêts personnels, succédant à une période de marasme, a marqué également l'évolution du crédit bancaire dans un certain nombre de pays dont la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Ce mouvement s'explique, dans certains cas, par l'assouplissement des mesures sélectives de restriction.

L'élément le plus important des excédents financiers des ménages a été toutefois l'accroissement considérable de leurs avoirs financiers. La question se pose de savoir quelle forme cet accroissement a pris. La majeure partie a servi, l'an dernier, à constituer des dépôts — à concurrence des deux tiers aux Etats-Unis et de près des trois quarts en Allemagne et au Japon. Pour ce qui est des Etats-Unis, la proportion a été sensiblement plus élevée qu'en 1974, où la monnaie en circulation et les dépôts ne constituaient que 54% de l'accumulation totale d'actifs. La part des dépôts s'est également accrue en Allemagne, mais s'est quelque peu réduite dans l'autre pays considéré. En tout cas, la composition de ces dépôts s'est fortement modifiée dans la plupart des pays. Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et au Japon, l'importance relative de la circulation fiduciaire et des dépôts à vue a fléchi, tandis que celle des dépôts à terme et d'épargne progressait ou restait élevée. Un transfert s'est également

Répartition de l'accumulation d'actifs financiers par les ménages

Pays	Années	Circulation fiduciaire et dépôts à vue	Dépôts à terme et d'épargne ¹	Total des avoirs sous forme de dépôts et circulation fiduciaire	Valeurs mobilières et effets du marché monétaire ²	Créances sur les compagnies d'assurance et les caisses de retraite	Divers
		en % de l'accumulation globale d'actifs					
Etats-Unis	1973	9,7	50,0	59,7	16,0	23,4	0,9
	1974	6,7	47,1	53,8	17,5	30,8	- 2,1
	1975	5,3	59,9	65,2	10,1	27,2	- 2,5
Allemagne fédérale . . .	1973	2,5	61,8	64,3	18,4	17,2	0,1
	1974	9,2	59,9	69,1	13,8	17,1	—
	1975	9,1	64,8	73,9	10,8	15,3	—
Japon	1973	21,4	57,6	79,0	7,9	11,4	1,7
	1974	14,0	64,4	78,4	8,6	13,8	- 0,8
	1975	9,6	64,4	74,0	12,0	12,8	1,2
Royaume-Uni	1973	45,4 ³	31,0	76,4	- 12,4	37,2	- 1,2
	1974	38,9 ³	24,2	63,1	1,5	36,4	- 1,0
	1975	3,8 ³	50,1	53,9	- 10,1	50,9	5,3

¹ Y compris les fonds placés auprès des organismes d'épargne-logement et, dans le cas du Japon et du Royaume-Uni, créances sur les fonds communs de placement et sur le «National Savings» respectivement. ² Y compris les créances sur les fonds communs de placement. ³ Comprend tous les dépôts en banque.

produit à l'intérieur de cette dernière catégorie au profit des dépôts d'épargne constitués auprès des banques et des établissements spécialisés de presque tous les grands pays industrialisés. Ce type de placement n'est pas considéré comme un facteur d'expansion monétaire dans un certain nombre de pays; il n'en reste pas moins que les dépôts d'épargne sont des liquidités potentielles. Si les ménages décidaient d'accélérer leurs dépenses, ils pourraient aisément financer leurs achats de biens de consommation par prélèvement sur ces avoirs.

Les achats de valeurs mobilières par les ménages ont progressé fortement au Japon, et ils ont atteint des niveaux relativement élevés en Allemagne dans le courant du premier semestre ainsi qu'aux Etats-Unis vers la fin de l'année. Dans ces deux derniers pays, cependant, les ménages ont été vendeurs nets pendant certaines périodes, d'où un chiffre plus bas pour l'année entière; au Royaume-Uni, en revanche, les particuliers ont dans l'ensemble fortement réduit leur portefeuille de valeurs mobilières au cours de l'année. Les données disponibles, bien qu'incomplètes, donnent à penser qu'en pourcentage de l'accumulation d'actifs par les ménages les achats de titres n'ont augmenté qu'au Japon (où la progression a surtout porté sur des bons de caisse émis par les banques) et ont sensiblement diminué aux Etats-Unis. Au Japon et en Belgique seulement, les achats des ménages entrent pour une part importante dans le total des ventes de valeurs mobilières. Ailleurs, ce ne sont pas tant les ménages qui ont constitué directement le principal soutien du marché, mais plutôt les établissements financiers, qui ont financé leurs achats grâce surtout aux dépôts des particuliers.

En Allemagne, au Japon et aux Etats-Unis, les créances des ménages sur les compagnies d'assurance et les caisses de retraite semblent ne pas avoir augmenté l'an dernier au même rythme que leurs autres placements financiers. Il convient toutefois de noter que dans les deux derniers pays ces actifs avaient enregistré une vive expansion en 1974. Au Royaume-Uni, le volume des capitaux investis sous forme de créances indexées a nettement augmenté l'an dernier; il s'agit vraisemblablement d'une réaction tardive à la dépréciation de leur valeur réelle due à l'inflation.

Le financement des besoins d'emprunt du secteur public

Les besoins d'emprunt du secteur public, qui avaient déjà sensiblement augmenté en 1974, ont encore enregistré une vive progression l'an dernier. Le tableau ci-après donne une idée approximative des sources de financement de l'administration centrale, sauf dans le cas de l'Allemagne fédérale où les chiffres comprennent l'ensemble du secteur public. Les besoins financiers ont été calculés sur la base des règlements, après déduction de l'amortissement de la dette, mais compte tenu des emprunts aux fins de prêts.

Le financement monétaire a joué un rôle certain dans tous les pays, et très important presque partout. Le recours au système bancaire a permis de couvrir à peu près le quart des besoins au Royaume-Uni, en Belgique et aux Pays-Bas et environ 40% aux Etats-Unis. Il a fourni approximativement les trois quarts des ressources en Allemagne, en France, en Italie et au Japon. En outre, dans les trois derniers pays, la banque centrale elle-même a assuré entre le tiers et la moitié du volume global des moyens de financement requis.

Financement du secteur public¹

Rubriques	Années	Alle- magne fédérale	Belgique	Etats- Unis	France	Italie	Japon	Pays-Bas	Royaume- Uni
en milliards d'unités de monnaie nationale									
Besoins nets de financement du secteur public ² . . .	1973	8,9 ³	69,0	18,4	- 7,4	9.265	.	2,4	4,2
	1974	27,2 ³	81,0	29,4	- 6,3	9.735	.	5,1	6,4
	1975	65,5 ³	145,0	101,5	31,5	16.800	.	9,9	10,4
Besoins nets de financement de l'administration centrale	1973	2,7	71,0	13,0	- 7,2	7.495	860	- 0,5	2,4
	1974	10,1	76,3	18,6	- 4,3	8.660	2.660	1,1	3,5
	1975	34,0	128,0	91,9	43,0	14.150	5.325	6,4	8,4
Couverts par:									
La banque centrale . .	1973	- 1,8 ³	- 0,5	9,7	- 3,3	5.015 ⁴	1.230	- 1,8	1,2 0,1 2,1
	1974	- 1,8 ³	5,2	5,6	4,1	6.500 ⁴	3.000	- 1,8	
	1975	6,3 ³	- 0,6	9,3	18,9	5.425 ⁴	2.145	0,1	
Les banques	1973	5,6 ³	41,2	- 6,8	- 6,0	870	- 245	- 0,8	1,2 0,1 2,1
	1974	21,6 ³	22,3	1,9	- 0,4	1.565	- 345	0,3	
	1975	44,7 ³	31,4	26,1	12,2	4.775	2.000	1,8	
D'autres sources nationales	1973	4,5	33,8	9,8		1.505		2,1	1,7
	1974	6,6 ³	50,3	8,9		595		2,6	1,9
	1975	11,2 ³	97,8	49,2	2,1	3.950	- 125	4,5	5,8
Des sources étrangères	1973	0,6 ³	- 3,5	0,3	- 8,0		5		- 0,5
	1974	0,6 ³	- 1,5	2,2	11,9	105	1.180		1,5
	1975	3,3 ³	- 0,6	7,3					0,5

¹ Chiffres établis en partie sur la base d'estimations de la BRI. ² Administration centrale, collectivités locales et sécurité sociale, sur la base des règlements. ³ Administration centrale et collectivités locales; les chiffres concernant les banques comprennent des variations résiduelles des encaisses. ⁴ Ne comprend que la dette à court terme afférente à la base monétaire.

Les émissions de valeurs mobilières ont couvert la majeure partie des besoins du Trésor au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, au Japon, aux Pays-Bas et, durant le premier semestre, en Allemagne. Ces titres ont cependant été cédés pour la plupart aux banques et autres établissements collecteurs de dépôts, les ventes aux secteurs non financiers ayant été fort restreintes. Même aux Etats-Unis, \$47 milliards de titres émis par le Trésor ont été placés auprès des banques et autres institutions financières privées, alors que les investisseurs américains n'appartenant pas au secteur financier (il s'agit essentiellement des sociétés et des collectivités locales) n'en ont souscrit que \$18 milliards. En outre, une très forte proportion des titres émis étaient à court ou à moyen terme. Les obligations n'ont représenté qu'environ 7½ % du total des emprunts des collectivités publiques en Allemagne et 5% approximativement des émissions du Trésor aux Etats-Unis. En Allemagne et au Royaume-Uni, les autorités ont délibérément cherché à satisfaire les préférences des investisseurs pour des échéances courtes, de façon à réduire le plus possible les tensions sur les taux d'intérêt à long terme. Il faut rappeler enfin qu'en France, en Italie et en Belgique, on inclut dans les emprunts de l'Etat en dehors du système bancaire proprement dit le recours aux fonds recueillis par des établissements collecteurs de dépôts d'épargne.

La crainte, parfois très largement répandue, de voir les emprunts massifs du secteur public se traduire par une montée des taux d'intérêt ou une explosion monétaire semble, en l'occurrence, avoir été exagérée, ou du moins prématurée. L'importance des émissions du Trésor et certaines appréhensions concernant les besoins de financement futurs ont tout au plus ralenti ou temporairement arrêté une tendance générale à la baisse des taux d'intérêt à long terme. En outre, bien que l'on n'ait pas évité une accumulation d'avoirs relativement liquides, la demande de crédits du secteur privé a été si faible que, dans la plupart des pays, les emprunts massifs de l'Etat auprès du système bancaire se sont révélés compatibles avec des taux d'expansion modérés de la monnaie proprement dite.

Evolution comparée des taux d'intérêt

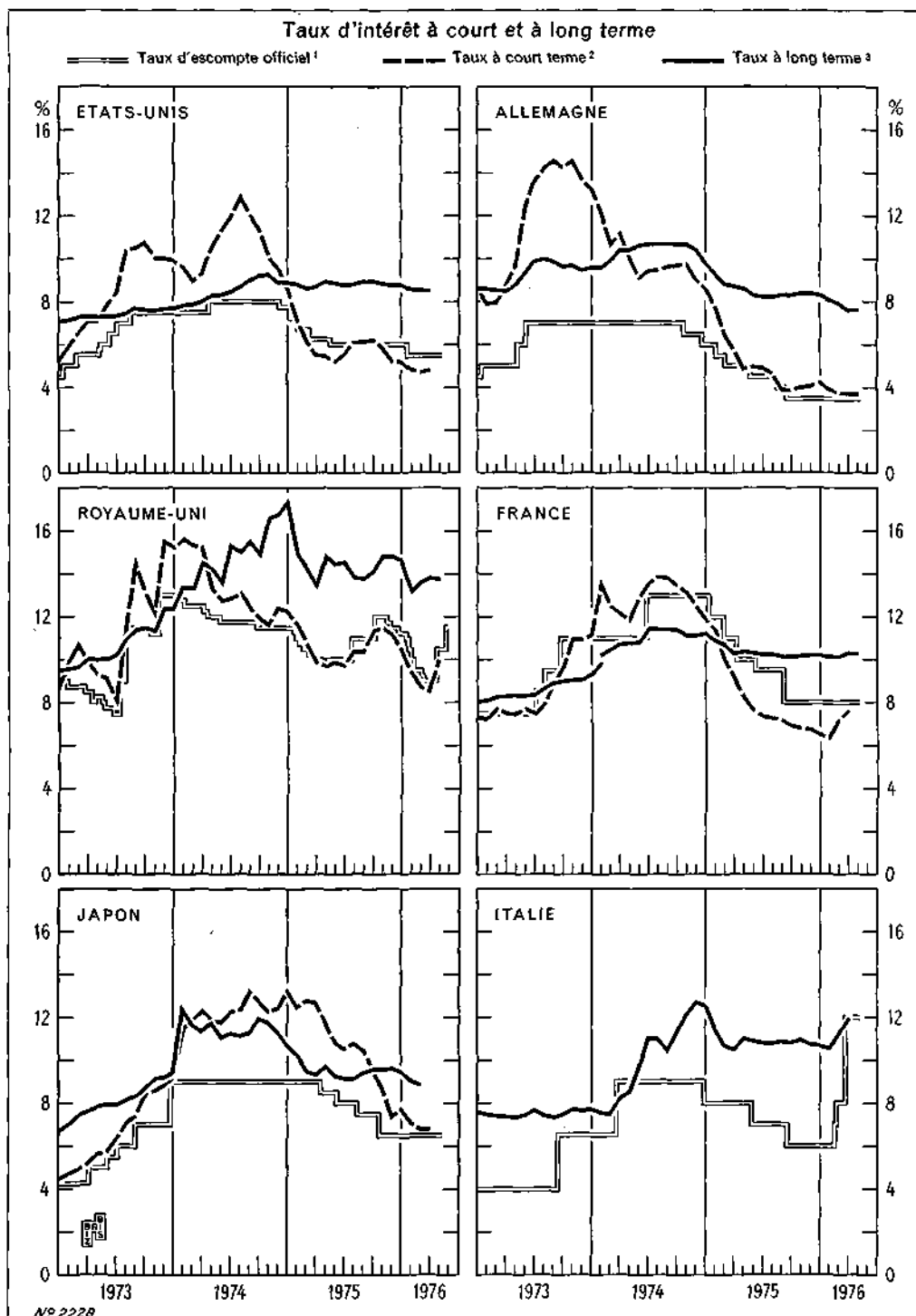
Du fait de la faiblesse persistante de la demande de crédit bancaire du secteur privé et sous l'influence des mesures de desserrement de la liquidité bancaire, les taux d'intérêt à court terme ont généralement poursuivi l'an dernier leur mouvement descendant, pour atteindre les niveaux les plus bas enregistrés depuis deux ans. L'ampleur et le rythme de ce fléchissement ont toutefois été très différents selon les pays.

Au début de 1975, les taux d'intérêt à court terme se trouvaient encore partout nettement en deçà de leurs maxima antérieurs, le fléchissement ayant été beaucoup plus rapide en Europe qu'aux Etats-Unis.

Des divergences d'évolution sont réapparues en été. Aux Etats-Unis, les autorités se sont efforcées de modérer l'accélération de l'expansion monétaire liée aux importants décaissements du gouvernement, et le Trésor a emprunté massivement à court terme. Aussi, les taux du marché monétaire se sont-ils inscrits en hausse au mois de juin, ceux des fonds fédéraux gagnant un point un quart entre mai et début octobre. Au Royaume-Uni, où le sterling a été périodiquement soumis à des pressions, les autorités ont favorisé un élargissement de l'écart entre les taux du marché intérieur et ceux des prêts en dollars entre avril et octobre. En revanche, en France, en Allemagne, en Suisse et au Japon, où les autorités intensifiaient leur politique monétaire de relance, le loyer de l'argent à court terme s'est simplement stabilisé pendant un certain temps à partir du printemps avant de reprendre son mouvement de baisse.

A partir d'octobre, par suite de la lenteur imprévue de la croissance monétaire vers la fin de l'été, la Réserve fédérale a assoupli son dispositif de régulation des réserves bancaires; de ce fait, les taux d'intérêt à court terme se sont infléchis aux Etats-Unis et ont baissé par rapport à ceux des autres pays.

Par suite de la détente générale intervenue au début de 1976, les taux du marché monétaire se sont récemment relevés aux Etats-Unis, tout en restant sensiblement aux mêmes niveaux qu'au début de 1975; il s'agit donc d'une expérience inhabituelle en matière de reprise conjoncturelle. Les taux des prêts en sterling — qui s'étaient tassés jusqu'en avril 1976 — ont, depuis lors, assez fortement augmenté. Les mouvements divergents constatés dans les autres pays ont été, pour un temps, dominés par le comportement des autorités en présence des secousses monétaires: hausses en Belgique, en France et en Italie, légères baisses en Allemagne et en Suisse. Au Japon,



¹ Pour le Royaume-Uni, taux de la banque centrale (minimum lending rate). ² Pour les Etats-Unis, taux des fonds fédéraux; pour l'Allemagne fédérale et le Royaume-Uni, taux interbancaires à trois mois; pour la France et le Japon, taux de l'argent au jour le jour. ³ Pour les Etats-Unis, obligations de sociétés de première catégorie (AAA); pour l'Allemagne, obligations des collectivités publiques; pour le Royaume-Uni, fonds d'Etat à vingt ans d'échéance; pour la France, obligations des secteurs public et semi-public; pour le Japon, obligations des Téléphones et Télégraphes; pour l'Italie, obligations des établissements de crédit industriel.

qui accuse un retard très net par rapport aux autres pays dans l'évolution cyclique des taux à court terme, les taux du marché monétaire ont continué de fléchir.

Les taux d'intérêt à long terme étaient revenus dès le début de 1975 à des niveaux bien inférieurs à leurs maxima antérieurs, notamment au Royaume-Uni et en Italie, qui détenaient, du moins en termes nominaux, les précédents records. En Allemagne, la Bundesbank a dû intervenir activement sur le marché pour éviter une tension en automne mais, comme aux Etats-Unis, l'apparition de signes évidents d'un ralentissement de l'inflation a engendré un léger fléchissement des taux au début de 1976, bien que plus récemment les taux à long terme aient pu avoir tendance à se raffermir dans certains pays.

Etant donné que le fléchissement des taux du marché monétaire a été beaucoup plus prononcé que celui des taux à long terme, la structure normale hiérarchisée par échéances a été rétablie dans tous les pays. Les principaux taux d'intérêt à court terme sont descendus en dessous des taux de rendement à long terme au Royaume-Uni dès le printemps de 1974, puis ce fut le tour des Etats-Unis et de la France vers la fin de l'année et le début de 1975, suivis au printemps par l'Allemagne et l'Italie. Au Japon, où les restrictions monétaires ont été maintenues plus longtemps qu'ailleurs, le changement ne s'est produit qu'en automne.

Cet infléchissement de la courbe des rendements, particulièrement favorable aux émissions de valeurs à revenu fixe, est une conséquence (comme on pouvait normalement s'y attendre) du plus faible niveau d'activité économique. La récession a amené les autorités à assouplir les restrictions monétaires à un moment où, de toute façon, la demande de crédits était en baisse; en même temps, les entreprises ont été incitées à consolider la structure de leur endettement de la manière décrite dans une précédente section de ce chapitre, d'où un ralentissement de la baisse des taux à long terme.

Le rapport entre les taux à long terme et les taux d'inflation a continué de varier sensiblement d'un pays à l'autre. Là où les prix se sont récemment le mieux comportés, à savoir en Allemagne fédérale, en Suisse et aux Etats-Unis, les taux sont restés suffisamment élevés pour assurer aux investisseurs un rendement réel somme toute normal. Dans d'autres pays, les taux, bien que restant nominalement supérieurs à ceux des trois marchés précités, ne compensent toujours pas les taux d'inflation (calculés sur douze mois). Cependant, dans quelques-uns de ces pays, les taux d'inflation actuels sont plus modérés ou devraient continuer à se ralentir. Aussi, les taux d'intérêt à long terme peuvent-ils en fait offrir un rendement réel supérieur à ce qu'il paraît à première vue.

Evolution sur les principaux marchés

Aux *Etats-Unis*, la politique de la Réserve fédérale visant à une plus grande stabilité de la croissance monétaire à long terme a conduit l'an passé à des fluctuations parfois sensibles à court terme tant de la position de liquidité des banques que des taux d'intérêt du marché monétaire. Dans l'ensemble, les mesures prises ont revêtu un caractère expansionniste: un volume considérable de liquidités a été mis

**Etats-Unis: Emplois et origine des ressources collectées
sur les marchés financiers¹**

Rubriques	1970	1971	1972	1973	1974	1975		1976
						1er se- mestre	2ème se- mestre	1er tri- mestre
	cadence annuelle ajustée, en milliards de dollars							
Demande de ressources:								
Titres du gouvernement								
fédéral	12,8	25,5	17,3	9,7	12,0	84,1	86,3	91,0
Obligations de sociétés								
privées et obligations								
étrangères	20,7	19,7	13,2	10,2	21,9	41,3	25,8	28,6
Titres des Etats et des								
collectivités locales	11,2	17,6	14,4	13,7	17,4	17,1	13,8	8,4
Emprunts hypothécaires	25,7	46,9	67,3	73,2	55,9	49,3	60,9	61,0
Crédit à la consommation	6,0	11,2	19,2	22,9	9,6	— 1,5	12,0	17,1
Prêts des banques								
nationales	6,7	7,8	18,9	35,8	27,3	— 20,2	— 2,5	— 14,6
Prêts des banques								
étrangères	— 0,3	1,6	2,9	2,8	4,7	1,4	6,6	4,2
Divers	9,7	5,6	5,7	11,8	27,4	4,8	9,9	21,2
Total²	92,5	135,9	158,9	180,1	176,2	176,3	212,8	216,9
Fournies directement								
par:								
Gouvernement fédéral	2,8	3,2	2,6	3,0	7,4	12,7	13,9	15,1
Réserve fédérale	5,0	8,9	0,3	9,2	6,2	7,0	10,1	7,6
Banques commerciales	35,1	50,6	70,5	86,6	64,6	16,3	38,2	19,2
Caisses d'épargne	16,9	41,4	49,3	35,1	26,9	58,8	53,2	83,5
Autres institutions								
financières	23,0	18,6	33,5	37,1	40,0	39,9	39,4	38,2
Secteur privé, à l'exception								
des institutions financières	— 0,6	— 13,2	— 5,7	8,4	19,5	30,8	59,4	38,0
Etranger	10,3	26,4	8,4	0,7	11,6	10,8	— 1,4	15,3
Total²	92,5	135,9	158,9	180,1	176,2	176,3	212,8	216,9
Variations corres-								
pondantes des actifs								
financiers:								
Disponibilités monétaires								
(M ₁)	10,5	12,7	16,7	12,6	10,8	19,8	7,3	4,8
Dépôts à terme et d'épargne	56,1	81,0	85,2	76,3	71,9	91,1	86,2	108,3
Créances sur les marchés								
financiers	25,9	42,2	57,0	91,2	93,5	65,4	119,3	103,8
Total²	92,5	135,9	158,9	180,1	176,2	176,3	212,8	216,9

¹ Non compris les émissions de valeurs à revenu variable par les entreprises du secteur non financier, qui se sont élevées à 5,7 11,5 10,5 7,3 3,9 10,4 9,4 7,2

Total des flux nets, y compris les émissions de valeurs à revenu variable 98,2 147,4 169,4 187,4 180,1 186,7 222,2 224,1

Total, en % du PNB 10,0 13,9 14,5 14,3 12,8 12,9 14,3 13,9

² Non compris les ressources collectées, aux fins de prêt, par les établissements de crédit patronnés par le gouvernement fédéral.

à la disposition des banques commerciales grâce aux opérations d'open market; en outre, les coefficients de réserves obligatoires ont été abaissés à plusieurs reprises: en février, pour les dépôts à vue, en mai, pour les emprunts en euro-monnaies, en octobre et en janvier 1976 enfin, pour les dépôts à échéance éloignée. Le taux d'es-compte, qui avait été abaissé en plusieurs étapes de 7¼ à 6% au début de 1975, a subi de nouvelles réductions qui l'ont amené à 5½% en janvier 1976. La politique a cependant repris une orientation restrictive entre juin et octobre, en réaction principalement à l'accélération de l'expansion monétaire au printemps, et ce revirement s'est nettement reflété dans le taux des fonds fédéraux.

La contribution des banques commerciales à l'activité des marchés financiers a fortement régressé l'an dernier. Le volume global du crédit bancaire ne s'est accru que de \$27 milliards, soit d'un montant n'atteignant même pas la moitié de la croissance enregistrée au cours de l'année précédente; c'est la progression la plus faible notée depuis l'année 1969, qui fut marquée par de sévères restrictions monétaires. En outre, l'accroissement est entièrement dû à l'acquisition de titres du Trésor. Les prêts commerciaux et industriels accordés par les banques ont fortement régressé presque tout au long de l'année, et le développement des prêts hypothécaires et des crédits à la consommation a été sensiblement moins marqué qu'en 1974. Moins agressives en matière de collecte de ressources, les banques ont laissé leurs émissions de certificats de dépôt se réduire à concurrence d'environ \$10 milliards, tout en allongeant progressivement les échéances des certificats existants. L'accroissement de leurs engagements a principalement pris la forme de dépôts d'épargne. Les organismes d'épargne, qui ont également enregistré d'importantes entrées de fonds – environ trois fois plus qu'en 1974 – et qui, jusqu'à la fin de l'année, n'ont été que faiblement sollicités pour l'octroi de prêts hypothécaires, ont étoffé leurs portefeuilles de titres du Trésor à raison d'environ \$15 milliards.

Les fonds collectés sur le marché obligataire par les entreprises américaines – il s'agit principalement d'entreprises industrielles et de services publics – se sont élevés à \$27 milliards en 1975, soit 40% de plus qu'en 1974, tandis que les émissions d'obligations étrangères ont atteint \$6 milliards, c'est-à-dire trois fois le chiffre de 1974. Les collectivités locales canadiennes notamment ont été attirées vers la place de New York par l'écart important des taux d'intérêt, mais d'autres emprunteurs étrangers se sont également présentés en nombre croissant sur le marché. Comme à l'accoutumée, les principaux acquéreurs ont été les compagnies d'assurance et les caisses de retraite. Cependant, les ménages, les banques et les caisses d'épargne mutuelle ont également accru leurs achats l'an passé. Au début de 1976, l'activité d'émission était très vive sur les marchés des actions et des obligations. Simultanément, une forte reprise se faisait sentir du côté des prêts hypothécaires. A la suite de l'affaiblissement de la confiance provoqué par les difficultés financières de la ville de New York et de quelques autres municipalités, les émissions des Etats et des collectivités locales ont diminué par rapport aux niveaux élevés enregistrés précédemment. Aussi les autorités locales ont-elles été contraintes de comprimer leurs déficits pour 1976.

Sous l'effet de la récession, le nombre des faillites d'entreprises américaines s'est accru, la banqueroute la plus spectaculaire ayant été celle d'une importante chaîne de

magasins; parallèlement, les fonds de placement immobilier demeuraient exposés aux mêmes problèmes financiers et les autorités fédérales étaient amenées à renflouer les finances de la ville de New York. La confiance a paru fragile par moments, les primes de risque sur les taux d'intérêt s'accroissaient, en particulier sur le marché des obligations municipales – et quelques banques enregistraient de lourdes pertes sur certains de leurs prêts. A l'étranger, les problèmes soulevés par l'armement pétrolier ainsi que les difficultés rencontrées par certains pays en voie de développement ont fait craindre pour le recouvrement d'importants prêts à des non-résidents consentis par les banques américaines. Il n'en reste pas moins que, dans l'ensemble, le système bancaire a bien résisté. Bien que tous les problèmes n'aient pas été entièrement résolus, le climat financier s'est sensiblement amélioré grâce à la reprise économique et au fait que la plupart des banques ont pu constituer en cours d'année des provisions pour créances douteuses.

En *Allemagne fédérale*, la poursuite d'une croissance monétaire stable, dans le climat récessionniste qui a prévalu presque tout au long de l'année dernière, a nécessité l'application d'une politique libérale sur le marché monétaire. Les autorités ont ramené le taux officiel d'escompte de 6 à 3½ % en cinq étapes entre février et septembre et autorisé les banques à laisser leurs réserves de liquidités libres progresser de DM 5 milliards en janvier à près de DM 16 milliards en novembre. Les coefficients de réserves obligatoires des établissements de crédit ont été abaissés en juillet et en août, le plafonnement des crédits lombards de la Bundesbank a été supprimé, et les contingents de réescompte des banques relevés; les banques se sont même vu offrir à certaines occasions des prises en pension à court terme au taux d'escompte et hors plafond. En outre, lorsqu'en été on s'attendait à une hausse du rendement des obligations en raison de la situation tant interne qu'externe, les autorités décidèrent de suspendre les émissions des collectivités publiques et des non-résidents. Entre fin juillet et fin octobre, la Bundesbank achetait un total de DM 7,5 milliards d'obligations, ce qui revenait à accepter en définitive une expansion de la monnaie de banque centrale supérieure à l'objectif qu'elle s'était fixé pour l'année.

En automne et en hiver, il apparut clairement que les emprunts du secteur public suffisaient largement à couvrir des besoins de financement qui se révélaient plus faibles que prévu, grâce à la reprise de l'activité économique. Il en est résulté une nouvelle accumulation de dépôts du secteur public auprès de la Bundesbank. En vue d'éviter des tensions sur le marché monétaire, une partie du solde financier de l'Etat fédéral a été transférée temporairement aux établissements de crédit. Au début de 1976, l'expansion monétaire se poursuivait toutefois à un rythme plus soutenu. Pour contre-carrer en partie les effets expansionnistes exercés sur la liquidité bancaire par les interventions officielles sur le marché des changes, les coefficients de réserves ont été relevés en mai et juin.

La progression du volume global des prêts bancaires est passée en rythme annuel de 7% au premier semestre de 1975 à 13% au second. L'intensification de la concurrence entre prêteurs a favorisé une baisse assez générale des taux d'intérêt. La demande privée de crédits bancaires semble s'être accrue, peut-être déjà sous l'effet de la reprise conjoncturelle, mais surtout du fait de la modification des écarts de taux d'intérêt. Ceci a incité des entreprises à emprunter de nouveau auprès des banques

Allemagne: Emprunts et prêts des secteurs non financiers

Rubriques	1970	1971	1972	1973	1974		1975	
					1er se- mestre	2ème se- mestre	1er se- mestre	2ème se- mestre
en milliards de deutsche marks								
Secteur emprunteur								
Secteur public	8,6	13,3	15,0	16,0	4,1	19,8	24,1	40,8
Entreprises	59,2	69,1	68,7	60,2	22,1	36,2	12,2	28,6
Logement	20,0	23,6	34,7	41,7	11,6	13,7	9,5	13,5
Ménages	3,4	5,8	8,3	3,9	- 0,4	0,0	0,8	3,6
Etranger	35,6	21,7	21,2	37,6	27,0	14,7	17,5	21,2
Total	126,8	133,5	147,9	159,4	64,4	84,4	64,1	107,7
Instruments								
Prêts bancaires	58,0	71,7	91,6	77,8	23,5	50,2	26,7	76,4
Titres à revenu fixe	2,2	3,7	3,8	1,5	1,9	9,1	13,6	7,9
Actions	6,0	7,0	5,9	5,0	2,6	3,2	3,5	4,6
Autres instruments nationaux	17,8	20,2	26,3	32,6	24,6	21,8	8,8	14,2
Autres instruments étrangers	19,5	15,1	4,5	17,1	9,1	4,7	10,3	7,9
Position de la Bundesbank envers l'étranger	23,3	15,8	15,8	25,4	2,7	- 4,6	1,2	- 3,3
Total	126,8	133,5	147,9	159,4	64,4	84,4	64,1	107,7
Circuits								
Système bancaire	87,8	95,6	115,5	106,9	30,4	61,9	43,4	98,8
Autres	39,0	37,9	32,4	52,5	34,0	22,5	20,7	8,9
Total	126,8	133,5	147,9	159,4	64,4	84,4	64,1	107,7
Actifs correspondants								
Dépôts à vue et à terme	43,1	42,2	46,9	55,7	8,9	18,5	- 11,9	38,3
Dépôts d'épargne	20,5	28,1	32,8	14,9	13,1	17,8	38,3	29,4
Marché des titres	19,1	16,2	24,7	27,4	4,5	8,4	11,9	1,1
Autres avoirs nationaux	39,4	42,2	37,6	57,0	21,8	31,5	23,5	34,1
Autres avoirs étrangers	4,7	4,8	5,9	4,4	16,1	8,2	2,3	4,8
Total	126,8	133,5	147,9	159,4	64,4	84,4	64,1	107,7
Total, en % du PNB	18,5	17,5	17,7	17,2	13,2	16,7	12,6	20,3

allemandes plutôt qu'à l'étranger, la plupart du temps d'ailleurs auprès des succursales de ces mêmes banques. Les pouvoirs publics ont également recouru massivement au crédit bancaire devenu meilleur marché, couvrant ainsi les deux tiers de leurs besoins d'emprunt pour l'année. Bénéficiant toujours d'un important afflux de ressources d'épargne, les banques ont sensiblement étoffé leurs portefeuilles de titres à partir de novembre.

Sous l'influence combinée d'un ralentissement sensible de l'inflation, du fléchissement du déficit du secteur public et de la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, le marché des obligations s'est montré plus résistant à partir d'octobre. Au début de 1976, les émetteurs de titres ayant davantage tenu compte de la préférence des investisseurs pour des échéances courtes, le marché des capitaux a retrouvé le haut niveau d'activité qu'il avait connu un an auparavant.

Au Japon, la détente monétaire n'est guère intervenue avant le printemps de l'année passée, alors qu'elle était amorcée depuis longtemps dans la plupart des autres

grands pays. Les rendements des obligations se sont inscrits en baisse au début de 1975 sous l'effet d'achats pour compte étranger et du ralentissement de l'inflation. Le taux d'escompte de la Banque du Japon, qui reflète plus fidèlement l'évolution des conditions de crédit, a été maintenu à 9% — niveau atteint lors de la crise pétrolière — jusqu'en avril 1975. Par la suite, il a été abaissé en quatre étapes, revenant à 6½ % en octobre. Sous l'effet du net repli du loyer de l'argent au jour le jour tout au long de l'année 1975 et au début de 1976, le taux des bons de caisse à moyen terme — principal instrument du marché des capitaux — a baissé de deux points et demi. Au printemps de 1976 toutefois, ces taux — comme les taux créditeurs et débiteurs des banques, qui n'avaient fléchi que d'un point pendant les douze mois se terminant en janvier — étaient encore fort élevés comparés aux niveaux enregistrés avant 1973.

Si la demande privée de crédits s'est affaiblie, elle a été cependant stimulée dans une certaine mesure par la réduction constante des marges brutes d'autofinancement dans certaines industries. Le volume global des prêts bancaires et de l'escompte s'est développé l'année dernière à raison de 12% contre 11% en 1974 et 17% en 1973. Influencées par les recommandations officielles visant à garantir la souscription par les établissements financiers de la majeure partie des émissions de fonds d'Etat cédés au secteur privé, les banques ont, à elles seules, porté leurs portefeuilles de titres du Trésor de Y1,25 milliard à Y3,25 milliards pendant l'année civile 1975.

Le total des émissions de bons de caisse et d'obligations a atteint plus de Y14 milliards l'année dernière, contre Y12 milliards en 1974. Pour la première fois depuis décembre 1973, deux emprunts étrangers de faible montant ont été autorisés sur le marché japonais.

Au *Royaume-Uni*, pour tenter de faire face aux attaques répétées contre la livre, les autorités monétaires ont donné la priorité au maintien d'un écart entre les taux d'intérêt internes et ceux pratiqués aux Etats-Unis. En même temps que, d'une manière générale, elles favorisaient le raffermissement des taux de rendement des bons du Trésor, elles ont appliqué des taux débiteurs de pénalisation lors de leurs interventions sur le marché monétaire, notamment en mai, juillet, septembre 1975 et avril 1976. Pour le reste, les facilités officielles accordées, y compris la libération temporaire des dépôts spéciaux en janvier-février 1976, étaient simplement destinées à faciliter les opérations du Trésor et à amortir les vagues de cessions de fonds d'Etat. Il n'empêche que c'est surtout en profitant de la forte demande de titres d'Etat que les pouvoirs publics ont pu donner, l'an passé, une orientation restrictive à leur politique.

Aussi l'année a-t-elle été fortement marquée par la vente de £5,2 milliards de ces titres — évoquant, mais en beaucoup plus prononcé, l'expérience analogue de 1971. Les échéances à cinq ans ou moins ont représenté environ un tiers du total, mais du fait de l'atténuation de l'inflation les investisseurs ont préféré les titres à plus long terme. Les ventes à des résidents du secteur non bancaire se sont élevées à £4,4 milliards, dont la plus grande partie a été absorbée par les investisseurs institutionnels, y compris les sociétés de crédit hypothécaire, qui ont enregistré un afflux spectaculaire de ressources nouvelles du fait de la grille des taux d'intérêt en vigueur. En outre, des investisseurs britanniques du secteur non bancaire (là encore il s'agit principalement d'établissements financiers) ont acquis un montant

sans précédent (£550 millions) de bons du Trésor qui, pour une fois, étaient plus avantageux, au point de vue taux d'intérêt, que les dépôts bancaires et les certificats de dépôt en sterling à partir du milieu de l'année.

Le montant de leurs prêts au secteur privé restant inchangé, les banques ont été surtout sollicitées pour financer les besoins d'emprunt du secteur public. Aussi le ratio de liquidité des banques a-t-il vivement progressé pratiquement jusqu'à la fin de l'année.

Les entreprises n'ont eu que faiblement recours aux emprunts obligataires, si ce n'est aux obligations convertibles. En ce qui concerne les actions, en revanche, les émissions se sont fortement développées et ont continué à faire preuve de vigueur jusqu'au début de 1976, c'est-à-dire jusqu'au moment où les prêts hypothécaires des sociétés de crédit immobilier ont amorcé une vive reprise. Le loyer des dépôts en sterling à court terme a fortement fléchi d'octobre 1975 à la fin d'avril 1976; puis, pour enrayer la chute de la livre, la Banque d'Angleterre a porté son taux minimum d'avances de 9 à 10½%; ce taux était ensuite relevé à 11½% à la fin de mai.

En France, les autorités se sont efforcées, dans la phase de déclin conjoncturel, de modérer la baisse des taux d'intérêt. On estimait en effet que le maintien d'un niveau adéquat des rendements par rapport au taux d'inflation était nécessaire, non seulement pour protéger le franc, mais également pour acheminer l'épargne vers les placements à plus long terme. Il fallait cependant tenir compte de plus en plus des contraintes du chômage. Dans le cadre d'interventions prudentes sur le marché monétaire, le loyer de l'argent à un mois a été abaissé de 11% en janvier 1975 à environ 7% en été, de sorte que la prime par rapport aux taux de l'euro-dollar s'est progressivement amenuisée. Le même taux à un mois est descendu à près de 6½% en janvier 1976, puis une légère hausse a été encouragée pour des raisons d'ordre externe. Le taux d'escompte de la Banque de France a été ramené de 13 à 8% de janvier à septembre. Les coefficients des réserves obligatoires ont été sensiblement réduits; quant aux plafonds appliqués au crédit bancaire, ils n'ont pas été abaissés, bien que l'expansion effective du crédit soit restée de plus en plus en deçà des limites fixées. Des mesures ont même été prises en vue d'encourager diverses catégories de prêts. Les taux d'intérêt réglementés appliqués à certaines catégories de dépôts ont été maintenus à un niveau assez élevé mais, du fait de la détente des taux des autres dépôts et de ceux du marché monétaire, les banques ont réduit leur taux débiteur de base de 12,4 à 8,6% en cours d'année.

Le volume global des crédits bancaires aux entreprises et aux particuliers a enregistré une progression de 14% (contre 17% en 1974). On a noté un ralentissement très marqué des crédits à court terme, en particulier de ceux liés à l'activité économique tels que les crédits d'escompte et les crédits à l'exportation. Cependant, les prêts personnels à court terme, dont les restrictions ont été assouplies en septembre, ont enregistré une expansion de 35% et les crédits d'équipement à moyen et à long terme non mobilisables ont progressé de 27%. Le total des placements liquides dans l'économie a augmenté de 22% contre 13½% en 1974. Les dépôts d'épargne ont marqué un accroissement de 29%.

Les émissions d'obligations ont atteint le chiffre record de FF 43,4 milliards, soit approximativement le double du volume, fort bas, de 1974. L'Etat n'a procédé

à aucune émission pour son propre compte, mais a, au printemps, garanti un placement de FF 5 milliards destiné à financer des crédits en faveur de l'investissement à taux d'intérêt bonifiés pour l'industrie. Tous les autres émetteurs ont profité du développement des achats d'obligations. Les émissions d'actions en revanche sont tombées légèrement en dessous des niveaux atteints en 1973 et 1974.

Les normes de progression des crédits bancaires pour le second semestre de 1976, rendues publiques en avril, doivent contribuer à aligner l'expansion monétaire sur le rythme de la croissance nominale du PNB.

En *Italie*, l'extrême faiblesse de l'activité économique a permis de maintenir l'expansion du crédit intérieur dans les limites convenues avec les bailleurs de fonds internationaux. Comme, de surcroît, la balance des paiements courants s'est sensiblement améliorée, les autorités ont pu assouplir considérablement leur politique monétaire à partir du printemps de 1975. A la suite de la suppression, en mars, du système de dépôt à l'importation, l'encadrement du crédit bancaire a été levé en avril, et le coefficient minimum d'emploi des banques en valeurs à revenu fixe a été réduit pour le second semestre de 1975. Le taux d'escompte de la Banca d'Italia a été abaissé de 8 à 6% en deux étapes (mai et septembre). Entre le début de 1975 et le mois de janvier 1976, les taux débiteurs de base des banques commerciales ont été ramenés de quelque 19% à environ 12%.

Le volume du crédit intérieur total a progressé d'environ LIT 31.000 milliards en 1975, soit un accroissement de 19% contre 16% en 1974. La part du Trésor dans ce total représente LIT 13.700 milliards, tandis que les prêts bancaires au secteur privé ont connu une augmentation d'environ 14% contre 20% en 1974. L'Etat et les établissements de crédit spécialisés ayant fortement accru leurs émissions de titres sur le marché, le total des émissions d'obligations a atteint LIT 12.125 milliards contre LIT 3.500 milliards en 1974. Les placements nets en dehors du système bancaire ont représenté près de LIT 3.000 milliards (alors qu'en 1974 on avait enregistré d'importantes diminutions nettes des portefeuilles-titres), et les banques en ont absorbé LIT 6.250 milliards, soit sensiblement plus que d'après les normes fixées en matière de placements obligatoires. L'aggravation rapide du déficit du Trésor et le refinancement officiel des crédits d'exportation à court terme ont contribué à raison de 18,5% à la croissance de la base monétaire en 1975.

Au début de 1976, par suite de la baisse brutale de la lire sur les marchés des changes, les autorités ont réduit les facilités de refinancement des crédits à l'exportation et relevé le coefficient des réserves obligatoires, tandis que la Banca d'Italia portait le taux d'escompte en trois étapes de 6 à 12% en mars. On s'attend également que le système de dépôt à l'importation introduit en mai exercera un effet de freinage rapide et efficace sur la création monétaire interne.

V. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

En 1975 et au cours des premiers mois de 1976, l'évolution des échanges et des paiements internationaux a été principalement déterminée par les fluctuations de l'activité économique dans les pays industrialisés. En ce qui concerne les échanges, la récession industrielle la plus profonde de la période d'après-guerre a provoqué une diminution sensible du volume des importations et des exportations mondiales. Le volume des importations des pays développés a régressé de 8%; plus important, en valeur relative, a été le recul, de près de 17%, du volume des importations des pays en voie de développement non producteurs de pétrole; ce recul est imputable en partie à la baisse de leurs recettes à l'exportation liée à la récession et en partie au renchérissement du pétrole. Dans d'autres zones, toutefois, la conjonction de certains facteurs a permis de contenir le fléchissement du commerce international et de l'activité économique dans le monde. Les achats à l'étranger des pays de l'OPEP se sont même développés à un rythme plus rapide qu'en 1974. Les pays à planification centralisée ont également élargi leurs volumes d'importation en 1975, à la fois dans leur commerce avec le reste du monde et, à un moindre degré, dans leurs échanges mutuels. Ces facteurs de soutien ont commencé à perdre de leur vigueur vers la fin de l'année. Dans le cas des pays de l'OPEP, ce phénomène a été, dans une certaine mesure, la conséquence de l'impossibilité purement physique de continuer à absorber un tel volume de biens importés, encore que la baisse de leurs recettes ait aussi conduit certains d'entre eux à réduire leurs achats. De plus, des considérations d'ordre financier ont peut-être commencé à freiner les exportations vers certaines des économies à planification centralisée. A cette époque, cependant, la récession dans les pays industrialisés avait largement dépassé son point le plus bas, et les achats à l'étranger de ces pays commençaient à se ranimer. Les craintes les plus sérieuses des pessimistes quant à l'ampleur et la durée du fléchissement du commerce mondial ont été démenties et, dès la fin de 1975, la tendance était de nouveau nettement orientée à la hausse.

La contraction du commerce mondial l'an dernier a eu pour effet d'atténuer sensiblement deux des trois principaux facteurs qui sont à l'origine du déséquilibre sans précédent des paiements internationaux observé en 1974. On a en effet assisté à une forte réduction tant de l'excédent courant de la zone OPEP que du déficit de la zone OCDE. En revanche, le déficit cumulé des pays en voie de développement non producteurs de pétrole a continué de s'accroître. En dépit d'un certain nombre de situations difficiles, on peut donc dire que les problèmes de financement des balances des paiements ont revêtu une ampleur moins grande qu'immédiatement après le relèvement des prix pétroliers en 1974. Cependant, du fait de la reprise du commerce mondial, certains déséquilibres antérieurs ont tendance à réapparaître. L'amélioration globale du solde des échanges du monde industrialisé a eu un caractère entièrement conjoncturel. De plus, les changements survenus dans la position de chaque pays ont été inégalement répartis; un grand nombre de pays continuent à être en déficit, ou au mieux en équilibre, en matière de transactions courantes, tout en se trouvant au creux de la vague. Au début de 1976, le déficit courant de la zone OCDE a probablement atteint un rythme annuel de près de \$20 milliards.

Les événements de 1975 et du début de 1976 montrent avec quelle rapidité la balance mondiale des paiements peut se modifier dans un sens puis dans l'autre. On constate actuellement que les ajustements fondamentaux restent à faire, tant entre les pays exportateurs de pétrole et le reste du monde qu'entre les pays industrialisés eux-mêmes. Dans l'intervalle, d'importants problèmes de financement vont probablement se poser. Certes, ils ne devraient pas être de la même ampleur qu'en 1974, mais leur solution risque de se trouver compliquée, dans certains cas, par le volume actuel de l'endettement extérieur.

Commerce mondial

Sous l'influence de la récession dans les pays industrialisés, le commerce mondial, dont le rythme de croissance en volume s'était déjà ralenti entre 1973 et 1974 puisqu'il était revenu de 12 à 5%, a enregistré en 1975 une baisse effective de 6%, première contraction d'importance depuis la fin de la guerre. Le recul des échanges s'est accompagné d'un fléchissement sensible de l'augmentation de la valeur unitaire moyenne des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux; le taux d'accroissement est tombé de plus de 40% à un peu moins de 10%. De ce fait, l'expansion du commerce mondial exprimé en dollars a représenté, avec \$35 milliards, un huitième exactement du chiffre de 1974. Le ralentissement du commerce l'an dernier s'est concentré sur le premier semestre; lorsque l'activité économique a repris dans un certain nombre de grands pays industriels, le volume des échanges mondiaux a progressé de 6% en rythme annuel d'un semestre à l'autre, et le taux de croissance pour 1976 semble vouloir s'établir aux alentours de 10%.

Les caractéristiques de la récession dans les pays développés, qui a été à l'origine de la contraction du commerce mondial, ont été décrites au Chapitre II. Le graphique ci-après illustre l'évolution de la production industrielle de ces pays ainsi que celle de leurs importations au cours du cycle. On remarque notamment qu'entre le deuxième trimestre de 1974 et le même trimestre de 1975 la production cumulée a fléchi de 6½% et les importations de 10½%. Au cours du dernier trimestre de l'année dernière, lorsque l'Europe a commencé de suivre la reprise économique qui était déjà amorcée aux Etats-Unis et au Japon, le total des importations des pays industrialisés s'est assez nettement inscrit en hausse.

Pour l'ensemble de l'année 1975, les pays développés ont enregistré un fléchissement de 8% du volume de leurs importations. Là aussi, comme dans le cas de la récession, on constate des divergences d'évolution; cependant, d'une façon générale, les pays qui ont enregistré les reculs les plus marqués de la production industrielle en 1975 sont également ceux dont les importations ont accusé la baisse la plus prononcée. C'est ainsi qu'en Suisse la grave récession interne a provoqué un fléchissement de 17% du volume des importations, tandis que, parmi les plus grands pays, le Japon et les Etats-Unis n'ont enregistré que des reculs de 12½% et de 11½% respectivement. La baisse de 11% des importations de l'Italie traduit les effets de la récession ainsi que l'application du système de dépôt à l'importation dans les premiers mois de l'année; ce mouvement n'a été que partiellement compensé par la vive reprise notée vers la fin de 1975. Dans d'autres pays, la situation intérieure était moins déprimée;

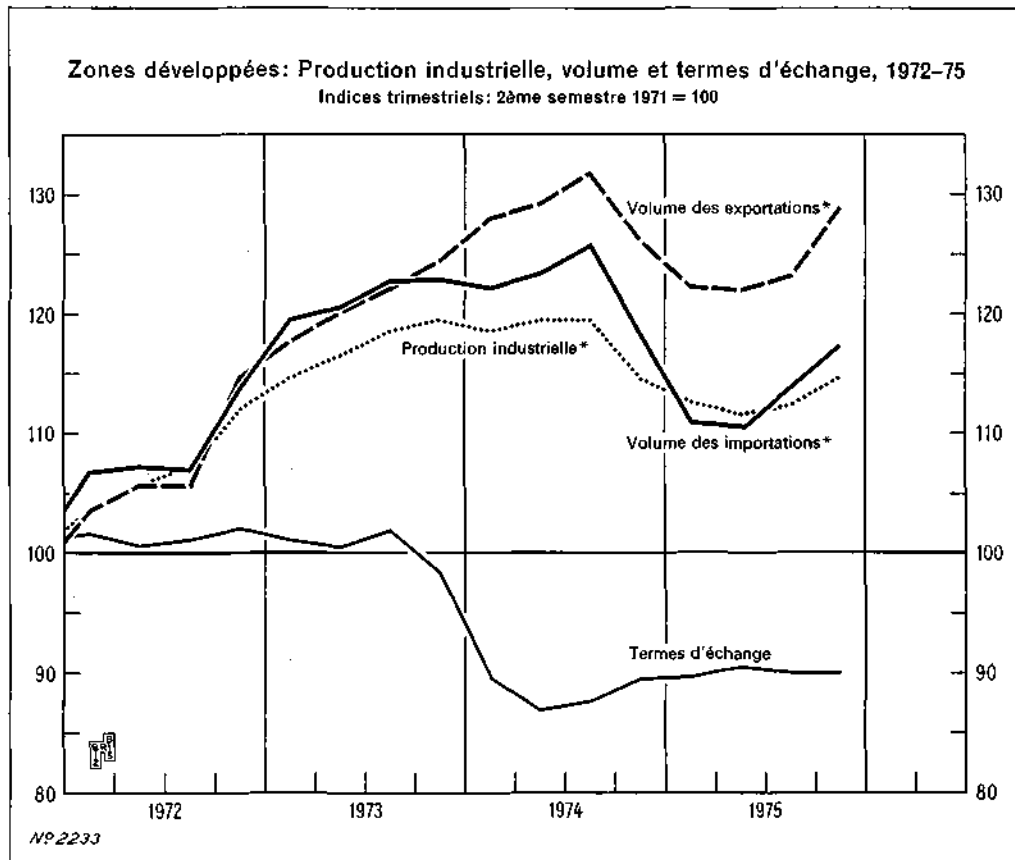
Commerce mondial¹

Zones	Exportations f.o.b.				Importations c.a.f.			
	1974	Année entière	1975		1974	Année entière	1975	
			1er se- mestre	2ème se- mestre			1er se- mestre	2ème se- mestre
en milliards de dollars EU								
Zones développées								
Europe occidentale:								
CEE	275	294	151	143	293	297	151	146
Autres pays	64	68	35	33	92	96	51	45
Total	339	362	186	176	385	393	202	191
(Indice de volume 1973 = 100)	(105)	(100)	(99)	(101)	(99)	(94)	(93)	(94)
Etats-Unis	99	108	54	54	108	103	51	52
Canada	34	34	17	17	35	36	18	18
Japon	56	56	27	29	62	58	29	29
Autres pays ²	20	21	11	10	28	27	14	13
Total des zones développées	548	581	295	286	618	617	314	303
(Indice de volume 1973 = 100)	(107)	(102)	(101)	(103)	(101)	(93)	(92)	(94)
Zones en voie de développement								
OPEP ³	137	119	56	63	32	50	23	27
(Indice de volume 1973 = 100)	(105)	(85)	(82)	(88)	(132)	(200)	(188)	(212)
Autres zones	95	93	46	47	122	126	63	63
(Indice de volume 1973 = 100)	(103)	(96)	(92)	(100)	(105)	(88)	(89)	(87)
Total des zones en voie de développement	232	212	102	110	154	176	86	90
(Indice de volume 1973 = 100)	(104)	(91)	(87)	(94)	(115)	(117)	(115)	(119)
Europe de l'Est⁴ et URSS	65	78	37	41	71	93	45	48
Total général	845	871	434	437	843	886	445	441
(Indice de volume 1973 = 100) ⁵	(106)	(100)	(98)	(102)	(103)	(97)	(96)	(98)

¹ Non compris les pays d'Asie à planification centralisée. ² Afrique du Sud, Australie, Israël, Nouvelle-Zélande.
³ Algérie, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Qatar, Venezuela. ⁴ Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie.
⁵ A l'exception des pays d'Europe de l'Est et de l'URSS.

les importations du Canada, des Pays-Bas et de la Suède ont baissé de 5% au moins, tandis que les achats à l'étranger de l'Allemagne fédérale et de la Norvège progressaient de 3% et de 1% respectivement. La reprise de l'activité dans les pays industrialisés pendant le second semestre de l'année s'est accompagnée d'un gonflement du volume de leurs importations, qui s'est chiffré à 4% en taux annuel. Les Etats-Unis demeurant le moteur principal de l'expansion, cette croissance s'est de nouveau renforcée dans les premiers mois de 1976 et atteindra peut-être 10% en rythme annuel.

Alors qu'en 1974 les importations des pays en voie de développement non producteurs de pétrole s'étaient maintenues à un niveau satisfaisant en dépit de l'enchérissement du pétrole et de l'affaiblissement consécutif de la demande de produits d'exportation, en 1975, elles ont accusé une forte baisse en volume. Le fléchissement



* Chiffres désaisonnalisés.

(17%) est intervenu pour la très grande part au premier semestre de l'année, et il s'est poursuivi à un rythme plus lent par la suite.

Compensant en partie l'influence récessionniste exercée par les pays développés sur le commerce mondial, les importations des pays producteurs de pétrole et, dans une moindre mesure, des économies à planification centralisée ont continué à progresser en 1975. En ce qui concerne les pays de l'OPEP, leurs achats à l'étranger se sont développés de quelque 45% en volume, soit un pourcentage même supérieur à celui de l'année précédente. Comme le montre le tableau suivant, tous les grands pays industriels ont participé à cet accroissement, les principaux fournisseurs étant les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne, tandis que la Suède et le Royaume-Uni enregistraient les gains relatifs les plus élevés. Le rythme d'expansion de ces marchés a cependant commencé à s'affaiblir considérablement au second semestre de l'année par suite, en partie, de l'encombrement des ports et des circuits de distribution internes et, en partie, du fait que certains pays ont réduit leurs programmes de dépenses en réaction à la baisse de leurs revenus pétroliers.

Pour ce qui est des pays à planification centralisée, une partie de l'expansion du commerce notée l'an passé a trait aux échanges à l'intérieur de leur propre zone. En outre, leurs importations en provenance des économies de marché se sont cependant

**Pays industriels: Exportations* vers les pays de l'OPEP
et les économies à planification centralisée**

Pays	OPEP			Economies à planification centralisée		
	Variations en % par rapport à l'année précédente		Valeur (f.o.b.) en milliards de dollars	Variations en % par rapport à l'année précédente		Valeur (f.o.b.) en milliards de dollars
	1974	1975	1975	1974	1975	1975
Allemagne fédérale	80	68	6,8	48	16	7,1
Canada	101	34	0,7	6	42	1,1
Etats-Unis	86	60	10,8	-17	48	2,9
France	64	63	4,9	34	64	2,9
Italie	86	65	3,7	65	32	2,4
Japon	99	55	8,4	101	19	4,7
Pays-Bas	46	60	1,4	59	17	0,9
Royaume-Uni	45	78	4,5	23	24	1,5
Suède	75	83	0,7	49	43	1,2
Suisse	48	57	0,8	43	25	0,8
UEBL	49	66	1,2	70	4	0,9
Total	76	63	43,9	42	28	26,4

* Sur la base des statistiques douanières.

rapidement développées pour la seconde année de suite, comme l'indique le tableau ci-dessus. Les achats de biens à haute technologie ont été accélérés en vue de réaliser les objectifs de la dernière année des plans 1971-75, et la médiocrité des récoltes a rendu nécessaire l'achat d'importantes quantités de céréales.

Côté exportations, tous les grands groupes de pays ont enregistré des baisses en volume l'an passé. Le fléchissement le plus accentué a été de loin celui des pays de l'OPEP, dont le total des exportations a diminué de près de 20% par rapport à 1974. Ce mouvement concerne principalement les ventes aux pays industrialisés et reflète à la fois l'incidence de la récession et celle des mesures de sauvegarde. Quant aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole, malgré leur forte dépendance à l'égard des marchés des pays industrialisés, ils ont connu une baisse plus modérée (-7%) du volume de leurs exportations. Leurs ventes avaient commencé à reculer en 1974 et elles ont réagi rapidement à la reprise dans le monde industriel qui, comme on sait, avait été amorcée par la reconstitution des stocks. Les exportations des pays développés ont fléchi d'environ 5% en volume en 1975. Comme dans le cas des importations, on a noté de très amples variations entre les divers pays.

Mis à part ceux qui ont affecté les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, les mouvements relatifs des volumes d'exportations et d'importations de chaque groupe de pays en 1975 ont été renforcés, dans chaque cas, par des modifications de leurs termes d'échange. Les termes d'échange cumulés des pays développés ont commencé de s'améliorer entre les deuxième et troisième trimestres de 1974 et, au milieu de l'année 1975, l'évolution positive se chiffrait à près de 4%. Pendant le reste de l'année, il ne s'est guère produit de changement. Ces pays n'ont cependant pas tous bénéficié de l'amélioration générale; au Canada et au Japon, les termes d'échange se sont détériorés, tandis qu'ils sont demeurés pratiquement au même niveau au Benelux. Ceux des pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont évolué de façon défavorable pour la seconde année de suite, de sorte

que même la forte contraction en volume de leurs importations n'a pas suffi à empêcher une nouvelle détérioration de leur balance commerciale.

Balances des paiements

Cette évolution du commerce a été la cause principale des changements intervenus l'an dernier dans les balances des paiements courants, comme il ressort du tableau ci-après concernant les principaux groupes de pays. Le déficit courant de l'ensemble des pays développés a fléchi de \$34,3 milliards à \$8,7 milliards, et l'excédent cumulé de l'OPEP est tombé de \$65 milliards à \$35 milliards. On peut estimer en revanche que le déficit du groupe des pays en voie de développement non producteurs

Transactions courantes dans le monde¹

Pays et zones	Balance commerciale (f.o.b.)			Services et transferts			Balance des transactions courantes		
	1973	1974	1975	1973	1974	1975	1973	1974	1975
en milliards de dollars EU									
Zones développées									
Allemagne fédérale	+ 15,3	+ 21,9	+ 17,1	- 10,9	- 12,2	- 13,3	+ 4,4	+ 9,7	+ 3,8
Canada	+ 2,7	+ 1,5	- 0,8	- 2,7	- 3,2	- 4,2	0	- 1,7	- 5,0
Etats-Unis	+ 1,0	- 5,3	+ 9,0	- 0,7	+ 5,1 ²	+ 2,9	+ 0,3	- 0,2 ²	+ 11,9
France	+ 0,8	- 3,8	+ 1,5	- 1,5	- 2,1	- 1,4	- 0,7	- 5,9	+ 0,1
Italie	- 4,0	- 8,5	- 1,1	+ 1,5	+ 0,7	+ 0,6	- 2,5	- 7,8	- 0,5
Japon	+ 3,7	+ 1,4	+ 5,1	- 3,8	- 6,1	- 5,8	- 0,1	- 4,7	- 0,7
Pays-Bas	+ 0,8	+ 0,4	+ 0,6	+ 1,5	+ 1,6	+ 0,9	+ 2,3	+ 2,0	+ 1,5
Royaume-Uni	- 5,7	- 12,3	- 7,2	+ 3,7	+ 3,8	+ 3,3	- 2,0	- 8,5	- 3,9
Suède	+ 2,3	+ 0,7	+ 0,8	- 1,1	- 1,6	- 2,3	+ 1,2	- 0,9	- 1,5
Suisse	- 1,8	- 2,1	+ 0,1	+ 2,1	+ 2,3	+ 2,9	+ 0,3	+ 0,2	+ 3,0
UEBL ³	+ 1,2	+ 0,9	+ 0,7	- 0,1	0	+ 0,4	+ 1,1	+ 0,9	+ 1,1
Groupe des Dix et Suisse . . .	+ 16,3	- 5,2	+ 25,8	- 12,0	- 11,7	- 16,0	+ 4,3	- 16,9	+ 9,8
Autres pays	- 9,0	- 24,5	- 24,4	+ 8,6	+ 7,1	+ 5,9	- 0,4	- 17,4	- 18,5
Total des zones développées .	+ 7,3	- 29,7	+ 1,4	- 3,4	- 4,6	- 10,1	+ 3,9	- 34,3	- 8,7
dont: OCDE	+ 7,5	- 26,7	+ 5,1	- 4,2	- 5,1	- 10,6	+ 3,3	- 31,8	- 5,5
Zones en voie de développement⁴									
OPEP	+ 27	+ 107	+ 74	- 23	- 42	- 39	+ 4	+ 65	+ 35
Autres zones	- 2	- 14	- 19	0	- 1	- 6	- 2	- 15	- 25
Total des zones en voie de développement	+ 25	+ 93	+ 55	- 23	- 43	- 45	+ 2	+ 50	+ 10
Europe de l'Est et URSS	- 1	- 2	- 10	.	.	.	.	.	.

¹ Sur la base des transactions. ² Non compris les dons spéciaux du gouvernement des Etats-Unis, qui s'élèvent à \$3,1 milliards. ³ En partie sur la base des règlements; exportations et importations en partie c.a.f. ⁴ Chiffres en partie estimés.

de pétrole est passé de \$15 milliards à \$25 milliards. Quant aux pays d'Europe de l'Est et à l'URSS, pour lesquels on ne dispose pas de statistiques de balances courantes compatibles avec les données précitées, le déficit global de leur commerce extérieur a représenté \$10 milliards l'an dernier contre \$2 milliards en 1974.

Le redressement des paiements courants des *pays industrialisés* en 1975 a concerné essentiellement cinq grands pays – Etats-Unis, Italie, France, Royaume-Uni et Japon – qui ont enregistré globalement une amélioration de \$34 milliards. Ce mouvement a été en partie compensé par l'évolution opposée des transactions courantes de l'Allemagne, du Canada et de la Suède, dont la situation s'est détériorée de \$10 milliards au total. Si dans les pays membres de l'OCDE de moindre importance les changements ont été relativement substantiels dans certains cas, leur situation globale a peu varié par rapport à 1974. Non seulement l'amélioration des paiements courants des pays de l'OCDE l'an dernier a été inégale, mais elle n'a pas de surcroît empêché la balance de ces pays de se solder par un déficit cumulé de \$5,5 milliards, alors même que le chômage battait tous les records de l'après-guerre. De plus, parmi les cinq pays où l'amélioration a été la plus forte, seuls les Etats-Unis ont dégagé un excédent appréciable, tandis que la persistance d'un déficit élevé au Royaume-Uni demeurerait inquiétante. La plupart de ces Etats n'avaient donc à cet égard aucune marge de sécurité lorsque le redressement s'est amorcé et, à partir de la fin de 1975, un certain nombre de balances commerciales recommencèrent à se détériorer.

Très souvent, les variations des balances courantes se sont accompagnées de modifications en sens inverse des mouvements de capitaux. Parmi les pays dont le déficit s'est réduit, le Royaume-Uni, le Danemark et l'Irlande ont vu les entrées nettes de fonds baisser fortement, tandis que l'Italie enregistrait des sorties nettes. Dans les pays où le solde passif s'est aggravé – tels le Canada, la Finlande, la Norvège et la Suède – les apports de capitaux, notamment à plus long terme, se sont intensifiés. A l'opposé, l'Allemagne a vu les sorties nettes de capitaux fléchir en même temps que l'excédent de la balance des opérations courantes, bien qu'à un moindre degré. Dans un certain nombre de cas toutefois, ces deux parties de la balance des paiements n'ont pas évolué de manière à se compenser. Les entrées nettes de fonds en France et en Suisse sont demeurées très proches des niveaux de 1974, et il en a été à peu près de même des sorties du Japon et des Etats-Unis.

En valeur absolue, ce sont de loin les *Etats-Unis* qui ont connu la plus forte amélioration en matière de balance des opérations courantes puisqu'un léger déficit y a fait place à un excédent de \$11,9 milliards. La balance commerciale s'est redressée davantage encore (de \$14,3 milliards), dégageant un surplus de \$9 milliards. Malgré une légère baisse en volume, les exportations ont progressé de \$8,9 milliards en valeur; cette augmentation est due pour près de moitié à des ventes aux pays de l'OPEP. Si l'on considère les diverses catégories de marchandises exportées, les gains les plus importants ont été enregistrés dans le secteur des biens d'équipement et de l'industrie automobile. Pour la seconde année de suite, les ventes de produits agricoles ont atteint, avec \$22 milliards, un niveau élevé. Quant aux importations, elles ont fléchi de \$5,4 milliards d'une année à l'autre.

La balance commerciale s'est améliorée de \$8,5 milliards entre le second semestre de 1974 et le premier semestre de 1975 pour atteindre un excédent de \$4,8 milliards.

Pays développés: Balances des paiements¹

Pays	Années	Balance des transactions courantes	Balance des mouvements de capitaux	Balance générale ²	Ajustements ³	Balance générale après ajustement (= total des mouvements monétaires avec l'étranger) ⁴
en millions de dollars EU						
Allemagne fédérale	1974	+ 9.670	- 6.500	+ 3.170	+ 90	+ 3.260
	1975	+ 3.620	- 3.580	+ 240	- 780	- 540
Autriche	1974	- 460	+ 520	+ 60	+ 70	+ 130
	1975	- 340	+ 1.370	+ 1.030	- 90	+ 940
Belgique-Luxembourg ⁵	1974	+ 910	- 250	+ 660	- 200	+ 460
	1975	+ 1.050	+ 440	+ 1.490	+ 70	+ 1.560
Canada	1974	- 1.670	+ 2.440	+ 770	+ 100	+ 870
	1975	- 5.010	+ 3.490	- 1.520	+ 160	- 1.360
Danemark	1974	- 920	+ 810	- 110	+ 120	+ 10
	1975	- 510	+ 150	- 360	- 30	- 390
Espagne	1974	- 3.270	+ 1.570	- 1.700	- 150	- 1.850
	1975	- 3.480	+ 2.030	- 1.450	- 90	- 1.540
Etats-Unis	1974	- 210	- 6.690	- 6.900	+ 330	- 6.570
	1975	+ 11.920	- 7.140	+ 4.780	- 140	+ 4.640
Finlande	1974	- 1.210	+ 810	- 400	+ 20	- 380
	1975	- 2.140	+ 1.710	- 430	- 10	- 440
France	1974	- 5.940	+ 5.900	- 40	- 440	- 480
	1975	+ 50	+ 5.480	+ 5.530	- 440	+ 5.090
Grèce	1974	- 1.240	+ 1.100	- 140	.	- 140
	1975	- 1.010	+ 820	- 190	.	- 190
Irlande	1974	- 710	+ 790	+ 80	+ 90	+ 170
	1975	- 120	+ 450	+ 330	- 90	+ 240
Italie	1974	- 7.820	+ 2.480	- 5.340	+ 180	- 5.160
	1975	- 520	- 1.270	- 1.790	- 140	- 1.930
Japon	1974	- 4.690	- 2.140	- 6.830	+ 100	- 6.730
	1975	- 680	- 1.940	- 2.620	- 140	- 2.760
Norvège	1974	- 1.240	+ 1.440	+ 200	+ 170	+ 370
	1975	- 2.590	+ 2.970	+ 380	- 300	+ 80
Pays-Bas	1974	+ 2.030	- 1.320	+ 710	+ 290	+ 1.000
	1975	+ 1.500	- 1.230	+ 270	+ 590	+ 860
Portugal ⁶	1974	- 820	+ 190	- 630	- 20	- 650
	1975	- 840	- 220	- 1.060	- 50	- 1.110
Royaume-Uni	1974	- 8.530	+ 5.120	- 3.410	+ 120	- 3.290
	1975	- 3.860	+ 1.060	- 2.800	+ 110	- 2.690
Suède	1974	- 930	+ 520	- 410	- 10	- 420
	1975	- 1.510	+ 2.520	+ 1.010	- 40	+ 970
Suisse	1974	+ 170	+ 2.440	+ 2.610	.	+ 2.610
	1975	+ 3.020	+ 2.170	+ 5.190	.	+ 5.190
Turquie	1974	- 720	+ 60	- 660	.	- 660
	1975	- 1.800	+ 160	- 1.640	.	- 1.640
Yougoslavie	1974	- 1.230	+ 780	- 450	.	- 450
	1975	- 950	+ 780	- 170	.	- 170

Remarque: Dans la mesure du possible, les balances des mouvements de capitaux et les balances générales des paiements sont indiquées après exclusion des variations des positions extérieures à court terme des banques commerciales, qui sont considérées comme des postes de financement, au même titre que les variations des positions monétaires officielles nettes.

¹ Sur la base des transactions. ² Correspond à la somme des transactions effectives; sont exclus de ce chiffre, dans la mesure du possible, les gains ou pertes enregistrés sur les postes monétaires par suite des variations des taux de change. ³ Ecart dû à l'incidence des variations de change et aux différences de couverture statistique.

⁴ Correspond à la somme des deux dernières colonnes du tableau de la page 78. ⁵ En partie sur la base des règlements. ⁶ Balance du Portugal métropolitain à l'égard du reste du monde.

Ces progrès ont été attribuables presque intégralement à l'évolution des importations, dont le volume a fléchi de 16%. Au second semestre, l'économie amorçant un mouvement de reprise, les achats à l'étranger ont progressé de \$1,9 milliard; pendant le troisième trimestre notamment, on a noté une augmentation en volume de 12%. Mais, comme les exportations se sont également développées tant en valeur qu'en volume — notamment en ce qui concerne les ventes de produits agricoles à l'Union Soviétique — l'excédent commercial du second semestre a atteint \$4,3 milliards. Etant donné que les Etats-Unis étaient toujours à la tête du mouvement de reprise économique dans le monde, leur balance commerciale s'est fortement infléchie, se soldant par un déficit de \$1,6 milliard au premier trimestre de 1976. Le volume des importations a marqué un nouvel accroissement de 9%, tandis que celui des exportations se contractait de 4%. Ces mouvements ont suffi à inverser le sens de la balance courante, qui est redevenue modérément déficitaire.

L'excédent des transactions invisibles et des transferts a fléchi de \$5,1 milliards à \$2,9 milliards en 1975. Le revenu net des investissements est tombé de \$10,1 milliards à \$6 milliards, du fait en grande partie du recul prononcé des bénéfices réalisés sur les investissements pétroliers à l'étranger.

Les sorties de capitaux à long terme se sont élevées, avec \$10,5 milliards, au même montant total qu'un an auparavant, mais leur composition a été sensiblement différente. Les émissions d'obligations étrangères sur le marché américain se sont accrues de \$4,8 milliards et ont atteint \$7,2 milliards, tandis que les prêts bancaires à long terme ont doublé, se situant à \$2,3 milliards. D'autre part, grâce au regain de faveur dont ont bénéficié les actions américaines auprès des non-résidents — l'indice Dow Jones a progressé de près d'un tiers pendant l'année — le total des achats de valeurs américaines, hormis les titres émis par le Trésor, s'est accru de \$3,9 milliards. Ce chiffre comprend notamment \$1,4 milliard de placements en valeurs à revenu variable effectués par les pays de l'OPEP. En outre, le montant net des investissements directs a fléchi, les sorties nettes revenant de \$5,2 milliards à \$3,8 milliards. Le secteur non bancaire américain a reçu légèrement moins de fonds étrangers à court terme qu'en 1974, avec \$3,4 milliards, mais la structure de ces apports a été la même — avec un peu plus de \$4,5 milliards de recettes non identifiées. Le changement intervenu dans la balance générale des paiements reflète donc assez fidèlement l'évolution des transactions courantes.

Plus spectaculaire encore a été l'amélioration, en valeur relative, de la balance des paiements courants de l'Italie l'an dernier puisqu'elle a représenté 5% du PNB, le déficit étant tombé à \$0,5 milliard. Le solde négatif de la balance commerciale est passé de \$8,5 milliards à \$1,1 milliard, le volume des importations diminuant de 11%, tandis que celui des exportations s'est accru de 2%. L'Italie a fortement développé ses ventes aux pays de l'OPEP et aux Etats à planification centralisée, comme l'ont fait d'autres nations industrielles; toutefois, à la différence de la plupart de ces dernières, elle a également maintenu ses ventes au Marché commun à un niveau élevé. Le surplus des transactions invisibles a été, grosso modo, le même qu'en 1974, soit \$0,6 milliard: la diminution des envois de fonds des travailleurs émigrés et l'alourdissement de la charge d'intérêts de la dette extérieure ont été compensés par l'augmentation des recettes touristiques et la réduction des transferts de l'Etat à l'étranger.

Les diverses mesures restrictives prises au milieu de 1974 avaient provoqué une contraction du déficit dès le second semestre de cette année-là. A mesure que la récession s'accroissait, cette tendance s'est renforcée, et pendant chacun des trois premiers trimestres de 1975, la balance des opérations courantes, après correction des variations saisonnières, a été à peu près en équilibre. Au troisième trimestre, lorsque la production et la demande internes ont repris leur marche ascendante, les achats à l'étranger – dont le volume s'était contracté de 18% pendant le premier semestre – se sont développés; pendant les trois derniers mois, ils se sont accrus de 15%, de sorte que la balance des opérations courantes s'est soldée par un déficit de \$0,4 milliard. Les importations ont continué de progresser rapidement au premier trimestre de 1976, et le déficit des transactions courantes, avant correction des variations saisonnières, s'est aggravé au point d'atteindre \$1,3 milliard, la détérioration par rapport à la même période de l'année précédente dépassant \$0,9 milliard.

Les mouvements de capitaux, qui avaient fait apparaître des entrées nettes de \$2,5 milliards en 1974, ont laissé l'an dernier un solde négatif de \$1,3 milliard. Ce revirement tient pour une très large part au fait que les établissements du secteur public, qui avaient emprunté \$2,1 milliards sur l'euro-marché en 1974, ont remboursé \$0,9 milliard en 1975. En outre, les autres mouvements de capitaux, influencés notamment par la suppression du système de dépôt à l'importation, se sont traduits par des sorties nettes de \$0,4 milliard contre des entrées nettes du même montant en 1974.

La balance des opérations courantes de la *France* a également retrouvé son équilibre en 1975. Cette amélioration est principalement attribuable à la balance commerciale et s'est produite surtout au premier semestre, lorsque l'affaiblissement de la demande interne avait provoqué une forte contraction du volume des importations. Pour l'ensemble de l'année, le fléchissement des achats à l'étranger s'est élevé à 8½%, les réductions les plus importantes ayant porté sur les matières premières, les produits énergétiques et les produits manufacturés. La contraction du volume des exportations a été beaucoup moins marquée (4%). Les ventes de produits finis, soutenues par le développement des crédits à l'exportation, se sont situées légèrement au-dessus des niveaux de 1974. Les termes d'échange ont également contribué à l'amélioration: les prix à l'exportation ont, en effet, augmenté de 6%, soit près de deux fois plus vite que les prix à l'importation. La relative stabilité de ces derniers est due, non seulement à la baisse des cours des matières premières, mais également au raffermissement du franc. En outre, le déficit des transactions invisibles s'est contracté de \$0,7 milliard, pour s'établir à \$1,4 milliard. Ce fléchissement a été lui aussi en partie de nature cyclique, la baisse des importations et des taux de fret ayant réduit de \$0,4 milliard le solde négatif de la balance des transports.

Par suite de l'évolution de la balance des opérations courantes, il n'y a pas eu les problèmes de financement qui s'étaient posés l'année précédente, de sorte que la balance des mouvements de capitaux a pris une physionomie assez différente de celle de 1974. Les mouvements à long terme, qui s'étaient soldés en 1974 par des entrées de \$2,2 milliards, ont enregistré des sorties nettes de \$0,3 milliard. Ce revirement est dû pour près de moitié à une augmentation de plus de \$1 milliard des prêts à long terme des banques à l'étranger, principalement des crédits à l'exportation. Le renversement de

la balance des capitaux à long terme a été compensé en grande partie par un accroissement de \$2 milliards des entrées à court terme (y compris les transactions non identifiées) qui ont atteint le chiffre considérable de \$5,8 milliards. Les entrées nettes de capitaux ont donc été presque aussi élevées que l'année précédente, et la balance générale a dégagé, avec \$5,5 milliards, l'excédent le plus important enregistré par un pays développé l'an dernier.

Entre le troisième et le quatrième trimestre de 1975, sous l'effet de la recrudescence des importations, la balance commerciale désaisonnalisée, établie d'après les statistiques douanières, est passée d'un excédent de \$0,5 milliard à un déficit de \$0,6 milliard. C'est cette évolution qui est notamment à l'origine des pressions qui se sont exercées sur le franc en janvier 1976. Le déficit de la balance commerciale du premier trimestre de cette année a toutefois été un peu plus faible, avec \$0,5 milliard environ.

Le Japon a lui aussi presque équilibré sa balance des paiements courants l'an dernier; le déficit s'est contracté, revenant de \$4,7 milliards à \$0,7 milliard. Ce mouvement a ceci de particulier qu'il s'est produit malgré une nouvelle détérioration des termes d'échange; les prix à l'importation ont augmenté de 8½%, tandis que les prix à l'exportation n'ont pratiquement pas varié. A la différence de toutes les autres nations industrielles, l'Italie mise à part, le Japon a connu l'année dernière une légère progression en volume (2½%) de ses exportations. Grâce à des prix hautement compétitifs, les ventes de produits manufacturés se sont accrues. Au premier semestre, alors que la demande était faible dans les autres pays développés, les livraisons aux pays de l'OPEP ont enregistré une croissance rapide; au second semestre, en revanche, ce sont les ventes aux pays industrialisés, notamment aux Etats-Unis, qui se sont vivement développées. Enfin, le volume des importations a baissé de 12½% par rapport à 1974. Au premier semestre de 1976, la vigoureuse expansion des exportations s'est poursuivie et la balance désaisonnalisée des paiements courants a dégagé un surplus de \$1,2 milliard, contre un déficit de \$0,7 milliard le trimestre précédent.

Comme aux Etats-Unis et en France, la balance des mouvements de capitaux a été à peu près la même en 1975 qu'en 1974, mais sa structure s'est modifiée. Les sorties nettes à long terme ont fortement baissé, fléchissant de \$3,9 milliards à \$0,3 milliard. Etant donné les écarts de taux d'intérêt, les non-résidents ont acheté l'équivalent de \$1,5 milliard de valeurs japonaises et souscrit à concurrence de \$1,2 milliard à des émissions d'obligations japonaises lancées à l'étranger. D'autre part, les crédits commerciaux et les investissements directs à l'extérieur ont été réduits. Autre modification significative par rapport à l'évolution de ces dernières années: on a enregistré des sorties de \$1,2 milliard au titre des mouvements de capitaux à court terme identifiés du secteur non bancaire. La balance générale est donc restée déficitaire pour la troisième année de suite, mais son solde négatif n'a été que de \$2,6 milliards, c'est-à-dire moins de la moitié du chiffre de 1974.

La réduction du déficit des paiements courants du *Royaume-Uni*, qui est passé de \$8,5 milliards à \$3,9 milliards, provient entièrement des échanges commerciaux, dont le solde négatif a diminué en fait de \$5,1 milliards. Cette amélioration peut être attribuée, à raison des deux tiers, aux termes d'échange et, pour le reste, aux variations en volume.

Les importations ont enregistré une baisse de 7% en termes réels, qui a porté essentiellement sur les matières premières (sauf les denrées alimentaires) et sur les produits finis. La réduction des exportations a été plus faible (environ 4%), ce qui traduit non seulement la tendance du Royaume-Uni à maintenir ses ventes à l'étranger en période de recul des échanges, mais également l'importance des débouchés offerts par les pays de l'OPEP et, en tout cas, pendant la première partie de l'année, la compétitivité des prix héritée de la période précédente. Du côté des transactions invisibles, l'excédent s'est légèrement contracté, passant de \$3,8 milliards à \$3,3 milliards; l'accroissement des revenus des investissements directs et la progression des recettes du secteur privé au titre des services ont été compensés et au-delà par le coût croissant du service de la dette extérieure du secteur public.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les entrées nettes ont fléchi presque autant que le déficit des transactions courantes. Les emprunts à l'étranger des collectivités publiques (non compris le gouvernement britannique, dont les emprunts sont considérés comme un poste de financement) sont revenus de \$3 milliards à \$0,9 milliard; la balance des investissements directs et de portefeuille du secteur privé, quant à elle, a changé de sens, \$2,5 milliards d'entrées faisant place à \$1,1 milliard de sorties. En revanche, le poste «Erreurs et omissions» contient \$2,2 milliards de recettes nettes non identifiées, soit \$0,8 milliard de plus qu'en 1974.

Le premier trimestre de 1976 a été marqué par une nouvelle réduction du déficit commercial, qui est passé à \$0,9 milliard, de sorte que la balance des paiements courants a été assez proche de l'équilibre. Le volume des exportations est remonté de 10% par rapport au creux atteint au troisième trimestre, tandis que les importations ont fléchi de 3% pendant la même période.

La Suisse a enregistré un excédent record des opérations courantes de \$3 milliards. La balance commerciale a été marquée par un revirement de \$2,2 milliards, de sorte que le déficit traditionnel a non seulement disparu, mais a même fait place à un léger excédent. La récession interne, la plus forte de tous les pays développés en 1975, a entraîné une contraction considérable (17%) du volume des importations. La baisse des exportations a été nettement moins forte (8%), les ventes de biens d'équipement s'étant assez bien maintenues. En raison principalement de la nouvelle appréciation du franc suisse, les termes d'échange se sont très sensiblement améliorés (de 6½%), de sorte que la tendance favorable des échanges en volume s'est trouvée renforcée. En outre, l'excédent des transactions invisibles a sensiblement progressé, passant à \$2,9 milliards. L'augmentation du revenu net des investissements, conjuguée au fléchissement des envois de fonds à l'étranger effectués par des travailleurs émigrés, a permis de compenser largement la légère baisse des recettes touristiques nettes.

En face d'un excédent de balance des opérations courantes d'une telle ampleur et vu la nécessité d'atténuer la pression à la hausse qui s'exerçait continuellement sur le franc, les autorités ont adopté des mesures visant à décourager l'importation et à encourager l'exportation de capitaux: réduction des taux d'intérêt, suspension des restrictions concernant les émissions étrangères sur le marché des capitaux et octroi de facilités supplémentaires de crédit à l'exportation. Le montant brut des émissions étrangères de titres à long terme libellés en francs suisses a atteint \$0,9 milliard, soit près de trois fois celui de l'année précédente. En outre, les émissions étrangères d'effets à moyen terme libellés

en monnaie helvétique sont montées en flèche, passant de \$0,9 milliard à \$2,8 milliards. Malgré les efforts déployés par les autorités, les entrées de capitaux ont cependant dépassé de \$2,2 milliards les sorties, de sorte que le surplus de la balance générale des paiements est ressorti à \$5,2 milliards.

L'excédent des transactions courantes de l'*Allemagne* a fléchi de \$9,7 milliards à \$3,8 milliards. Comme dans presque tous les autres pays industriels, on a assisté l'an dernier à une contraction du volume des exportations; elle a cependant été avec 10½ % la plus forte de tout le groupe. Les ventes de produits de base et de demi-produits, comme l'acier et les produits chimiques, ont fléchi de 20%, mais celles de biens d'équipement se sont maintenues à un niveau satisfaisant. A la différence des autres nations industrielles, toutefois, la chute des exportations s'est accompagnée d'un accroissement de 3% du volume des importations. Ce mouvement s'est produit, pour l'essentiel, pendant le second semestre, sous l'effet de la reprise économique interne; il s'explique également, à n'en pas douter, par la compétitivité accrue des produits importés. A cet égard, les achats en provenance de l'Italie et du Royaume-Uni ont augmenté, d'une année sur l'autre, de 15 et 11% respectivement. Pour ce qui est des livraisons à l'étranger, la baisse de volume s'est produite uniquement pendant le premier semestre de l'année, atteignant alors 10%; pendant les six mois suivants, les exportations se sont développées de 2%, grâce notamment aux progrès enregistrés dans les secteurs des biens de consommation et des biens d'équipement. L'excédent commercial est tombé, d'un semestre à l'autre, de \$9,4 milliards à \$7,7 milliards; d'après les statistiques douanières, une légère amélioration est toutefois intervenue au premier trimestre de 1976. Comparée à l'évolution de la balance commerciale, l'aggravation de \$1,1 milliard du déficit des transactions invisibles, qui s'est établi à \$13,3 milliards en 1975, a été assez modeste.

Les exportations nettes de capitaux à long terme ont largement dépassé, avec \$6,8 milliards, le surplus des opérations courantes. Ces sorties se sont produites essentiellement par l'intermédiaire du système bancaire et ont été liées, pour une bonne part, aux exportations. En outre, les investissements directs, pour la troisième fois seulement en dix ans, ont donné lieu à des sorties nettes s'élevant à \$0,7 milliard. Ce moindre attrait exercé par l'Allemagne fédérale sur les non-résidents a tenu non seulement à la récession, mais aussi à la hausse relative des coûts de production dans ce pays, du fait de l'appréciation du deutsche mark. Alors que les sorties à long terme se sont produites en grande partie par l'intermédiaire du secteur financier, les entreprises non financières ont été, au contraire, fortement importatrices nettes de capitaux à court terme, à raison de \$2,6 milliards. Ce chiffre est à rapprocher d'une sortie nette de \$3,6 milliards en 1974, année où les entreprises s'étaient vu octroyer un volume substantiel de crédits commerciaux. Pendant les neuf premiers mois de 1975, elles ont mis à profit l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits à l'étranger, mais la tendance a commencé à se renverser au quatrième trimestre en raison du fléchissement des taux d'intérêt en Allemagne. Pour l'ensemble de l'année, le surplus de la balance générale des paiements n'a été que de \$0,2 milliard.

Au *Canada* et en *Suède*, où la récession a été relativement modérée, la balance des paiements courants s'est détériorée en 1975, le déficit canadien passant de \$1,7 milliard à \$5 milliards et celui de la Suède de \$0,9 milliard à \$1,5 milliard. Dans les deux

pays, le volume des exportations s'est davantage contracté que celui des importations, et le déficit des transactions invisibles est monté en flèche. En ce qui concerne le Canada, bien que les nouvelles émissions (tant publiques que privées) d'obligations sur les marchés étrangers aient atteint un montant net record de \$4,2 milliards, les entrées nettes de capitaux n'ont progressé que de \$1 milliard par rapport à 1974, de sorte que la balance générale des paiements s'est soldée par un déficit de \$1,5 milliard. En Suède, les entrées nettes de fonds ont atteint \$2,5 milliards, et la balance générale des paiements a dégagé un surplus de \$1 milliard.

Tant en *Belgique-Luxembourg* qu'aux *Pays-Bas*, l'excédent des paiements courants a relativement peu varié l'an dernier par rapport à 1974. En Belgique-Luxembourg, il s'est légèrement accru, atteignant un peu plus d'un milliard de dollars (contre un peu moins de cette somme en 1974); aux Pays-Bas, en revanche, la baisse des revenus des investissements pétroliers à l'étranger a ramené l'excédent courant de \$2 milliards à \$1,5 milliard. Par suite du retournement de \$0,7 milliard des mouvements de capitaux, la balance générale belgo-luxembourgeoise a dégagé un surplus de \$1,5 milliard. Les sorties nettes de capitaux des Pays-Bas ont été de \$1,2 milliard – chiffre assez voisin de celui de l'année précédente – de sorte que l'excédent de la balance générale est revenu à \$0,3 milliard.

Financement des excédents et des déficits

Pays développés. Il ressort clairement de ce qui précède que, si les balances des paiements cumulées des pays développés se sont rapprochées de l'équilibre en 1975, la situation est moins homogène si l'on considère isolément les positions des divers pays. En effet, dans un certain nombre de grands pays industrialisés, les mouvements monétaires extérieurs ont revêtu une ampleur beaucoup plus grande qu'en 1974. Il en est ainsi des excédents monétaires extérieurs de la Belgique-Luxembourg, de la France, de la Suède et de la Suisse ainsi que du déficit du Canada. En outre, les déficits monétaires extérieurs de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni, bien que moins élevés qu'en 1974, sont demeurés considérables; dans les cas italien et britannique, la raison en est l'absence en 1975 d'emprunts extérieurs de grande envergure des entreprises du secteur public, qui avaient caractérisé l'année 1974. Il convient d'ajouter qu'en 1975, dans la plupart des pays développés, le total des mouvements monétaires extérieurs n'a pas coïncidé avec le solde général de la balance des paiements, la différence étant due à l'incidence des variations de taux de change et aux écarts statistiques. Ces ajustements, de même que les soldes extérieurs globaux correspondant aux variations totales des positions monétaires extérieures, apparaissent dans les deux dernières colonnes du tableau des balances des paiements.

Plus récemment, au premier trimestre de 1976, les perturbations qui ont affecté le marché des changes ont provoqué des variations sensibles des positions monétaires extérieures d'un certain nombre de pays européens.

Parmi les pays développés, la *France* a enregistré en 1975 le plus fort excédent global des paiements, qui s'est élevé à \$5,5 milliards. Ce chiffre ne correspond toutefois pas entièrement à la position monétaire extérieure calculée en dollars, car des

mouvements de taux de change survenus durant l'année ont entraîné une diminution de \$0,4 milliard de la valeur des avoirs monétaires officiels et de la position nette à court terme des banques vis-à-vis de l'étranger. Compte tenu de ces ajustements, l'excédent monétaire global s'est donc élevé à \$5,1 milliards, les avoirs officiels nets progressant de \$3,9 milliards et les engagements nets à court terme des banques, sur la base indiquée dans le tableau ci-après, ayant été réduits de \$1,2 milliard.

L'accroissement des avoirs monétaires officiels nets, intervenu presque entièrement sous forme de réserves de change, s'est poursuivi tout au long de l'année. Les interventions des autorités monétaires sur le marché ont été les plus massives au deuxième trimestre, juste avant le retour du franc dans le «serpent», au moment où les réserves de change progressaient de \$1,1 milliard, ainsi qu'au dernier trimestre lorsque le franc a de nouveau fait preuve d'une grande fermeté. Toutefois, le gonflement de \$1,8 milliard enregistré au cours de ce dernier trimestre comprend également un dépôt de \$0,4 milliard en devises effectué en octobre par l'Iran. Dans le secteur bancaire, la réduction des engagements extérieurs nets a été plus forte durant les trois premiers trimestres que pour l'ensemble de l'année. Ceci résulte en partie du fait que la fermeté du franc français a incité les résidents à rembourser aux banques les crédits à court terme en monnaies étrangères qu'ils avaient contractés en 1974 et à réduire leurs achats nets à terme de devises auprès du système bancaire. Au dernier trimestre toutefois, les engagements nets des banques vis-à-vis de l'étranger se sont de nouveau développés, sous l'effet notamment d'un accroissement des avoirs en francs des non-résidents.

La crise qui a agité les marchés des changes au premier trimestre de 1976 a entraîné une détérioration de \$3 milliards de la position monétaire officielle nette, dont plus de la moitié s'est produite en mars. Une partie importante de cette détérioration a eu comme contrepartie une sortie de fonds par le canal des banques. Les réserves de change ont fléchi de \$1,6 milliard pendant le trimestre; en outre, les opérations officielles en monnaies des partenaires qui ont été effectuées pour soutenir le franc français avant son retrait du «serpent» au milieu du mois de mars se sont traduites par un endettement élevé. En avril, lorsque ces dettes ont été remboursées, les réserves de change se sont trouvées amputées de \$1,3 milliard.

En Suisse, les autorités se sont trouvées confrontées en 1975 à de fortes pressions à la hausse du franc. En conséquence, pour la première fois depuis l'introduction du flottement, la Banque Nationale a commencé à acheter des dollars sur le marché. Pour l'ensemble de l'année, le total des interventions s'est élevé à un peu plus de \$4 milliards, mais la majeure partie de cette somme a été compensée par des ventes de dollars (\$3,5 milliards au total) à des fins d'exportations de capitaux. Les réserves ont progressé de \$1,5 milliard au cours de l'année. Le gros des \$5,2 milliards de l'excédent global de la balance des paiements a donc eu sa contrepartie dans la position des banques vis-à-vis de l'étranger. Si l'on ne tient pas compte des opérations spéciales de fin d'année, les avoirs extérieurs nets des banques se sont développés de \$3,9 milliards pour atteindre, au total, \$11,2 milliards.

Durant les quatre premiers mois de 1976, les autorités ont acheté \$3 milliards supplémentaires sur le marché des changes. Ces achats ont toutefois été largement

Pays développés: Positions monétaires extérieures¹

Pays	Fin d'année	Or ²	Avoirs nets en devises	Créances ou engagements à l'égard du FMI	Total net des avoirs officiels	Banques commerciales (chiffres nets)	Total net des avoirs à l'étranger	Variations	
								Avoirs officiels nets	Banques commerciales (chiffres nets)
en millions de dollars EU									
Allemagne fédérale	1974	4.965	24.615	3.345	32.925	835	33.760	- 445	+ 3.700
	1975	4.965	23.385	3.550	31.900	1.320	33.220	- 1.025	+ 485
Autriche	1974	895	2.260	265	3.420	-1.145	2.275	+ 540	- 405
	1975	855	3.245	310	4.410	-1.200	3.210	+ 990	- 55
Belgique-Luxembourg . .	1974	1.780	2.275	1.340	5.395	-1.885	3.510	+ 405	+ 50
	1975	1.780	2.725	1.415	5.920	- 850	5.070	+ 525	+ 1.035
Canada	1974	940	3.620	1.105	5.665	495	6.160	- 15	+ 885
	1975	900	3.055	1.200	5.155	- 355	4.800	- 510	- 850
Danemark	1974	80	615	200	895	415	1.310	- 385	+ 385
	1975	75	605	165	845	80	925	- 50	- 335
Espagne	1974	600	5.115	310	6.025	-1.985	4.040	- 775	- 1.080
	1975	600	5.160	- 440	5.320	-2.820	2.500	- 705	- 835
Etats-Unis	1974	11.650	-76.800 ³	4.225	-60.925	-2.665 ⁴	-63.590	- 8.335	+ 1.760
	1975	11.600	-80.060 ³	4.545	-63.915	-4.970 ⁴	-58.945	- 2.990	+ 7.635
Finlande	1974	35	185	160	380	- 190	190	- 175	- 205
	1975	35	350	- 5	380	- 630	- 250	-	- 440
France	1974	4.260	2.700	770	7.730	.	.	- 455	- 25
	1975	4.260	6.330	1.015	11.605	.	.	+ 3.875	+ 1.220
Grèce	1974	155	750	- 15	890	30	920	- 155	+ 15
	1975	150	760	- 200	710	25	735	- 180	- 5
Irlande	1974	20	1.150	100	1.270	- 410	860	+ 240	- 70
	1975	20	1.420	95	1.535	- 440	1.095	+ 265	- 30
Italie	1974	3.480	- 460	-1.460	1.560	-1.300	260	- 4.820	- 345
	1975	3.480	-1.645	-2.780	- 945	- 725	-1.670	- 2.505	+ 575
Japon	1974	905	11.185	1.270	13.360	-11.595	1.765	+ 1.380	- 8.110
	1975	865	10.355	1.325	12.545	-13.530	- 985	- 815	- 1.935
Norvège	1974	40	1.760	190	1.990	- 100	1.890	+ 445	- 75
	1975	40	1.820	235	2.095	- 130	1.965	+ 105	- 30
Pays-Bas	1974	2.295	3.430	1.135	6.860	- 145	6.715	+ 1.015	- 20
	1975	2.295	3.335	1.480	7.110	460	7.570	+ 250	+ 605
Portugal	1974	1.190	1.005	35	2.230	265	2.495	- 595	- 55
	1975	1.135	15	10	1.160	230	1.390	- 1.070	- 35
Royaume-Uni. . . .	1974	890	3.325 ⁵	1.075	5.290	.	.	- 1.185	- 2.110 ⁶
	1975	890	835 ⁵	1.205	2.930	.	.	- 2.360	- 330 ⁶
Suède	1974	245	1.210	240	1.695	1.095	2.790	- 775	+ 355
	1975	235	2.560	235	3.030	735	3.765	+ 1.335	- 360
Suisse	1974	3.515	5.410	-	8.925	5.800	14.725	+ 445	+ 2.160
	1975	3.515	6.850	95	10.460	9.450	19.910	+ 1.535	+ 3.650
Turquie	1974	150	110	90	350	.	.	- 655	.
	1975	150	-1.230	- 210	-1.290	.	.	- 1.640	.
Yougoslavie	1974	60	920	- 120	860	.	.	- 450	.
	1975	60	775	- 145	690	.	.	- 170	.

¹ Pour la plupart des pays figurant au tableau, les chiffres indiqués ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés. ² Dans la moitié environ des pays figurant sur le tableau, l'or est évalué à l'ancien prix officiel de \$42,22 l'once, et dans les autres pays à DTS 42,22, la conversion en dollars étant effectuée aux cours dollar/DTS en vigueur.

³ Est égal aux avoirs en monnaies convertibles moins les engagements déclarés par les banques envers des institutions officielles étrangères. ⁴ Créances à court terme des banques sur les non-résidents moins engagements à court terme des banques à l'égard des non-résidents du secteur non officiel. ⁵ Comprend, en tant qu'engagement, le prêt en euro-monnaies obtenu en mai 1974, dont \$1,5 milliard a été remboursé en 1974 et \$1,0 milliard en 1975.

⁶ Comprend les variations des positions en devises des banques vis-à-vis des non-résidents, de leurs créances en sterling sur des non-résidents et de tous leurs engagements en sterling à l'égard de non-résidents, tant officiels que privés.

compensés par les ventes officielles de dollars à des fins d'exportations de capitaux représentant au total \$2 milliards, ainsi que par la rétrocession aux banques d'une somme de \$1,8 milliard que la Banque Nationale avait reçue au titre de swaps à court terme. A la fin du mois d'avril 1976, les réserves de la Suisse étaient donc inférieures de près de \$1 milliard au niveau qu'elles avaient atteint quatre mois auparavant.

En 1975, la position monétaire extérieure nette des *Etats-Unis* a enregistré un excédent de \$4,6 milliards. La position nette à court terme du secteur bancaire vis-à-vis de non-résidents s'est améliorée de \$7,6 milliards, mais ce mouvement a été en partie compensé par une progression de \$3 milliards des engagements officiels nets. Dans le secteur bancaire, où le très fort accroissement (\$18,3 milliards) des prêts à court terme accordés en 1974 à des non-résidents a été suivi d'une nouvelle progression de \$10,8 milliards en 1975, les flux nets de capitaux ont été extrêmement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. Au premier semestre de l'année, la détente des taux américains a provoqué une sortie de \$7,7 milliards, dont \$6,6 milliards sous forme de crédits à court terme. Au troisième trimestre, lorsque les taux d'intérêt américains sont remontés par rapport à ceux des autres pays, on a assisté à \$3,9 milliards d'entrées nettes de capitaux bancaires au total; ce mouvement s'est une nouvelle fois renversé au dernier trimestre, sous l'effet d'une nouvelle baisse des taux américains.

Dans le secteur officiel, la position de réserve des *Etats-Unis* au FMI s'est accrue de \$0,4 milliard, mais les principaux changements se sont produits du côté des engagements, où les avoirs en dollars des autorités monétaires étrangères ont progressé de \$3,5 milliards. Ce dernier chiffre ne représente qu'un tiers de celui de 1974, l'accroissement des réserves en dollars des pays de l'OPEP détenues aux *Etats-Unis* étant tombé de \$10,5 milliards à \$4,2 milliards. Les autres avoirs officiels en dollars ont fléchi globalement de \$0,7 milliard. Si les actifs officiels des pays de l'OPEP ont progressé assez régulièrement tout au long de l'année, l'évolution des autres avoirs officiels a été en revanche plus irrégulière, ce qui reflète l'incidence des politiques d'intervention des autorités monétaires étrangères. C'est ainsi qu'au premier trimestre, marqué par un affaiblissement du dollar, ils ont augmenté de \$2,3 milliards, alors qu'au troisième trimestre ils ont diminué de \$4,5 milliards, en liaison avec le raffermissement du dollar. Au premier trimestre de 1976, les engagements nets des autorités monétaires américaines ont fléchi de \$0,8 milliard. Les réserves ont progressé de \$0,7 milliard, compte tenu notamment de la contrepartie en liras du tirage de \$0,5 milliard effectué par l'Italie sur sa ligne de crédits croisés auprès de la Réserve fédérale. Les engagements officiels ont légèrement fléchi en chiffres nets pour l'ensemble du trimestre, une hausse de \$1,2 milliard en janvier et février ayant été suivie d'une baisse de \$1,3 milliard en mars.

La position monétaire extérieure nette de la *Belgique-Luxembourg* s'est améliorée de \$1,6 milliard en 1975, soit du triple par rapport à l'année précédente. Etant donné le degré élevé de liquidité de l'économie, des fonds à court terme ont quitté le pays par le canal des banques dont l'endettement extérieur net s'est réduit de \$1 milliard. Les avoirs officiels nets se sont accrus de \$0,5 milliard. Au premier trimestre de 1976, lorsque le franc belge a été soumis à des pressions, les avoirs officiels nets ont fléchi de \$1,3 milliard. Les engagements nés du soutien apporté au franc par les partenaires

de la Belgique, notamment les Pays-Bas, dans le cadre du système de flottement concerté se sont gonflés de \$0,8 milliard, tandis que les prélèvements sur les réserves en dollars ont représenté \$0,5 milliard. Cette évolution forme dans une très large mesure la contrepartie de \$0,6 milliard de sorties par le canal des banques, puisque les résidents ont intensifié leurs achats de devises à terme et que les non-résidents ont liquidé leurs avoirs en francs belges. La situation a commencé à s'améliorer fin mars et, en avril, les avoirs monétaires officiels nets se sont accrus de \$0,3 milliard.

Les seuls autres pays développés ayant enregistré d'importants excédents ont été la *Suède* et l'*Autriche*. Dans ces deux pays, les surplus ont servi à renforcer les réserves, mais, en Suède, on a enregistré en outre une entrée nette de \$0,4 milliard de capitaux à court terme par l'intermédiaire des banques.

Bien que la balance générale des paiements de l'*Allemagne fédérale* se soit soldée par un excédent de \$0,2 milliard, la position monétaire extérieure globale exprimée en dollars s'est détériorée de près de \$0,6 milliard sur l'ensemble de l'année. Cette détérioration est liée aux ajustements en baisse du montant des réserves officielles dus aux variations de taux de change (\$0,8 milliard au total) ainsi qu'à l'évolution des positions extérieures nettes à court terme des banques. Les avoirs monétaires officiels nets ont diminué de \$1 milliard, ce mouvement étant partiellement compensé par un accroissement de \$0,5 milliard des actifs nets à court terme des banques à l'étranger.

Dans le courant de l'année, les réserves ont connu d'amples fluctuations traduisant les vicissitudes du deutsche mark sur le marché des changes. Au premier trimestre, les avoirs officiels nets ont augmenté de \$2,2 milliards, par suite essentiellement d'achats substantiels de dollars par la Bundesbank, ainsi que de tirages en deutsche marks effectués sur la ligne de crédits croisés par le Système de Réserve fédérale. Lorsque par la suite le mark s'est affaibli, les autorités sont intervenues assez massivement et les avoirs officiels nets se sont trouvés réduits de \$3 milliards durant les deuxième et troisième trimestres.

Les flux de capitaux bancaires à court terme ont été généralement influencés par les conditions en vigueur sur les marchés financiers et monétaires nationaux. Pendant les neuf premiers mois de l'année, les banques commerciales ont accru leurs actifs nets à l'étranger de \$1,7 milliard, la majeure partie (\$1,4 milliard) de cet accroissement étant intervenue au deuxième trimestre. Durant le quatrième trimestre, les banques ont enregistré d'importants afflux de capitaux à court terme (\$1,2 milliard). Si ces entrées s'expliquent par un certain nombre de facteurs, y compris les opérations spéciales liées à la présentation des bilans, elles résultent essentiellement de l'abaissement, début août, du coefficient de réserves obligatoires assises sur les engagements extérieurs et de la levée, au début du mois de septembre, de l'interdiction de rémunération des dépôts constitués par des non-résidents.

Au premier trimestre de 1976, les avoirs officiels nets se sont accrus de \$3,7 milliards, les créances nées des opérations de soutien des autres monnaies du « serpent » entrant à raison de \$2,8 milliards dans ce montant. Plus de la moitié de l'excédent monétaire officiel a eu pour contrepartie des entrées de fonds par le canal du système bancaire, qui ont représenté un total de \$2,3 milliards. Ce chiffre résulte d'un accroissement de \$1 milliard des avoirs en deutsche marks de non-résidents et d'une réduction

de \$0,9 milliard de l'endettement en deutsche marks à court terme des non-résidents auprès du système bancaire; il ne fait aucun doute que ces deux mouvements ont revêtu un caractère partiellement spéculatif. En avril, les créances officielles résultant des précédentes opérations de soutien à l'intérieur du «serpent» ont été réduites de \$1,9 milliard, mais les avoirs officiels nets n'ont fléchi que de \$0,5 milliard.

Aux *Pays-Bas*, l'excédent extérieur global pour 1975, mesuré par le total des mouvements monétaires extérieurs, a été de \$0,9 milliard, soit le triple du chiffre obtenu d'après les données de la balance des paiements (\$0,3 milliard). Il n'a pas été possible de faire concorder ces deux chiffres. Les avoirs monétaires officiels nets ont progressé de \$0,3 milliard pendant l'année, et la position nette à court terme des banques s'est améliorée de \$0,6 milliard. Au premier semestre, les sorties nettes par le canal des banques ont totalisé \$1,5 milliard, une petite partie seulement de cette somme se retrouvant sous forme d'une réduction de \$0,2 milliard des avoirs officiels nets; durant le second semestre, la situation s'est complètement renversée, un afflux net de \$0,9 milliard par le canal des banques s'accompagnant d'une augmentation sensiblement plus faible (\$0,4 milliard) des avoirs officiels nets. Au premier trimestre de 1976, la position monétaire extérieure officielle s'est de nouveau améliorée, à raison de \$0,2 milliard, et celle des banques a progressé d'un montant identique.

La position monétaire extérieure nette du *Royaume-Uni* a continué de se détériorer en 1975 et cela de \$2,7 milliards, soit légèrement moins qu'en 1974. Les avoirs officiels nets ont fléchi de \$2,4 milliards et l'on a enregistré un léger afflux net de capitaux par le canal des banques. Dans le secteur officiel, les réserves de change se sont contractées de \$1,5 milliard au cours de l'année. Le total des interventions des autorités pour soutenir le sterling a toutefois largement dépassé ce chiffre. Ainsi, au premier trimestre, le gouvernement a prélevé le solde (un milliard) de sa ligne de crédits en euro-monnaies de \$2,5 milliards qui lui avait été ouverte en 1974; dans le même temps, les réserves ont été renforcées à hauteur de \$0,9 milliard par le produit d'autres emprunts en monnaies étrangères du secteur public.

Dans le secteur bancaire, les entrées nettes ont reculé de \$2,1 milliards en 1974 à \$0,3 milliard seulement en 1975. On a noté, en particulier, un léger repli des avoirs en sterling des pays exportateurs de pétrole, qui s'étaient gonflés de \$5,3 milliards en 1974. L'accroissement antérieur s'est poursuivi au premier trimestre de 1975, où il a atteint \$0,8 milliard; mais, durant le reste de l'année, les balances sterling des pays de l'OPEP se sont contractées à raison de \$1,1 milliard. Bien que les autres détenteurs officiels aient également réduit leurs avoirs de \$1 milliard en 1975, cette diminution a été largement compensée par la progression des avoirs privés, de sorte que le total des balances sterling des non-résidents a peu varié sur l'ensemble de l'année.

En janvier et février 1976, le sterling a été relativement peu touché par les troubles monétaires, et les réserves se sont renforcées à concurrence de \$1,6 milliard; les trois quarts de cette progression proviennent d'un tirage sur la facilité pétrolière auprès du FMI, et le reste, d'autres emprunts émis par le secteur public. En mars et en avril, en revanche, la forte pression qui s'est exercée sur le sterling a entraîné une perte de réserves de \$2,2 milliards, après que le secteur public eut encore emprunté à l'étranger \$0,6 milliard. En mai, un nouveau tirage de \$0,8 milliard a été effectué sur le FMI.

En 1975, le déficit de \$2,8 milliards de la balance des paiements du Japon a été financé en grande partie par l'intermédiaire du système bancaire, dont les engagements nets se sont encore accrus de \$1,9 milliard. En outre, à la différence de 1974, les avoirs officiels nets ont baissé de \$0,8 milliard. L'année peut être divisée en deux phases distinctes. Pendant les six premiers mois, on a enregistré d'importantes entrées de fonds et les réserves ont progressé d'environ \$1 milliard; la moitié de cet accroissement a cependant eu sa contrepartie dans des engagements officiels résultant de cessions de valeurs du Trésor à des non-résidents. Ces opérations n'ont pas été renouvelées au troisième trimestre lorsque, par suite de la baisse des taux d'intérêt intérieurs, il s'est produit un arrêt quasi total des investissements de portefeuille des non-résidents. En août, les autorités ont dû intervenir assez massivement pour soutenir le yen et, sur l'ensemble du troisième trimestre, les réserves en devises se sont contractées de \$1,2 milliard. Les interventions ultérieures ont été d'ampleur beaucoup plus faible, les avoirs officiels en devises se contractant encore de \$0,2 milliard au dernier trimestre. Au premier trimestre de 1976, la balance des paiements était pratiquement en équilibre et les entrées nettes de capitaux bancaires, d'un montant total de \$0,9 milliard, ont eu pour l'essentiel leur contrepartie dans la croissance des avoirs monétaires officiels nets.

La position monétaire extérieure nette de l'Italie a continué à se détériorer en 1975, bien que le déficit total de \$1,9 milliard ait été inférieur de plus de moitié au chiffre de 1974. Comme il y a eu \$0,6 milliard de sorties nettes de fonds à court terme par le canal des banques, les avoirs officiels nets ont diminué de \$2,5 milliards.

Au premier semestre, le déficit s'est chiffré à moins de \$0,5 milliard au total et a été financé en grande partie par l'intermédiaire du système bancaire. Bien que les avoirs officiels nets soient restés pratiquement inchangés, leur composition s'est modifiée. En mars, un montant de \$0,5 milliard a été remboursé sur le prêt de \$2 milliards accordé par la Deutsche Bundesbank en 1974, tandis qu'un tirage de \$0,4 milliard était effectué sur le FMI. Au troisième trimestre, alors que le déficit global était encore très modéré, une sortie de \$1,2 milliard de capitaux bancaires à court terme a entraîné une contraction de \$1,4 milliard des avoirs officiels nets. Pendant ce même trimestre, l'Italie a prélevé \$0,9 milliard sur le FMI au titre de la facilité pétrolière. Au quatrième trimestre, l'aggravation spectaculaire de la balance générale a été en grande partie responsable d'une nouvelle détérioration de \$1,1 milliard de la position officielle nette. La totalité de cette baisse a porté sur les avoirs en devises qui, à la fin de l'année, étaient tombés à \$1,2 milliard.

La crise monétaire de 1976 a provoqué une contraction de \$1,7 milliard des avoirs officiels nets durant les quatre premiers mois de l'année. Les réserves de change ont en réalité progressé de \$0,2 milliard, mais un montant de \$1 milliard a été emprunté sur l'euro-marché par l'intermédiaire de la CEE, auquel il faut ajouter \$0,5 milliard tiré sur la ligne de crédits croisés auprès de la Réserve fédérale et une somme supplémentaire de \$0,5 milliard qui a été obtenue auprès de la Bundesbank; il s'agit en fait, dans ce dernier cas, du tirage de la partie de l'emprunt 1974 qui avait déjà été remboursée un an auparavant. En mai, les banques centrales de la CEE sont convenues d'accorder à l'Italie un prêt de \$0,5 milliard, tandis que la BRI décidait de lui ouvrir une ligne de crédits à concurrence de \$0,6 milliard.

Le déficit global de \$1,4 milliard du *Canada* pour 1975 s'est traduit par une détérioration de \$0,9 milliard de la position nette des banques et par une dégradation de \$0,5 milliard de celle des autorités. Les entrées de fonds bancaires ont eu lieu surtout aux premier et troisième trimestres, tandis que la diminution des réserves s'est produite au deuxième. Grâce aux entrées de capitaux, le solde de la balance générale des paiements est devenu modérément excédentaire avant la fin de l'année. En janvier et février 1976, cet afflux a pris une telle ampleur que les autorités ont dû intervenir de nouveau massivement, les avoirs officiels nets augmentant de \$0,5 milliard. Au cours des deux mois suivants, le dollar canadien s'est légèrement replié et l'on a enregistré une légère détérioration de la position officielle nette.

Pays exportateurs de pétrole. En 1975, le volume des fonds susceptibles d'être investis par le groupe des pays exportateurs de pétrole s'est réduit, revenant de \$56,9 milliards à \$32,1 milliards. De plus, les placements ont différé à maints égards de ce qu'ils étaient en 1974. C'est ainsi que la part du surplus global investi sous des formes relativement liquides (dépôts bancaires et fonds d'Etat notamment) est tombée de 70 à 40%. En même temps, les investissements de toutes catégories aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ont fléchi de 57 à 34% du total. Une part considérable des fonds placés à plus long terme s'est dirigée vers les pays en voie de développement sous forme de prêts octroyés tant sur une base bilatérale que par l'intermédiaire d'organismes internationaux.

**Pays exportateurs de pétrole: Répartition des excédents
à investir (estimation)**

Rubriques	1974	1975
	en milliards de dollars EU	
Dépôts bancaires et placements sur les marchés monétaires:		
Dépôts en dollars aux Etats-Unis	4,0	—
Dépôts en sterling au Royaume-Uni	1,7	0,2
Dépôts et prêts sur les autres marchés des changes	24,0	9,3
Divers ¹	10,1	3,7
Total	39,8	13,2
Investissements à long terme:		
Arrangements bilatéraux particuliers	11,9	12,1
Prêts à des organismes internationaux	3,5	4,0
Divers ²	1,7	2,8
Total	17,1	18,9
Total des nouveaux investissements	56,9	32,1

¹ Y compris les fonds d'Etat négociables. ² Y compris les investissements mobiliers et immobiliers effectués aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Le tableau des transactions courantes dans le monde montre que le déficit cumulé des paiements courants des pays en voie de développement non producteurs de pétrole s'est aggravé entre 1974 et 1975, passant de \$15 milliards à \$25 milliards. Dans un souci d'uniformité par rapport aux autres données contenues dans le tableau, ces chiffres comprennent les recettes

substantielles provenant de transferts officiels unilatéraux en faveur des pays en voie de développement. Toutefois, si l'on examine l'ampleur des problèmes de financement externe de ces pays, lesdits transferts, qui sont en fait des postes de financement, doivent être exclus des paiements courants. Dans ce cas, on peut estimer que le déficit cumulé de ces pays est passé de \$23 milliards en 1974 à \$36 milliards en 1975. Le financement est essentiellement de trois ordres : les prêts et dons officiels à long terme (y compris les transferts unilatéraux); le financement privé, principalement d'origine bancaire, mais comprenant également des investissements directs et des crédits commerciaux; enfin l'utilisation de réserves et le recours à l'emprunt des autorités monétaires. On peut estimer de façon très approximative que les pays en voie de développement ont reçu en 1975 \$14 milliards de la première source et \$17 milliards de la seconde, dont \$14 milliards environ fournis par l'intermédiaire des circuits bancaires. En outre, ils ont effectué des tirages nets pour près de \$1,8 milliard sur le Fonds monétaire international, au titre surtout de la facilité pétrolière, tandis que leurs réserves ont fléchi de près de \$2 milliards.

VI. LES MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

1975 a été pour les marchés internationaux du crédit et des capitaux une année d'expansion, de nouvelles modifications structurelles et de consolidation.

Si tous les marchés ont enregistré une forte expansion, le mouvement a été d'une vigueur exceptionnelle dans le compartiment à plus long terme. Dans sa définition étroite — c'est-à-dire mesuré par les avoirs et engagements extérieurs des huit pays européens déclarants — le marché des euro-monnaies a poursuivi sa croissance à un rythme soutenu tout au long de l'année. Après une progression de \$27 milliards «seulement» en 1974, les avoirs extérieurs bruts des banques de ces pays ont fait l'an dernier un bond de \$43 milliards (ou de 20%) qui les a portés à \$258 milliards. L'accélération aurait été encore plus prononcée si l'on avait éliminé, dans l'évaluation des actifs, les variations de taux de change. A noter toutefois que l'augmentation résulte pour une large part d'une nouvelle expansion des positions interbancaires. En conséquence, l'accroissement de la «dimension nette» du marché, définie d'après la méthode traditionnelle de la BRI, s'est ralenti, revenant de \$45 milliards en 1974 à environ \$28 milliards, de sorte que le montant total des encours de crédits atteignait \$205 milliards à la fin de 1975.

Les prêts bancaires internationaux ont également enregistré une progression rapide à l'extérieur de la zone européenne déclarante. Si l'on ajoute aux opérations bancaires sur monnaies étrangères de la zone européenne les transactions effectuées au Canada et au Japon, ainsi que celles de la zone des Caraïbes et des autres centres financiers «offshore», on peut estimer que le volume global des encours de crédits en monnaies étrangères (déduction faite des duplications d'écritures) s'est gonflé de près de \$40 milliards, pour s'élever à \$250 milliards en 1975. Les prêts à l'étranger des banques des Etats-Unis, déjà en augmentation de \$19,5 milliards en 1974, se sont encore accrus de \$13 milliards en 1975; à la fin de l'année, le montant total des créances sur l'étranger atteignait \$59 milliards. Les nouveaux crédits des banques américaines, qui ont toutefois été acheminés dans une large mesure par l'intermédiaire d'établissements installés dans la zone des Caraïbes et par le canal des banques des pays européens déclarants, sont donc déjà compris en partie dans le chiffre précité de la croissance nette des crédits bancaires internationaux.

L'expansion la plus rapide est intervenue sur le marché des obligations. Les émissions internationales et étrangères ont atteint, au total, \$22 milliards en 1975, soit près du double du chiffre de 1974.

Il ressort clairement des données sur la croissance des crédits bancaires internationaux que la répartition géographique des centres d'activité du marché s'est progressivement modifiée, du fait notamment de l'importance grandissante prise par les centres financiers extra-européens. L'activité de prêt des banques situées aux Etats-Unis s'était ranimée en 1974, après la suppression des restrictions sur les mouvements de capitaux instituées dans le cadre du plan d'assainissement de la balance des paiements; cette reprise s'est poursuivie en 1975, encouragée par l'atonie de la demande interne de

crédits bancaires. Les centres financiers des Caraïbes ont fait leur apparition il y a quelques années. A l'origine, c'était de simples relais d'acheminement de ressources collectées ailleurs. Il apparaît maintenant que les dépôts reçus du secteur non bancaire sont, dans une large mesure, enregistrés directement dans ces centres. Par ailleurs, l'expansion s'est poursuivie en Asie, notamment à Singapour et à Hong Kong, qui reçoivent des dépôts provenant tant de l'euro-marché «traditionnel» que d'autres sources. On s'est efforcé — malgré l'insuffisance des statistiques disponibles — de donner un aperçu général de ces nouvelles dimensions prises par les prêts bancaires internationaux (voir pages 98 et 99).

Le changement n'a pas porté seulement sur la répartition géographique des opérations bancaires internationales. Il est également perceptible si l'on examine la nature des opérations de crédit et, en particulier, le rôle croissant joué par les banques dans le financement des balances de paiements. Certes, des autorités nationales avaient déjà contracté des emprunts en euro-monnaies afin de couvrir leur déficit extérieur, et cela, dès les premiers jours de l'existence des euro-marchés; le tournant décisif n'a toutefois été pris qu'en 1973-74, lorsqu'un grand nombre de pays d'Europe eurent délibérément recours à ce marché pour financer les importants déficits de leurs transactions courantes. Cette tendance s'est poursuivie en 1975, année où les banques internationales ont joué un rôle important dans la couverture des besoins de financement extérieur des PVD, des pays de l'Europe de l'Est, et même de quelques producteurs de pétrole à «forte capacité d'absorption».

1975 a été également une année de consolidation. A mesure que la «normalisation» suivait son cours sur les marchés nationaux, on a assisté au rétablissement de la courbe des rendements, ce qui a fortement stimulé le développement des émissions d'obligations. La marge de profit sur les crédits à moyen terme de type «revolving» est devenue suffisamment large pour permettre aux banques de constituer des réserves. Enfin et surtout, comme l'année n'a été marquée par aucune perte de change spectaculaire, les écarts entre les taux d'intérêt créditeurs pratiqués par des banques de dimensions et de catégories différentes se sont très fortement réduits par rapport à 1974. Ce rétrécissement a largement contribué au regain d'expansion des opérations interbancaires.

Principaux facteurs ayant influencé les marchés internationaux

Pendant la majeure partie de l'année 1975, l'activité bancaire internationale a été surtout marquée par la profonde récession que traversaient les grands pays industriels. Il convient toutefois de noter que si, sur le plan national, le fléchissement de l'activité économique a sérieusement entravé la progression du crédit, son incidence sur l'euro-marché a été beaucoup plus différenciée, les effets dépressifs étant compensés en grande partie par de nombreux facteurs expansionnistes.

Ainsi qu'il a été expliqué au Chapitre IV, la récession a entraîné dans les pays industrialisés une diminution des besoins de financement, une plus grande abondance du crédit bancaire disponible et ranimé les marchés de capitaux à plus long terme. Il en est résulté un recul brutal de la demande d'emprunts en euro-monnaies de la part des entreprises des pays développés et un ralentissement de l'afflux de capitaux non

bancaires sur le marché. D'autre part, en raison de la faiblesse de la demande intérieure, les banques ont alimenté plus abondamment le marché international du crédit. On peut estimer à près de \$10 milliards le montant net d'argent frais fourni par les banques de la zone européenne déclarante à l'euro-marché et l'on peut observer une tendance analogue dans le cas des banques situées aux Etats-Unis. En effet, les engagements extérieurs bruts de ces dernières, qui s'étaient gonflés de \$22 milliards en 1974, ont fléchi de \$2 milliards en 1975; comme dans le même temps leurs prêts à l'étranger ont continué de croître, la position extérieure nette des banques installées aux Etats-Unis s'est renversée: après avoir été débitrice à raison de \$14 milliards, elle est devenue créditrice à hauteur de \$1 milliard.

Le second volet de l'influence de la récession sur l'évolution du crédit bancaire international a été son incidence sur la structure des balances de paiements. L'amélioration du solde des opérations courantes des principaux pays développés a eu pour contrepartie un fléchissement des excédents des pays exportateurs de pétrole et une aggravation sensible des déficits des PVD non producteurs de pétrole ainsi que des pays de l'Europe de l'Est. En même temps, beaucoup de pays industriels plus petits et d'autres pays développés continuaient d'enregistrer d'importants déficits de balance des paiements. Aussi la communauté bancaire internationale a-t-elle orienté tout naturellement son potentiel de crédit supplémentaire vers le financement de ces déficits. Sous l'angle des ressources du marché, la conséquence la plus frappante de cette évolution des balances de paiements a été le ralentissement assez sensible des dépôts en euro-monnaies des pays exportateurs de pétrole. Ce changement n'était pas uniquement dû à la baisse des excédents pétroliers, mais également au désir — stimulé par le rétablissement de la structure «normale» des taux d'intérêt — de placer sur le marché des euro-obligations une proportion croissante de ces surplus. En outre, les autres pays extérieurs au Groupe des Dix — notamment les pays en voie de développement, qui avaient été nombreux, lorsqu'ils disposaient d'excédents, à placer une part importante de leurs suppléments de réserves officielles sur l'euro-marché — ont continué de n'approvisionner que faiblement le marché en nouveaux fonds.

Le recul conjoncturel n'a pas seulement exercé des effets plus ou moins quantifiables sur la structure de la demande et de l'offre de l'euro-marché; il a également influencé son évolution de bien d'autres façons. En premier lieu, l'assouplissement des conditions d'octroi de crédits, après une période d'extrême resserrement, a éliminé une des principales sources de tension sur le marché, et l'a aidé en définitive à surmonter le choc de la crise de confiance du milieu de l'année 1974. Second facteur favorable dans ce contexte: le redressement des marchés de capitaux, qui a permis non seulement à la clientèle des banques, mais également aux banques elles-mêmes, d'améliorer leur structure financière; étant donné qu'il devenait plus aisé de se procurer des capitaux par émission de valeurs à revenu variable et que la demande de crédits de l'économie interne était faible, il a été moins difficile d'observer les ratios capital/engagements, et les banques ont été incitées à développer l'activité de leurs filiales opérant sur l'euro-marché. Un troisième facteur a contribué au retour de la confiance: du fait sans doute qu'il était assez peu engagé dans le secteur immobilier et qu'il fonctionnait essentiellement avec de très grandes entreprises, l'euro-marché a, semble-t-il, été moins touché par des problèmes de recouvrement de créances

**Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale
et en monnaies étrangères, des banques des divers pays déclarants,
des Etats-Unis, de la zone des Caraïbes et de Singapour**

			1973 dé- cembre	1974 dé- cembre	mars	1975 juin	sep- tembre	dé- cembre
			en millions de dollars EU					
Allemagne fédérale	Avoirs	Monnaie nationale . .	8.130	14.210	15.660	17.960	18.010	21.010
		Monnaies étrangères	6.700	8.360	8.680	9.500	9.160	10.640
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	9.080	11.250	11.810	11.070	10.560	13.620
		Monnaies étrangères	6.650	7.680	7.820	8.200	7.780	9.310
Belgique- Luxembourg	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.160	1.650	1.730	1.860	1.620	1.720
		Monnaies étrangères	24.450	32.210	35.410	36.890	36.740	39.070
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.800	2.500	2.590	2.700	2.420	2.650
		Monnaies étrangères	23.840	31.280	34.440	35.930	35.820	37.860
France	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.850	1.080	1.200	1.410	1.390	1.180
		Monnaies étrangères	27.630	31.820	31.670	34.530	36.110	39.020
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	4.510	3.680	3.920	4.250	4.140	4.370
		Monnaies étrangères	27.360	32.510	32.060	33.730	34.610	38.110
Italie	Avoirs	Monnaie nationale . .	790	600	600	600	580	440
		Monnaies étrangères	23.810	12.510	9.120	9.130	10.390	14.980
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.820	1.330	1.320	1.460	1.510	1.620
		Monnaies étrangères	23.870	13.610	10.400	10.440	10.410	15.040
Pays-Bas	Avoirs	Monnaie nationale . .	910	2.670 ¹	2.990	2.970	3.560	3.460
		Monnaies étrangères	9.410	13.350 ¹	14.120	15.630	16.010	17.350
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.180	2.070 ¹	2.280	2.370	2.230	2.150
		Monnaies étrangères	9.620	12.600 ¹	13.280	14.250	14.860	16.370
Royaume-Uni	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.440	1.850 ²	1.730	2.010	1.890	1.700
		Monnaies étrangères	84.280	102.560 ²	106.830	107.780	112.190	118.240
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	6.150	9.530 ²	10.010	9.490	9.170	9.240
		Monnaies étrangères	90.660	111.490 ²	116.330	118.960	123.080	128.210
Suède	Avoirs	Monnaie nationale . .	220	430	490	510	540	570
		Monnaies étrangères	1.710	2.060	2.300	2.420	2.590	2.570
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	460	510	480	530	550	580
		Monnaies étrangères	900	1.040	1.260	1.340	1.650	1.750
Suisse	Avoirs	Monnaie nationale . .	7.320	9.160	9.650	9.970	9.360	9.070 ³
		Monnaies étrangères	9.630	12.300	14.000	16.490	15.680	16.260
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	6.560	8.510	7.970	8.060	6.920	4.630 ³
		Monnaies étrangères	9.200	10.560	10.970	11.660	10.450	12.020
Total	Avoirs	Monnaie nationale . .	21.820	31.650	34.050	37.290	36.950	39.150
		Monnaies étrangères	187.620	215.170	222.130	232.370	238.870	258.130
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	31.560	39.380	40.380	39.930	37.500	38.860
		Monnaies étrangères	192.100	220.770	226.560	234.510	238.640	258.670
Canada	Avoirs	Monnaie nationale . .	400	410	380	370	380	460
		Monnaies étrangères	11.940	13.540	13.100	13.240	14.030	13.390
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.090	1.610	1.680	1.780	1.880	2.010
		Monnaies étrangères	11.530	11.730	11.660	11.850	12.990	12.070
Japon	Avoirs	Monnaie nationale . .	810	1.370	1.390	1.330	1.420	1.530
		Monnaies étrangères	16.300	19.240	19.440	17.670	19.190	18.830
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	690	870	1.160	1.580	1.730	1.480
		Monnaies étrangères	12.930	24.080	25.220	24.070	25.050	25.210
Etats-Unis	Avoirs	Monnaie nationale . .	25.990	44.940	48.660	52.400	52.880	57.960
		Monnaies étrangères	730	1.280	1.220	1.300	1.220	1.400
	Engage- ments	Monnaie nationale ⁴	38.050	59.620	53.770	55.130	56.760	57.820
		Monnaies étrangères	600	770	680	580	550	600
Zone des Caraïbes ⁵	Avoirs	Monnaies étrangères ⁶	24.940	33.230	35.580	41.510	43.830	47.800
	Engage- ments	Monnaies étrangères ⁶	24.960	33.230	35.710	41.570	43.610	47.550
Singapour	Avoirs	Monnaies étrangères ⁷	6.020	10.130	10.700	10.770	11.250	12.330
	Engage- ments	Monnaies étrangères ⁷	5.870	9.680	10.100	10.260	10.860	12.010

¹ Comprend des positions à long terme non déclarées précédemment. Sur l'ancienne base, les chiffres de décembre 1974 étaient: avoirs, 1.040 millions et 12.040 millions respectivement; engagements, 1.360 millions et 11.890 millions.

² La couverture de ces chiffres est légèrement différente de celle d'avant. Sur l'ancienne base, les chiffres de décembre 1974 étaient: avoirs, 1.870 millions et 103.100 millions respectivement; engagements, 7.730 millions et 112.360 millions.

³ Rupture de série due à une modification de la couverture. ⁴ A l'exclusion des bons du Trésor américain et des certificats conservés en dépôt pour le compte de non-résidents. ⁵ Avoirs et engagements des succursales de banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans et à Panama. ⁶ Y compris des montants négligeables en monnaie nationale. ⁷ Y compris des positions à l'égard de résidents du secteur non bancaire à Singapour.

Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques des divers pays déclarants, et de la zone des Caraïbes

			1973 dé- cembre	1974 dé- cembre	1975 mars	1975 juin	1975 sep- tembre	1975 dé- cembre
			en millions de dollars EU					
Allemagne fédérale	Avoirs	Dollars EU	5.050	6.140	6.120	6.800	6.570	7.700
		Autres monn. étrang..	1.650	2.220	2.560	2.700	2.590	2.940
	Engage- ments	Dollars EU	5.550	6.160	5.840	6.290	5.950	7.400
		Autres monn. étrang..	1.100	1.520	1.980	1.910	1.830	1.910
Belgique- Luxembourg	Avoirs	Dollars EU	11.000	15.210	16.020	17.310	17.550	18.670
		Autres monn. étrang..	13.450	17.000	19.390	19.580	19.190	20.400
	Engage- ments	Dollars EU	10.500	13.350	13.600	15.550	16.470	17.960
		Autres monn. étrang..	13.340	17.930	20.840	20.380	19.350	19.900
France	Avoirs	Dollars EU	20.320	24.210	23.050	25.440	26.800	29.690
		Autres monn. étrang..	7.310	7.610	8.620	9.090	9.310	9.330
	Engage- ments	Dollars EU	18.220	22.650	21.600	22.930	23.780	27.000
		Autres monn. étrang..	9.140	9.860	10.460	10.800	10.830	11.110
Italie	Avoirs	Dollars EU	16.570	9.770	7.290	6.990	8.360	12.100
		Autres monn. étrang..	7.240	2.740	1.830	2.140	2.030	2.880
	Engage- ments	Dollars EU	16.280	10.440	7.860	7.830	7.810	11.830
		Autres monn. étrang..	7.590	3.170	2.540	2.610	2.600	3.210
Pays-Bas	Avoirs	Dollars EU	5.710	7.960 ¹	8.300	9.870	9.990	10.400
		Autres monn. étrang..	3.700	5.390 ¹	5.820	5.760	6.020	6.950
	Engage- ments	Dollars EU	4.690	6.290 ¹	6.630	7.800	8.870	10.670
		Autres monn. étrang..	4.930	6.310 ¹	6.650	6.450	5.990	5.700
Royaume-Uni	Avoirs	Dollars EU	65.460	82.690 ²	85.190	86.680	91.430	96.940
		Autres monn. étrang..	18.820	19.870 ²	21.640	21.120	20.760	21.300
	Engage- ments	Dollars EU	69.170	88.840 ²	91.300	94.190	99.300	104.170
		Autres monn. étrang..	21.480	22.650 ²	25.030	24.770	23.760	24.040
Suède	Avoirs	Dollars EU	1.090	1.320	1.500	1.580	1.800	1.790
		Autres monn. étrang..	620	740	800	840	790	780
	Engage- ments	Dollars EU	500	560	660	700	970	1.020
		Autres monn. étrang..	400	480	600	640	680	730
Suisse	Avoirs	Dollars EU	6.910	8.930	10.300	12.580	12.120	12.890
		Autres monn. étrang..	2.720	3.370	3.700	3.910	3.560	3.370
	Engage- ments	Dollars EU	6.470	8.140	7.870	8.700	7.840	9.420
		Autres monn. étrang..	2.730	2.420	3.100	2.960	2.610	2.600
Total	Avoirs	Dollars EU	132.110	156.230	157.770	167.230	174.620	190.180
		Autres monn. étrang..	55.510	58.940	64.360	65.140	64.250	67.950
	Engage- ments	Dollars EU	131.380	156.430	155.360	163.990	170.990	189.470
		Autres monn. étrang..	60.720	64.340	71.200	70.520	67.650	69.200
Canada	Avoirs	Dollars EU	11.170	12.700	12.290	12.470	13.340	12.640
		Autres monn. étrang..	770	840	810	770	690	750
	Engage- ments	Dollars EU	10.840	11.090	11.050	11.300	12.530	11.560
		Autres monn. étrang..	690	640	610	550	460	510
Japon	Avoirs	Dollars EU	14.770	17.150	17.180	15.580	17.360	18.960
		Autres monn. étrang..	1.530	2.090	2.260	2.090	1.830	1.870
	Engage- ments	Dollars EU	12.350	22.960	24.160	23.160	24.140	24.340
		Autres monn. étrang..	580	1.120	1.060	910	910	870
Zone des Caraïbes ³	Avoirs	Dollars EU	23.130	30.240	31.900	38.150	40.480	44.490
		Autres monn. étrang. ⁴	1.810	2.990	3.680	3.360	3.350	3.310
	Engage- ments	Dollars EU	23.500	30.350	32.150	38.470	40.460	44.540
		Autres monn. étrang. ⁴	1.460	2.880	3.560	3.100	3.150	3.010

¹ Comprend des positions à long terme non déclarées précédemment. Sur l'ancienne base, les chiffres de décembre 1974 étaient: avoirs, 7.180 millions en dollars EU et 4.860 millions en autres monnaies étrangères; engagements, 5.900 millions et 5.990 millions respectivement. ² La couverture de ces chiffres est légèrement différente de celle d'avant. Sur l'ancienne base, les chiffres de décembre 1974 étaient: avoirs, 82.890 millions en dollars EU et 20.410 millions en autres monnaies étrangères; engagements, 88.980 millions et 23.380 millions respectivement. ³ Avoirs et engagements des succursales de banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans et à Panama. ⁴ Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

que certaines banques sur plusieurs marchés nationaux. Plus précisément, les difficultés financières de la ville de New York ont peut-être contribué à rectifier certaines impressions laissées par la crise du milieu de l'été 1974 au sujet des risques relatifs de crédit et de la surface de tel ou tel groupe bancaire. De plus, les leçons des années précédentes ont été retenues, car il n'a plus été question en 1975 de pertes de change spectaculaires subies par des banques, et les organismes de surveillance ont suivi avec davantage d'attention l'évolution de l'euro-marché. La structure des taux d'intérêt multiples qui s'était développée pendant l'été 1974, au détriment de certains groupes bancaires, s'est resserrée au cours de l'année 1975, et les transactions interbancaires se sont de nouveau développées. La prime que les euro-banques devaient verser sur les dépôts en dollars par rapport aux banques situées aux Etats-Unis, bien que fort élevée encore au début de l'année, est revenue lentement à son niveau habituel d'un peu moins d'un demi-point sur les dépôts à trois mois.

Malgré ce retour à une situation plus normale, le marché semble n'avoir pas oublié les événements du milieu de l'année 1974. Les banques ont continué, dans l'ensemble, à pratiquer une politique de crédit plus sélective, et l'échéance moyenne des prêts consortiaux en euro-monnaies est restée nettement plus courte qu'avant l'été de 1974. Les majorations appliquées au taux interbancaire à Londres (LIBOR) sur les prêts aux emprunteurs de premier ordre se sont maintenues, tout au long de 1975, aux alentours d'un point trois huitièmes – niveau presque triple de celui du début de 1974 – et ont dû permettre de constituer d'importantes provisions pour pertes éventuelles.

Bien que l'euro-marché se soit montré capable non seulement de survivre à la pire des récessions intervenues depuis les années trente, mais encore de se développer et de prospérer pendant cette période, de nouvelles craintes se sont manifestées au sujet de sa santé et de sa solidité. Ces appréhensions tiennent surtout au fait que le marché est très engagé à l'égard des pays en voie de développement, dont la position extérieure s'est fortement détériorée sous l'effet conjugué de l'enchérissement des prix du pétrole et de la récession dans les pays industrialisés. Les prêts internationaux consentis par les banques en 1974 et en 1975 ont permis de limiter la baisse des capacités d'importation de ces pays et, partant, d'éviter aux nations industrielles une aggravation supplémentaire de la récession. Si ces prêts devaient donc être bien accueillis du point de vue de leur effet anticyclique, ils ont provoqué une extension considérable de l'endettement à court et à moyen terme. Le rapport endettement extérieur/revenus de la balance des opérations courantes semble même avoir atteint un niveau alarmant dans certains pays en voie de développement et un ou deux d'entre eux ont dû différer l'amortissement et même le service des intérêts de leurs emprunts.

Marchés des euro-monnaies: les chiffres significatifs

Au cours de l'année 1975, les avoirs et engagements extérieurs des banques européennes déclarantes ont augmenté respectivement d'environ \$50 milliards et \$37 milliards, pour atteindre dans chacun des cas un total de près de \$300 milliards à la fin de l'année. L'expansion des avoirs a porté à concurrence de \$7,5 milliards sur les monnaies nationales, tandis que les engagements en monnaie nationale ont

**Positions extérieures en dollars et en autres monnaies
étrangères des banques européennes déclarantes**

En fin de mois	Dollars		Autres monnaies étrangères						
	Total	dont à l'égard du secteur non bancaire	Total	dont					
				à l'égard du secteur non bancaire	deut- sche marks	francs suisses	livres sterling	florins néer- landais	francs français
en millions de dollars EU									
Avoirs									
1968 décembre	30.430	5.150	7.270	1.240	3.920	1.820	610	290	240
1969 décembre	47.630	6.090	10.540	2.230	5.990	2.980	580	370	150
1970 décembre	60.370	11.850	17.980 ¹	4.680	10.110	5.080	610	560	400
1971 décembre	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490
1972 décembre	98.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 décembre I	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
décembre II ²	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 mars	146.100	28.710	58.530	14.090	32.950	15.800	3.090	1.220	1.700
juin	154.170	31.300	59.670	14.790	33.730	16.110	3.130	1.320	1.290
septembre	148.970	31.300	52.750	15.250	30.390	13.250	2.490	1.480	1.360
décembre I	155.450	34.350	58.950	18.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
décembre II ³	156.230	34.920	58.940	18.080	34.950	14.420	2.050	1.880	1.480
1975 mars	157.770	37.360	64.360	20.070	40.100	13.900	1.940	2.060	2.130
juin	167.230	37.260	65.140	20.610	39.020	14.140	2.810	2.460	2.300
septembre	174.620	38.430	64.250	19.970	39.320	14.050	2.560	2.170	2.270
décembre	190.180	40.870	67.950	20.450	41.620	15.430	1.980	2.100	2.570
Pour mémoire:									
Positions à l'égard des résidents ⁴									
1971 décembre		5.850		1.770					
1972 décembre		5.120		3.530					
1973 décembre I		8.830		5.150					
décembre II ²		8.820		5.110					
1974 décembre I		16.430		6.330					
décembre II ³		17.110		6.560					
1975 décembre		17.410		6.570					
Engagements									
1968 décembre	26.870	6.240	6.840	1.530	3.010	2.290	800	250	230
1969 décembre	46.200	10.460	10.520	1.340	4.640	4.030	810	350	210
1970 décembre	58.700	11.240	16.590 ¹	2.450	8.080	5.720	940	550	420
1971 décembre	70.750	9.980	26.970	2.740	14.630	7.760	2.110	860	440
1972 décembre	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	2.210	1.360	1.080
1973 décembre I	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
décembre II ²	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 mars	143.980	18.660	65.190	6.310	33.310	20.390	4.470	2.090	2.180
juin	151.680	19.660	67.840	7.310	35.450	19.850	5.100	2.290	2.080
septembre	146.930	19.930	60.180	7.410	30.740	17.090	4.300	2.370	2.440
décembre I	156.180	22.440	64.750	8.100	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
décembre II ³	156.430	22.210	64.340	8.080	34.380	18.290	3.590	2.760	2.270
1975 mars	155.360	21.000	71.200	8.260	40.330	16.180	3.920	3.440	3.090
juin	163.990	21.620	70.520	7.880	40.080	15.480	3.690	3.820	3.600
septembre	170.990	22.150	67.650	7.220	38.710	14.760	3.280	3.740	3.330
décembre	169.470	24.260	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
Pour mémoire:									
Positions à l'égard des résidents ⁴									
1971 décembre		2.450		1.150					
1972 décembre		3.260		1.720					
1973 décembre I		5.020		2.560					
décembre II ²		5.020		2.550					
1974 décembre I		8.560		3.780					
décembre II ³		8.960		3.930					
1975 décembre		9.410		3.210					

¹ Pour 1970, \$570 millions de l'accroissement des avoirs et \$360 millions de celui des engagements proviennent de l'inclusion de positions en certaines monnaies qui n'étaient pas déclarées auparavant. ² A partir de décembre 1973 (décembre II), les chiffres ne comprennent plus les positions de la BRI en euro-monnaies (incluses précédemment dans les chiffres relatifs aux banques suisses), mais ils englobent certaines positions à long terme non indiquées précédemment. ³ Comprend certaines positions à long terme non déclarées précédemment par quelques-unes des banques, ainsi que diverses modifications de détail dans la couverture statistique. ⁴ Ne comprend pas les positions des banques allemandes avant décembre 1974.

régressé de \$0,5 milliard. Toutefois, ces derniers chiffres se sont considérablement ressentis de l'incidence des modifications de taux de change résultant de l'appréciation du dollar, ainsi que d'une modification de la couverture statistique des positions en monnaie nationale déclarées par les banques en Suisse. En l'absence de ces influences d'ordre statistique, la croissance des avoirs et engagements extérieurs en monnaie nationale serait ressortie à environ \$10,5 milliards et \$5 milliards respectivement. Les banques allemandes, qui ont exporté d'importants montants tout au long de l'année en raison de l'atonie de la demande de crédit dans leur pays, sont responsables d'une bonne partie de ces accroissements ainsi que de la variation de \$5,5 milliards de la position nette qui en est résultée. En Suisse, sous l'effet des diverses réglementations officielles visant à freiner les entrées de capitaux, les engagements extérieurs en monnaie nationale des banques ont fléchi d'environ \$1,5 milliard (compte tenu de l'incidence des variations de taux de change et de la modification de la couverture statistique), alors que leurs avoirs extérieurs en monnaie nationale ont légèrement progressé.

L'expansion des avoirs extérieurs en devises des banques déclarantes a porté à concurrence de \$34 milliards sur des dollars et de \$9 milliards sur d'autres monnaies. Quant aux engagements, les chiffres correspondants ont été \$33 milliards et \$5 milliards respectivement.

Reflétant l'évolution des marchés des changes, la progression des positions en dollars s'est produite surtout au cours des trois derniers trimestres de l'année alors qu'au premier trimestre l'expansion avait été due essentiellement aux monnaies autres que le dollar. Après une hausse de 2,2% en 1974, la part du dollar dans le total des positions brutes s'est accrue de 1,8% en 1975 pour atteindre 73,5%, chiffre le plus élevé depuis 1972.

Toutefois, comme pour les positions en monnaie nationale, la progression enregistrée par le compartiment non-dollar du marché s'est ressentie de l'incidence des modifications des taux de change. Si l'on élimine cette incidence, on peut estimer l'expansion des avoirs en monnaies étrangères autres que le dollar à environ \$13 milliards et celle des engagements à \$9 milliards, les positions en euro-deutsche marks ayant, semble-t-il, augmenté à elles seules de près de \$10 milliards et \$9 milliards respectivement. Les avoirs en francs suisses se sont accrues d'environ \$1,5 milliard (toujours après élimination de l'incidence des variations des cours de change), tandis que les engagements ont reculé d'environ \$2,5 milliards. Des considérations de taux de change sont probablement à l'origine de la variation de la position nette qui en est résultée (\$4 milliards). Grâce à la fermeté du franc français sur le marché des changes jusqu'à la fin de 1975, les positions en cette monnaie se sont nettement renforcées en valeur relative, les avoirs progressant de plus de 70%. Si l'on considère l'importance de son utilisation dans les opérations effectuées sur l'euro-marché, le franc français a dépassé en 1975 le florin et le sterling et, à la fin de l'année, il occupait la quatrième place après le franc suisse. En chiffres absolus, toutefois, les montants sont demeurés assez faibles, tandis que le deutsche mark a consolidé sa position de seconde monnaie du marché après le dollar.

Un des faits saillants de l'année 1975 a été l'accélération de la croissance des positions interbancaires et le fléchissement tout aussi prononcé des positions directes

du marché vis-à-vis du secteur non bancaire. C'est ainsi que les avoirs interbancaires se sont accrus de \$34,6 milliards alors qu'ils avaient augmenté de \$13,2 milliards seulement en 1974; en revanche, les créances (extérieures et intérieures) sur le secteur non bancaire n'ont progressé que de \$8,6 milliards après avoir enregistré une hausse record de \$22,5 milliards en 1974. Du côté des engagements du marché, les dépôts du secteur non bancaire (résidents et non-résidents, mais à l'exclusion des fonds fiduciaires) qui s'étaient gonflés de \$12,8 milliards en 1974, n'ont augmenté que de \$0,4 milliard; ce ralentissement s'explique, à n'en pas douter, essentiellement par la forte baisse des taux d'intérêt à court terme.

En ce qui concerne la contribution des divers marchés à la croissance globale des positions en euro-monnaies, la plus forte expansion en valeur absolue a été enregistrée, comme à l'accoutumée, par les banques sises au Royaume-Uni, qui sont à l'origine de 40% de l'accroissement total des avoirs et engagements extérieurs en monnaies étrangères. En ce qui concerne les variations en pourcentage, les taux de croissance ont cependant été plus élevés dans la plupart des centres financiers du continent européen, la part du Royaume-Uni dans le total des encours ayant diminué de 1,5 point, à 47,5% environ. Ce léger recul du rôle du Royaume-Uni s'explique essentiellement par le fait que les nouvelles opérations internationales des banques américaines ont été davantage concentrées dans leurs succursales installées dans la zone des Caraïbes. Tandis que les avoirs des succursales de banques américaines augmentaient de 44% en 1975 aux Bahamas, aux îles Caïmans et à Panama, ils ne s'accroissaient que de 14% à Londres. Après une progression de \$2,9 milliards en 1974, la position débitrice nette envers l'extérieur des banques situées au Royaume-Uni s'est accrue de \$1,0 milliard en 1975 pour atteindre \$10,0 milliards, cet accroissement s'expliquant, et au-delà, par l'octroi de prêts en monnaies étrangères à des résidents britanniques du secteur non bancaire.

Sur le continent européen, les positions extérieures brutes des banques italiennes, après s'être contractées de près de 60% au cours de la période de douze mois allant jusqu'à mars 1975, ont amorcé une nouvelle expansion au second semestre de la même année. Cette rentrée en scène s'explique par la réduction progressive de la prime que les banques italiennes devaient payer par rapport au LIBOR. L'amélioration de la balance italienne des paiements courants en 1975 et la manière dont les banques ont su réduire rapidement et sans heurts leurs engagements sur l'euro-marché ont certainement joué un rôle clé dans le fait que le marché a de nouveau apprécié favorablement leur capacité financière. De plus, en 1975, les banques italiennes ont ramené à zéro leur endettement net envers le marché, qui s'élevait à \$1,1 milliard au début de l'année.

La position extérieure nette en monnaies étrangères des banques françaises a connu également un puissant mouvement d'expansion dans les neuf premiers mois de l'année: de débitrice à raison de \$0,7 milliard, elle est devenue créditrice de \$1,5 milliard, malgré un léger fléchissement au cours du dernier trimestre. Ce revirement a été encouragé par les autorités et reflète la fermeté du franc français sur les marchés des changes. Les plus grands exportateurs nets de capitaux ont été, l'an passé, les banques allemandes, dont le total des avoirs extérieurs nets a augmenté de \$5,1 milliards pour atteindre \$8,7 milliards, ainsi que les banques suisses qui ont

enregistré une expansion de \$4,5 milliards (après élimination des effets dus à la modification de la couverture statistique); ces accroissements sont toutefois dus en grande partie au développement des placements nets à l'étranger en monnaie nationale, reflétant le rôle joué par le deutsche mark et le franc suisse sur l'euro-marché.

Marchés des euro-monnaies: origine et emplois des ressources

Le tableau ci-dessous donne une estimation de la répartition, déduction faite des duplications d'écritures, de l'encours des euro-crédits acheminés par les banques des huit pays européens déclarants, selon l'origine et l'emploi des ressources du marché.

Pour ce qui est d'abord des emplois, un des faits saillants de 1975 a été sans aucun doute la chute brutale des prélèvements des résidents des pays du Groupe des Dix. Tandis qu'au cours de l'année 1974, marquée par d'importants déficits pétroliers et le resserrement du crédit interne, les pays européens déclarants s'étaient procuré environ \$13 milliards de ressources nouvelles sur le marché, en 1975 ils semblent n'avoir emprunté qu'environ \$1,5 milliard. L'explication réside, bien sûr, dans l'amélioration de leur balance des paiements courants et dans la détente intervenue sur le marché

Origine et emplois des fonds en euro-monnaies (estimation)

En fin de mois	Zone des pays européens déclarants		Autres pays du Groupe des Dix	Autres pays développés	Europe de l'Est	Centres financiers «off-shore» ¹	Pays exportateurs de pétrole ²	Pays en voie de développement	Non attribué	Total
	Total ³	dont secteur non bancaire ⁴								
en milliards de dollars EU										
Emplois										
1973 déc. .	49,0	29,5	26,2	14,7	7,4	18,7	14,3		1,7	132,0
1974 déc. I	61,9	41,0	36,4	20,2	9,8	26,7	3,5	15,7	2,8	177,0
déc. II	61,5	41,3	36,4	20,4	9,8	26,7	3,5	15,7	3,0	177,0
1975 mars	64,3	44,3	35,5	21,7	11,9	29,4	3,8	15,8	3,6	186,0
juin	63,6	45,0	36,3	24,3	12,6	30,5	4,3	16,8	3,6	192,0
sept. .	62,1	43,2	37,9	23,9	13,5	33,0	4,8	17,5	3,3	196,0
déc. .	63,0	43,6	36,7	25,8	15,6	35,6	5,3	19,5	3,5	205,0
Origine										
1973 déc. .	50,8	27,5	19,3	17,7	3,7	12,5	24,6		3,4	132,0
1974 déc. I	68,5	36,9	20,5	18,4	5,1	17,8	29,1	15,5	2,1	177,0
déc. II	67,8	36,2	20,6	18,5	5,0	17,8	29,1	15,5	2,7	177,0
1975 mars	73,0	37,8	21,3	17,8	4,5	18,2	31,8	16,1	3,3	186,0
juin	75,7	36,5	21,4	18,3	3,7	21,3	32,5	16,1	3,0	192,0
sept. .	77,3	38,0	23,2	19,4	4,5	20,5	32,3	15,5	3,3	196,0
déc. .	79,5	38,5	23,7	19,9	5,1	21,8	34,6	16,2	4,2	205,0

¹ Comprend: a) sous «Emplois», les conversions par les banques de monnaies étrangères en monnaie nationale et les ressources en monnaies étrangères fournies par les banques déclarantes aux banques commerciales du pays d'émission de la monnaie en question (par exemple des fonds en deutsche marks déposés dans des banques allemandes); b) sous «Origine», les dépôts effectués par les institutions monétaires officielles de la zone déclarante, les conversions par les banques de monnaie nationale en monnaies étrangères et les fonds en monnaies étrangères obtenus par les banques déclarantes auprès des banques du pays d'émission de la monnaie en question (par exemple des fonds en deutsche marks reçus de banques allemandes). ² En ce qui concerne l'origine, il est tenu compte des fonds fiduciaires dans la mesure où ils sont transmis par les banques suisses aux autres banques de la zone déclarante et dans la mesure où ils ne sont pas notifiés, par les banques suisses elles-mêmes, comme engagements à l'égard du secteur non bancaire de pays extérieurs à la zone déclarante. ³ Antilles britanniques, françaises et néerlandaises, Bahamas, Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour, îles Vierges. ⁴ Algérie, Arabie Saoudite, Bahreïn, Brunei, Emirats Arabes Unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Oman, Qatar, Trinitad et Tobago, Venezuela.

intérieur du crédit. Les pays non européens du Groupe des Dix ont ramené leurs nouveaux engagements d'environ \$10 milliards en 1974 à moins d'un demi-milliard. Les banques japonaises ont contracté \$2,5 milliards d'emprunts seulement en 1975, c'est-à-dire beaucoup moins que l'année précédente (\$7,1 milliards); aux Etats-Unis, les résidents des secteurs bancaire et non bancaire, après avoir développé leur recours au marché de \$4,7 milliards en 1974, ont en fait procédé à des remboursements nets de \$1,8 milliard en 1975.

C'est en partie à cause de la faiblesse persistante de la position de leurs balances des paiements courants que les pays développés extérieurs au Groupe des Dix ont continué à effectuer d'importants prélèvements sur le marché en 1975, leurs emprunts s'élevant au total à \$5,4 milliards. Par ailleurs, \$5,8 milliards ont été prélevés par des pays de l'Europe de l'Est dont l'endettement brut vis-à-vis du marché s'est ainsi accru de pas moins de 60%. Avec \$3,8 milliards environ, le montant des ressources nouvelles collectées directement sur le marché par les pays en voie de développement semble relativement modeste, mais il ne fait pas de doute qu'une part fort appréciable des \$8,9 milliards de nouveaux fonds placés par les banques européennes déclarantes dans la zone des Caraïbes et dans d'autres centres financiers «offshore» a été reprêtée à des pays en voie de développement. Enfin, les pays exportateurs de pétrole se sont procuré, quant à eux, \$1,8 milliard d'euro-crédits supplémentaires, mais une partie de ce montant semble traduire l'importance croissante prise par Bahreïn en tant que centre financier «offshore».

Pour ce qui est de l'origine des ressources du marché, les dépôts directs des pays exportateurs de pétrole ont progressé de \$5,5 milliards l'année dernière, contre un accroissement de plus de \$20 milliards en 1974. Un certain nombre de pays de ce groupe, notamment l'Arabie Saoudite et le Venezuela, ont continué de renforcer leurs dépôts en euro-monnaies à un rythme assez rapide; d'autres Etats tels que le Koweït semblent avoir investi leurs excédents récents sous forme de placements à plus long terme en dehors du marché des euro-monnaies; enfin, plusieurs pays du groupe à forte capacité d'absorption, notamment l'Iran, la Libye et l'Algérie, ont commencé à tirer sur leurs avoirs en euro-monnaies, constitués précédemment, pour régler leurs importations.

L'approvisionnement du marché en nouveaux fonds par les pays du Groupe des Dix s'est ralenti, revenant d'environ \$19 milliards en 1974 à \$15 milliards en 1975, mais si l'on élimine l'incidence des modifications de taux de change, la différence entre les deux années est probablement très faible. Il est intéressant toutefois de noter la chute d'environ \$9 milliards à \$2 milliards des apports de ressources nouvelles sur le marché en provenance du secteur non bancaire de la zone européenne déclarante. Mis à part le plus grand pouvoir d'attraction des marchés des capitaux à long terme, cette évolution semble provenir également du fait qu'après le renforcement rapide des actifs en 1974, les sociétés pétrolières n'ont pas accru sensiblement, l'année dernière, leurs dépôts en euro-dollars. En revanche, l'approvisionnement en ressources nouvelles par les banques de la zone déclarante est passé, estime-t-on, de \$8 milliards en 1974 à environ \$9 milliards; étant donné l'incidence des modifications de taux de change, ce dernier chiffre donne une idée nettement insuffisante de l'importance réelle de cette accélération. Les \$3 milliards reçus par le marché d'autres

pays du Groupe des Dix s'expliquent et au-delà par les placements de banques sises aux Etats-Unis, où la demande interne de crédit a été particulièrement faible. En outre, une partie des \$4 milliards d'engagements supplémentaires du marché vis-à-vis des centres financiers «offshore» semble correspondre à des fonds américains acheminés par l'intermédiaire de la zone des Caraïbes vers les banques européennes déclarantes.

Les dépôts effectués par d'autres pays développés ont augmenté de \$1,5 milliard environ, du fait en partie du «re-dépôt» sur le marché de l'accroissement de réserves officielles lié à des emprunts en euro-monnaies. En revanche, l'approvisionnement du marché en ressources provenant des pays de l'Europe de l'Est et des pays en voie de développement non producteurs de pétrole a été assez restreint, en raison de la faiblesse de la situation des balances des paiements de ces pays.

Total des prêts bancaires internationaux

Tandis que, dans les précédentes sections, l'accent a été mis sur les crédits en monnaies étrangères acheminés par les banques des huit pays européens déclarants, le tableau des pages 98 et 99 donne une présentation plus complète de l'activité bancaire internationale. Pour ce faire, il a été procédé à une ventilation géographique détaillée des avoirs et engagements extérieurs tant en monnaie nationale qu'en devises d'un groupe de banques beaucoup plus vaste, comprenant des établissements situés non seulement dans les huit pays européens, mais aussi aux Etats-Unis, au Japon et au Canada, ainsi que des succursales de banques américaines opérant dans les centres financiers «offshore» de la zone des Caraïbes et d'Extrême-Orient. Malheureusement, ces chiffres ne sont disponibles que pour une seule date, à savoir la fin de 1975. Il n'est donc pas possible de suivre les variations qui se sont produites au cours de l'année 1975, sauf sur la base d'estimations très approximatives. Même du point de vue du montant des encours, les chiffres ne présentent pas un tableau complet du total des positions internationales des banques, car ils ne tiennent pas compte, par exemple, des avoirs et engagements de banques non américaines opérant dans les centres financiers «offshore» des Caraïbes et d'Extrême-Orient. De plus, la ventilation géographique disponible pour les banques déclarantes du Canada, des Etats-Unis, du Japon et de la Suisse est pour le moins incomplète. Enfin, les chiffres relatifs aux créances des banques déclarantes sur les divers pays devraient être interprétés avec précaution. La dette extérieure d'un pays est vraisemblablement plus importante qu'il n'y paraît, car elle comprend probablement un endettement envers le secteur non bancaire ou envers des banques non comprises dans le tableau. De plus, rien n'est dit quant à l'identité des emprunteurs qui peuvent être des filiales locales des banques prêteuses elles-mêmes. En dépit de ces insuffisances, le tableau devrait permettre d'appréhender le rôle des différents pays ou groupes de pays en tant qu'utilisateurs de crédits bancaires internationaux ou comme bailleurs de fonds.

L'aspect le plus intéressant du tableau réside peut-être dans le fait qu'il donne des informations sur les prêts bancaires internationaux accordés aux PVD non producteurs de pétrole. Sur la base de certaines hypothèses concernant la répartition des montants résiduels et du poste «Non attribué», il apparaît que le total des créances brutes sur les pays en voie de développement s'élevait à environ

\$63 milliards à la fin de 1975. L'accroissement sur l'année peut être estimé à près de \$17 milliards dont \$4 milliards à peine proviennent, comme nous l'avons déjà indiqué, directement de banques de la zone européenne déclarante sous forme de fonds en euro-monnaies, et un peu plus de \$5 milliards de banques situées aux Etats-Unis. Les pays d'Amérique latine (à l'exclusion de ceux qui sont exportateurs de pétrole) sont à l'origine des deux tiers environ du volume des crédits et probablement aussi de la même proportion de l'accroissement survenu en 1975. Deux de ces pays, le Brésil et le Mexique, ont recouru de façon particulièrement massive aux crédits bancaires étrangers et sont à l'origine de 45% des créances brutes des banques déclarantes sur les pays du Tiers Monde. Sur le continent latino-américain, l'Argentine, le Pérou et la Colombie ont été également d'importants emprunteurs. En dehors de l'Amérique latine, les principaux utilisateurs de crédits ont été la Corée du Sud, Israël, Taiwan et les Philippines. En revanche, les banques déclarantes semblent avoir prêté relativement peu de fonds à l'Inde, au Pakistan et à la plupart des pays africains.

Le tableau montre également que les pays en voie de développement ne sont pas seulement des emprunteurs, mais également d'importants bailleurs de fonds. Après avoir augmenté de quelque \$3 milliards en 1975, leurs dépôts auprès des banques déclarantes se sont élevés à \$40 milliards environ à la fin de l'année, bien que plus de la moitié de ce montant semble représenter des réserves officielles de change détenues auprès de banques sur l'euro-marché et aux Etats-Unis. Si l'on établit le solde des avoirs et des engagements, la position débitrice des pays en voie de développement apparaît beaucoup moins importante. En fait, même les pays du Moyen-Orient non exportateurs de pétrole qui – à l'exception évidemment d'Israël – ont peut-être bénéficié indirectement de la hausse des prix du pétrole, ont tous été pourvoyeurs nets de fonds. De même, l'endettement net de quelques-uns des principaux emprunteurs bruts figurant à la rubrique «Autres pays d'Asie» a été assez faible, un certain nombre de pays, comme l'Inde et la Thaïlande, ayant en fait enregistré des créances nettes sur les banques déclarantes. En revanche, même après déduction des avoirs détenus dans les banques situées à l'étranger, l'endettement des pays d'Amérique latine demeure assez considérable.

La «dimension» même des avoirs et des engagements des banques déclarantes à l'égard des pays du Groupe des Dix – qui représentent bien plus de la moitié du total des positions extérieures brutes – traduit l'importance des positions interbancaires de cette zone ainsi que l'ampleur des duplications d'écritures qui en résultent. Plus intéressantes que les positions brutes sont les positions nettes des banques déclarantes (c'est-à-dire leurs avoirs moins leurs engagements) envers les divers pays du groupe. Le chiffre le plus frappant est sans aucun doute celui de \$42,3 milliards concernant les engagements des banques déclarantes à l'égard de la Suisse; il donne une idée du rôle primordial que jouent les banques suisses comme bailleurs de fonds en matière d'opérations bancaires internationales. Certes, ce chiffre ne signifie nullement que tous ces capitaux «proviennent» de Suisse mais que, mis à part les résidents suisses, l'origine ultime peut en être attribuée à des secteurs non bancaires et à des banques non déclarantes extérieures à la Suisse.

Le second chiffre net par ordre d'importance, relevé à l'intérieur du Groupe des Dix, a été celui des créances nettes sur le Japon des banques déclarantes

Positions extérieures en monnaie nationale et en monnaies étrangères de banques des pays du Groupe des Dix et de la Suisse ainsi que des succursales étrangères de banques américaines situées dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient¹

en millions de dollars EU
à fin décembre 1975

Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs
Groupe des Dix			Zone des Caraïbes		
Allemagne fédérale HCJU	16.072	21.350	Antilles britanniques	181	198
Belgique-Luxembourg HCJU	17.742	22.886	Antilles françaises	24	1
France HCJU	25.982	23.000	Antilles néerlandaises U	1.286	1.379
Italie HCJU	12.540	16.549	Bahamas JU	11.058	25.460
Pays-Bas HCJU	15.142	11.382	Barbade	189	13
Royaume-Uni HCJU	64.120	55.282	Bermudes J	2.590	818
Suède CJU	2.477	4.065	Cuba JU	152	840
Suisse CJU	52.323	10.047	Haiti	3	9
Canada HJU	9.898	7.104	Iles Caïmans	3.306	4.284
Etats-Unis HCJ	41.957	30.629	Iles Vierges (EU)	—	100
Japon HCU	9.108	31.929	Iles Vierges (RU)	81	130
Total	269.361	234.233	Jamaïque	117	370
Pays d'Europe occidentale n'appartenant pas au Groupe des Dix			Panama JU	4.701	7.035
Andorre	41	—	République dominicaine	15	104
Autriche CU	4.758	3.793	Trinidad et Tobago	413	68
Chypre	260	166	Zone du Canal de Panama	—	9
Danemark CU	1.275	2.741	Résiduel HCJ	1.913	3.637
Espagne CU	6.967	5.154	Total	26.009	44.455
Finlande CU	909	3.068	Amérique latine		
Gibraltar	53	22	Argentine JU	2.060	3.186
Grèce CJU	2.829	2.897	Belize	5	1
Irlande C	1.392	1.421	Bolivie	104	149
Islande	33	175	Brésil JU	4.061	14.847
Liechtenstein	210	240	Chili JU	515	786
Malte	481	4	Colombie JU	618	1.576
Monaco	10	1	Costa Rica	43	184
Norvège CU	2.552	4.347	Equateur J	163	262
Portugal CU	753	597	Guatemala	51	114
Turquie CJU	773	1.013	Guyana	71	20
Vatican	105	—	Honduras	124	86
Yougoslavie CJU	1.051	1.760	Mexique JU	3.385	13.465
Résiduel HCJU	6.669	4.377	Nicaragua	127	223
Total	31.121	31.776	Paraguay	98	38
Autres pays développés			Pérou JU	382	2.302
Afrique du Sud CU	805	4.762	Salvador (El)	46	96
Australie CU	986	2.641	Surinam	122	13
Nouvelle-Zélande C	166	783	Uruguay	353	161
Résiduel HCJ	163	792	Venezuela JU	7.252	2.964
Total	2.120	8.978	Résiduel HCJU	6.021	7.038
Europe de l'Est			Total	25.601	47.511
Albanie	41	86	Moyen-Orient		
Bulgarie	282	1.600	Pays exportateurs de pétrole J ²		
Hongrie	748	2.194	a) A faible capacité d'absorption:		
Pologne	508	3.870	Arabie Saoudite,		
République démocratique allemande (RDA)	1.324	3.317	Koweït, Qatar et		
Roumanie	374	880	Emirats Arabes Unis	24.570	1.163
Tchécoslovaquie	250	268	b) A forte capacité d'absorption:		
Union Soviétique CU	2.854	7.597	Bahrein, Iran, Iraq,		
Résiduel HCJU	688	2.499	Libye et Oman	8.606	3.176
Total	7.069	22.331			

Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs
Moyen-Orient (suite)			Autres pays d'Afrique (suite)		
Autres pays:			Tanzanie	152	4
Egypte JU	1.521	914	Tchad	10	6
Israël JU	2.496	2.111	Territ. franç. des Alfars et des Issas	28	3
Jordanie	414	56	Togo	56	15
Liban	2.515	390	Tunisie	286	25
Syrie	775	35	Zaire U	356	793
Yémen	235	5	Zambie J	143	341
Yémen (Rép. dém. et pop. du)	84	—	Résiduel CU	956	1.276
Résiduel ³ HCJU	6.523	1.249			
Total	47.739	9.144	Total	7.020	9.080
Autres pays d'Afrique			Autres pays d'Asie		
Algérie J	1.285	1.383	Afghanistan	24	1
Angola	48	21	Bangla Desh	61	13
Bénin (Rép. dém. et pop. du)	24	2	Birmanie	36	7
Botswana/Lesotho	—	32	Brunei	624	30
Burundi	14	4	Cambodge	97	—
Cameroun	56	49	Chine U	1.002	863
Congo	31	73	Corée du Nord	9	155
Côte d'Ivoire	232	260	Corée du Sud JU	1.182	3.309
Ethiopie	229	—	Hong Kong JU	4.837	5.910
Gabon	69	144	Inde JU	784	416
Ghana	90	10	Indonésie JU	473	2.478
Guinée	6	16	Laos	13	—
Haute-Volta	12	2	Malaisie J	694	690
Ile Maurice	51	1	Nouvelles-Hébrides	12	73
Kenya J	405	123	Pakistan J	302	126
Libéria J	797	3.683	Papouasie/Nouvelle-Guinée	20	—
Madagascar	60	5	Philippines JU	1.702	2.010
Malawi	54	41	Sikkim/Bhoutan	43	14
Mali	16	2	Singapour HJ	4.725	5.789
Maroc U	537	74	Sri Lanka	24	10
Mauritanie	56	6	Taiwan JU	1.525	2.061
Mozambique (Rép. dém. et pop. du)	90	6	Thaïlande JU	1.388	1.227
Namibie	—	7	Viêt-Nam du Nord	95	13
Niger	30	12	Viêt-Nam du Sud	89	36
Nigeria J	381	270	Résiduel CU	1.232	1.509
Ouganda	46	16			
République centrafricaine (RCA)	11	9	Total	20.993	26.743
Rhodésie	41	20	Institutions inter- nationales U ⁴	4.219	517
Ruanda	27	3	Non attribué HCJU	5.885	6.902
Sénégal	72	109	Total général	447.137	441.667
Sierra Leone	48	7			
Somalie	74	3	Pour mémoire:		
Soudan	141	254	Pays exportateurs de pétrole HJU	50.612	13.641

Remarque: Pour les avoirs et engagements des banques situées au Canada, au Japon, en Suisse et aux Etats-Unis, on ne dispose pas d'une ventilation complète par pays. Les positions des banques dans ces pays ont été indiquées dans le tableau par les signes suivants: H = Suisse, C = Canada, J = Japon et U = Etats-Unis. Les engagements des banques situées aux Etats-Unis ne comprennent pas les bons du Trésor américain ni les certificats conservés en dépôt par les banques pour le compte de non-résidents.

¹ Succursales étrangères de banques américaines aux Bahamas, Iles Caimans, Panama, Hong Kong et Singapour.
² Comprend des positions de banques japonaises seulement à l'égard de: Koweït, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Iran, Iraq et Libye.
³ Comprend, en partie sur la base d'estimations, les positions de banques américaines à l'égard de pays du Moyen-Orient autres que l'Egypte, Israël et la Libye (qui est comprise dans le poste «Résiduel» sous «Autres pays d'Afrique».)
⁴ Ne comprend pas, sauf dans le cas des banques néerlandaises, britanniques et des succursales étrangères de banques américaines situées dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient, les institutions régionales qui sont prises en compte dans les postes «Résiduel» des différentes zones. Les positions à l'égard de la BRI sont comprises sous Suisse, sauf pour les banques américaines qui les déclarent sous «Résiduel» dans «Pays d'Europe occidentale n'appartenant pas au Groupe des Dix».

(\$22,8 milliards). Il résulte principalement d'emprunts massifs des banques japonaises sur l'euro-marché et aux Etats-Unis destinés, en grande partie, au financement du commerce extérieur du Japon. Les \$3,3 milliards de créances nettes enregistrées par les banques déclarantes sur l'Allemagne sont également surprenants, étant donné l'importance des avoirs extérieurs nets des banques allemandes. Il semble que ceci provienne en grande partie du fort endettement net du secteur non bancaire allemand envers l'euro-marché.

Dans l'ensemble, les avoirs et les engagements des banques déclarantes à l'égard des pays européens n'appartenant pas au Groupe des Dix se sont sensiblement équilibrés. Toutefois, la composition de leurs avoirs et engagements s'est assez considérablement modifiée, et l'on constate également de grandes différences dans les positions vis-à-vis des divers pays pris individuellement. Du côté des emplois, ces positions semblent s'expliquer en majeure partie par l'octroi de prêts directs au secteur non bancaire des pays concernés, tandis que, du côté des engagements, la plupart des positions ont été prises envers le secteur bancaire, y compris les institutions monétaires officielles. En réalité, plusieurs pays de ce groupe s'adressent à l'euro-marché non seulement pour emprunter des fonds destinés à financer le déficit de leur balance des paiements ou celui de leur secteur public, mais aussi pour y placer, le cas échéant, leurs réserves et liquidités internationales. Evidemment, une part substantielle des dites réserves prend aussi la forme de dépôts auprès de banques sises aux Etats-Unis. Les plus grands emprunteurs nets ont été la Finlande, la Norvège et le Danemark, tandis que l'Espagne et l'Autriche, malgré leurs importants appels au crédit, ont été des fournisseurs nets de capitaux.

Les «Autres pays développés» et les pays de l'«Europe de l'Est» ont tous été utilisateurs nets de capitaux bancaires internationaux. Sur les \$22,3 milliards d'endettement brut de l'Europe de l'Est, environ \$8-9 milliards semblent avoir été empruntés au cours de la seule année 1975; dans certains de ces pays, le rapport des dettes aux exportations vers des pays non communistes a même atteint un niveau assez élevé.

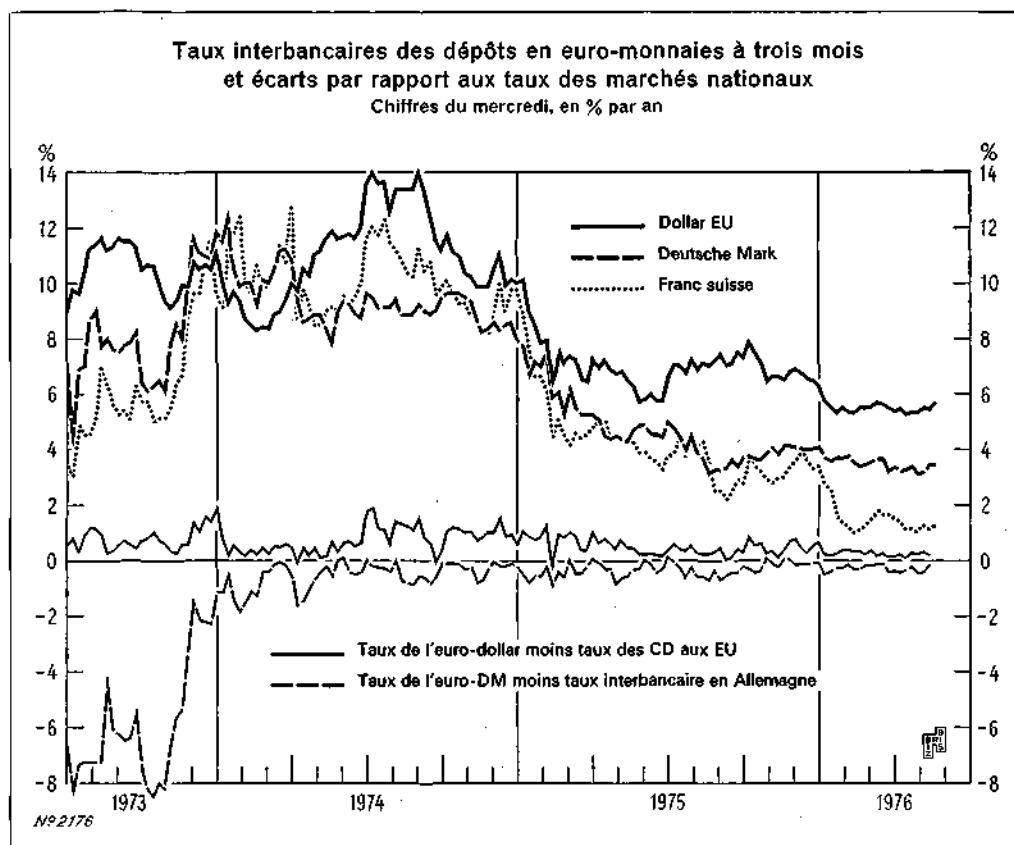
Les créances des banques déclarantes sur les centres financiers «offshore» de la zone des Caraïbes ainsi que sur Singapour, Hong Kong, le Liban et le Libéria représentent au total environ \$60 milliards, tandis que les engagements correspondants s'élèvent à près de \$40 milliards. La position nette de \$20 milliards qui en résulte traduit surtout le rôle joué par ces centres en tant que collecteurs nets de capitaux provenant de banques installées aux Etats-Unis, au Canada et dans les pays européens du Groupe des Dix, et en tant que fournisseurs nets de crédits aux pays du Tiers Monde et à certains autres. Les trois exceptions à cette règle sont les Bermudes, le Libéria et le Liban: les \$2,6 milliards de fonds reçus des Bermudes par les banques déclarantes proviennent essentiellement d'entreprises du secteur non bancaire qui y sont domiciliées et les \$3,7 milliards de créances sur le Libéria représentent principalement des prêts à des compagnies de navigation établies dans ce pays. Le rôle du Liban a consisté surtout à canaliser les fonds en provenance des pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient vers les banques des pays du Groupe des Dix.

Les dépôts des pays exportateurs de pétrole dans les banques déclarantes se sont élevés à plus de \$50 milliards, après un accroissement estimé à environ \$8-9 milliards pour l'année 1975, tandis que leurs emprunts bruts ont atteint un total d'à peine \$14 milliards. Le seul emprunteur net important de ce groupe a été l'Indonésie, avec un endettement net d'environ \$2 milliards.

Taux d'intérêt

Sous l'effet de l'assouplissement des conditions monétaires intérieures et du rétablissement de la confiance, les taux des euro-dépôts se sont repliés en 1975 sensiblement en deçà des très hauts niveaux atteints au cours des deux années précédentes.

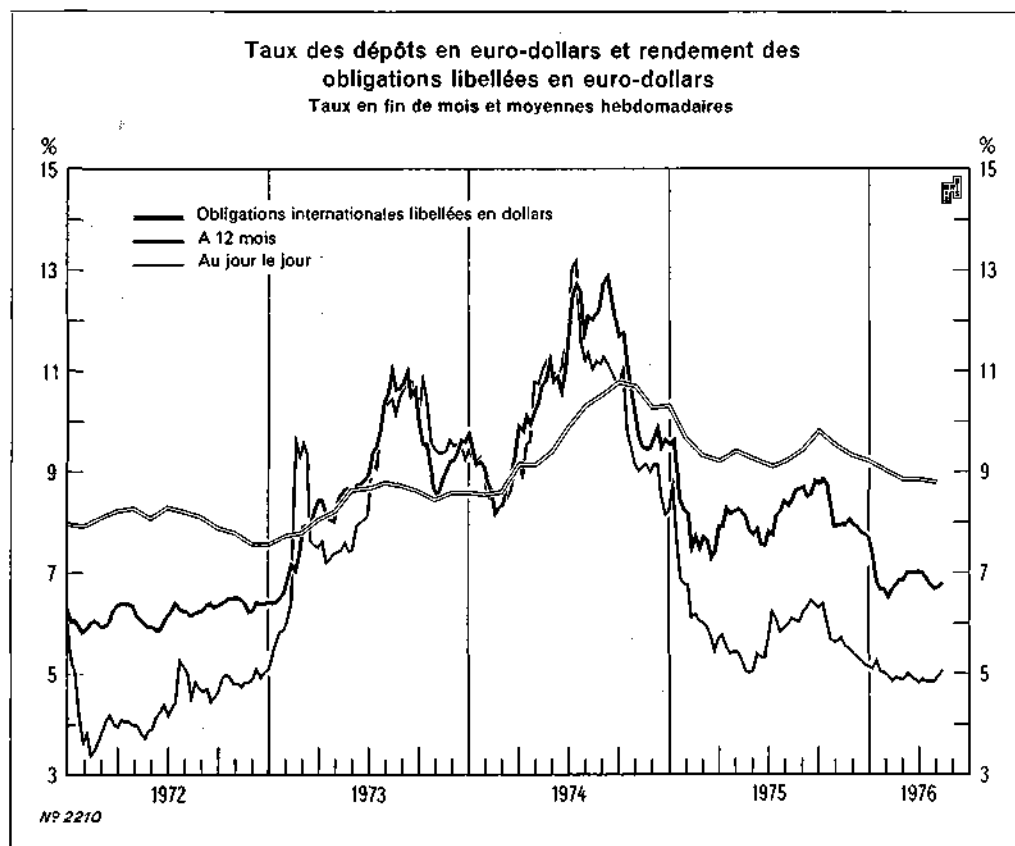
Au début de 1975, le mouvement de baisse des taux des euro-dollars, qui avait commencé à la fin de l'été 1974 en même temps que l'assouplissement de la politique monétaire aux Etats-Unis, s'est accéléré à mesure que les marchés se rendaient compte que la récession était plus forte que prévu. Le taux interbancaire à trois mois, qui s'était stabilisé autour de 10% pendant les derniers mois de 1974, a de nouveau vivement reculé et se situait au-dessous de 7% début février. En dépit de velléités de raffermissement enregistrées par la suite, le mouvement de baisse s'est poursuivi



et, au début du mois de juin, le taux à trois mois s'établissait aux alentours de $5\frac{3}{4}\%$, niveau le plus bas noté depuis 1972, et à quelque huit points au-dessous du record absolu de juillet 1974. A ce moment également, les dernières menaces qui pesaient sur le marché après la tempête survenue au milieu de 1974 s'étaient dissipées: la prime que les euro-banques devaient offrir par rapport aux rendements des certificats de dépôt aux Etats-Unis, qui oscillait toujours autour de 1% au début de l'année, était tombée au-dessous de $\frac{1}{2}\%$ et la structure à taux d'intérêt multiples avait presque disparu.

Au début de l'été, les taux des euro-dollars se sont cependant raffermis parallèlement à l'évolution intervenue sur le marché américain. Le taux à trois mois a atteint un maximum de $8\frac{1}{4}\%$ au début du mois d'octobre, avant de revenir aux environs de $6\frac{1}{2}\%$ en novembre. Les taux se sont remis à baisser début décembre et, après avoir touché le bas niveau de $5\frac{1}{4}\%$ fin janvier, ils ont oscillé au voisinage de $5\frac{3}{8}\%$ au cours des trois mois suivants. En mai cependant, les taux d'intérêt se raffermissant aux Etats-Unis, les cours ont commencé à remonter et se situaient à $6\frac{1}{2}\%$ à la fin du mois.

Avec le retour au calme sur les marchés des changes, les taux des euro-deutsche marks et des euro-francs suisses, tout en suivant le mouvement de baisse accusé par les cotations des euro-dollars, ont fait preuve d'une plus grande stabilité



que les années précédentes. En raison des excédents de liquidités particulièrement élevés dans l'économie helvétique et de la vigueur dont n'a cessé de faire preuve le franc suisse sur les marchés des changes, le recul le plus prononcé a été celui des taux des euro-francs suisses, qui ont été ramenés à 1½% au début de 1976, contre 11% deux années auparavant. Quant aux taux des dépôts en euro-deutsche marks, ils ont suivi très étroitement l'évolution des taux interbancaires du marché allemand. Le climat de stabilité et de détente n'a pas toujours été partagé par le marché de l'euro-franc français sur lequel même les taux à douze mois ont parfois nettement dépassé 10% au premier trimestre de 1976, sous l'effet des attaques spéculatives contre la monnaie française.

Le rétablissement de relations plus normales entre les taux d'intérêt à long et à court terme sur les marchés nationaux apparaît également dans l'évolution des courbes de rendement des dépôts en euro-monnaies. Alors qu'à certaines périodes de 1973 et de 1974, les taux des euro-dollars au jour le jour étaient supérieurs aux rendements à douze mois, en avril 1975 les taux à douze mois s'établissaient à deux points un huitième au-dessus des taux à vue et, un an après, l'écart était toujours d'environ un point trois quarts.

Les marchés des obligations internationales

Le retour en force du marché des euro-obligations en 1975 a été d'autant plus frappant qu'il avait été auparavant plus sévèrement touché par les taux élevés d'inflation et la montée en flèche du loyer de l'argent que la plupart des marchés nationaux des capitaux. Le volume global des émissions est passé de \$4,5 milliards en 1974 à \$10,4 milliards l'année dernière, chiffre supérieur de \$3,5 milliards au précédent maximum enregistré en 1972. L'importance de cette amélioration du climat sur le marché s'est reflétée de façon spectaculaire dans l'expansion des émissions publiques qui ont atteint \$6,9 milliards contre \$1,6 milliard en 1974; quant aux placements privés, ils ont augmenté de moins de 20%.

Les émissions étrangères classiques lancées sur les marchés nationaux, qui s'étaient mieux comportées pendant les deux années précédentes que les euro-obligations, sont passées de \$7,8 milliards en 1974 à \$11,8 milliards l'an dernier. Ces chiffres sont cependant légèrement en deçà de l'expansion réelle, vu que le résultat de 1974 avait été gonflé par les \$2,1 milliards de placements privés effectués par la BIRD dans les pays exportateurs de pétrole, alors qu'en 1975 il n'y avait presque pas eu d'investissements de ce genre. Là aussi le dynamisme du marché apparaît mieux si l'on examine le chiffre des placements dans le public, qui a connu un vif développement, passant de \$2,5 milliards en 1974 à \$7,3 milliards en 1975. Plus de 85% du total des émissions étrangères ont été placés sur les marchés de deux pays: les Etats-Unis, où le volume d'émissions s'est développé de près de 90%, pour s'élever à \$6,7 milliards, et la Suisse, où les emprunts étrangers ont progressé de 240%, atteignant \$3,4 milliards, ce genre d'émission ayant été accueilli assez favorablement par les autorités helvétiques pour des raisons de balance des paiements. En Allemagne, les marchés de capitaux ayant éprouvé par moments des difficultés à financer le lourd déficit du secteur public, dû à la politique anticyclique, les émissions étrangères y ont été interdites pendant

Emissions d'obligations internationales¹

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Euro-émissions				Emissions étrangères			
		Total	dont:			Total	dont:		
			dollars EU	deutsche marks	place- ments privés		aux Etats- Unis	en Suisse	place- ments privés
en millions de dollars EU									
Europe occidentale	1973	2.080	1.120	550	500	960	50	730	490
	1974	1.460	460	380	810	1.490	370	660	1.200
	1975	4.680	1.360	1.950	1.490	2.980	890	1.820	1.360
Canada	1973	200	30	170	—	1.010	930	80	270
	1974	440	380	—	350	1.960	1.930	30	800
	1975	1.220	680	—	320	3.360	3.090	280	810
Etats-Unis	1973	820	710	50	130	500	—	400	110
	1974	110	100	—	10	80	—	80	30
	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
Autres pays développés ² . . .	1973	170	30	140	10	40	—	30	30
	1974	330	220	120	10	150	30	120	130
	1975	2.220	1.340	700	610	1.000	370	600	650
Reste du monde ³ . .	1973	440	350	70	240	750	510	30	200
	1974	140	120	—	10	740	650	20	460
	1975	510	230	120	180	480	460	20	240
Organismes internationaux. . .	1973	690	650	20	540	2.050	—	270	1.240
	1974	2.040	1.800	150	1.770	3.370	610	80	2.640
	1975	1.410	1.050	300	810	3.860	1.930	610	1.340
Total des émissions placées	1973	4.600	2.890	1.000	1.420	5.310	1.490	1.540	2.340
	1974	4.520	3.080	650	2.960	7.790	3.590	990	5.260
	1975	10.350	4.880	2.970	3.490	11.820	6.740	3.370	4.520

¹ Sur la base des renseignements fournis par la BIRD et l'OCDE. ² Afrique du Sud, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande. ³ Y compris les pays d'Europe de l'Est.

une partie de l'année; aussi les placements étrangers ne se sont-ils élevés qu'à \$0,6 milliard.

La cause la plus importante de la vive reprise de l'activité sur les marchés internationaux des capitaux a été la forte baisse conjoncturelle des taux d'intérêt à court terme par rapport à leurs précédents records. En même temps, les investisseurs ont été longs à se départir de leurs vues pessimistes sur l'évolution de l'inflation à plus longue échéance, et le fléchissement des taux à long terme s'est opéré sans hâte. Cette double évolution s'est traduite par un revirement spectaculaire des écarts de rendement; alors qu'en 1974 la rémunération des dépôts à trois mois en euro-dollars avait dépassé de plus de trois points, à certains moments, celle des obligations en euro-dollars, elle a accusé pratiquement tout au long de l'année 1975 un déport de trois points par rapport aux rendements des euro-obligations. Cette modification importante dans l'attrait exercé par ces deux instruments a conforté les marchés de deux

façons: en premier lieu, elle a permis d'attirer les catégories de ressources que les investisseurs du secteur non bancaire avaient placées l'année d'avant sur le marché des euro-monnaies; en second lieu, et ceci s'applique principalement au marché des euro-obligations, les marchés secondaires, plutôt mal en point, s'en sont trouvés revigorés puisque les opérateurs pouvaient de nouveau financer leurs portefeuilles d'obligations à des taux d'intérêt inférieurs aux dividendes versés.

D'un autre côté, les craintes d'une recrudescence des pressions inflationnistes se sont traduites par un accroissement du nombre des émissions à taux ajustables et par une préférence marquée pour les instruments à court terme. Alors qu'au cours des années précédentes, on avait tendance à offrir des obligations avec des échéances allant de dix à quinze ans, les investisseurs ont préféré en 1975 les obligations ayant une durée de cinq à sept ans; le placement des instruments à plus long terme n'a pu se faire que dans des conditions plus onéreuses pour l'émetteur, et les émissions à plus de dix ans ont constitué l'exception. En outre, cette réticence des investisseurs à prêter à long terme s'est accompagnée d'une évaluation plus rigoureuse de la solvabilité des emprunteurs, comme en témoignent les primes fort élevées que devaient payer les débiteurs de second rang et la prédominance de ceux qui, originaires des pays industriels, jouissaient d'une réputation de premier ordre.

Le montant total des fonds collectés par les emprunteurs privés et publics des pays développés au moyen d'émissions d'euro-obligations ou d'émissions étrangères traditionnelles est passé de \$6,0 milliards en 1974 à \$15,9 milliards, tandis que les ressources collectées par d'autres pays et par les organismes internationaux sont demeurées au même niveau (\$6,3 milliards).

Les émissions des pays d'Europe occidentale ont progressé de 160% pour s'élever à \$7,7 milliards, dont \$4,7 milliards ont été collectés sur le marché des euro-obligations et \$1,8 milliard sur le marché suisse. Les placements sur le marché des Etats-Unis n'ont représenté que \$0,9 milliard, les conditions imposées par la SEC (Commission des Opérations de Bourse) et le fait que les investisseurs américains n'aient pas été habitués aux emprunteurs étrangers ayant continué d'entraver l'activité dans ce domaine. Les principaux pays emprunteurs au sein de ce groupe ont été la France (\$1,9 milliard), la Suède (\$1 milliard), la Norvège (\$0,9 milliard), l'Autriche (\$0,9 milliard) et le Royaume-Uni (\$0,7 milliard).

Les émissions internationales des organismes publics et privés canadiens ont atteint \$4,6 milliards, soit un montant nettement supérieur aux chiffres enregistrés précédemment. Ce recours massif aux marchés internationaux des capitaux, motivé par l'accroissement sensible en 1975 du déficit des paiements courants du Canada et des besoins de financement liés aux projets de grande envergure des provinces canadiennes, a été encouragé par le niveau relativement élevé des taux d'intérêt au Canada et facilité par un allègement de l'impôt canadien retenu à la source sur les intérêts versés aux non-résidents. Comme à l'accoutumée, la majeure partie des ressources a été collectée sur les marchés américains, mais pour la première fois, les émissions canadiennes sur le marché des euro-obligations ont atteint, elles aussi, des proportions respectables (\$1,2 milliard).

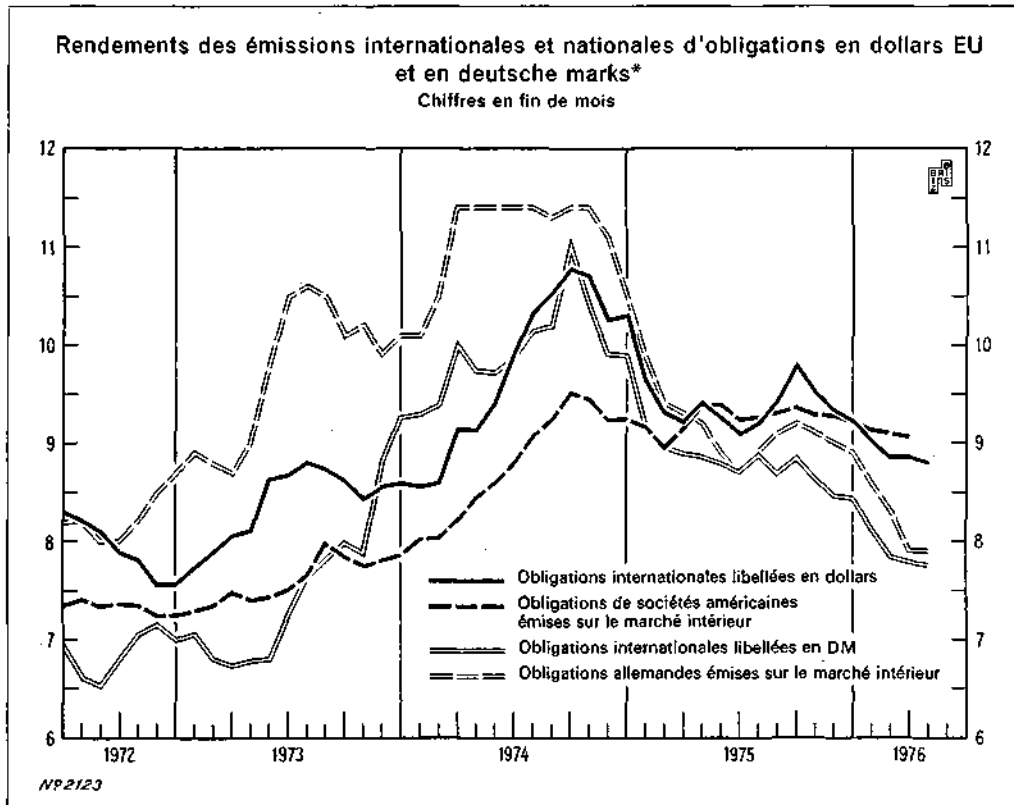
Les emprunts des Etats-Unis, qui avaient fortement baissé en 1974 par suite de la levée progressive des restrictions appliquées dans le cadre du programme de

redressement de la balance américaine des paiements, n'ont représenté cette fois encore qu'une part relativement faible des émissions d'obligations internationales. En revanche, les émissions des autres pays développés sont montées en flèche, passant de \$0,5 milliard en 1974 à \$3,2 milliards l'an dernier, dont \$1,6 milliard pour le Japon uniquement.

Sur un total de \$1,0 milliard prélevé par le reste du monde, les emprunteurs des pays en voie de développement sont intervenus pour \$0,8 milliard, soit légèrement moins qu'en 1974. A noter cependant que, sur le \$0,9 milliard collecté par ces pays en 1974, un montant de \$0,6 milliard était allé à Israël qui, en 1975, ne s'est procuré que \$0,2 milliard. Avec \$5,3 milliards, les émissions des organismes internationaux ont été du même ordre de grandeur qu'en 1974, la part des institutions qui se consacrent principalement à l'octroi de prêts aux pays en voie de développement représentant \$3,6 milliards.

Sur le marché des euro-obligations, des considérations de taux de change ont joué un rôle important dans l'évolution relative des diverses composantes monétaires. Si le dollar EU a maintenu sa position dominante, avec 47% du volume global des émissions, sa part a cependant considérablement fléchi par rapport à 1974. En fait, pendant le premier semestre, les placements en deutsche marks étaient plus importants puisqu'ils représentaient 42% du total des titres émis. En juillet, la participation des établissements financiers allemands aux émissions en deutsche marks a néanmoins été suspendue pour des raisons de politique intérieure. L'arrêt des émissions en deutsche marks qui en est résulté a eu tendance à ralentir l'ensemble de l'activité dans ce domaine; ce mouvement a toutefois été compensé en partie par la reprise du secteur dollar EU du marché à la suite du raffermissement de cette monnaie sur les marchés des changes, ainsi que par l'expansion du secteur dollar canadien consécutive à la hausse des rendements et à certaines anticipations en matière de taux de change. L'activité d'émission en deutsche marks s'est ranimée à la fin de l'année après la levée de l'interdiction temporaire, bien que la part des émissions libellées en deutsche marks dans le total des placements soit demeurée sensiblement inférieure à ce qu'elle était au cours du premier semestre de 1975. D'autres secteurs du marché, en particulier celui du florin et des unités de compte, ont absorbé une part considérable des ressources, notamment au premier semestre de l'année; l'attrait des obligations libellées en unités monétaires composites a cependant faibli quelque peu lorsque le dollar s'est raffermi. Il convient de mentionner enfin la réapparition du franc français en tant que monnaie d'émission par suite de sa fermeté sur les marchés des changes pendant la majeure partie de 1975.

Au début de 1976, la confirmation du ralentissement de l'inflation, l'espoir de voir en conséquence le raffermissement des cours des obligations se poursuivre et l'élargissement de l'écart entre les taux à long terme et à court terme, ont imprimé un élan supplémentaire aux marchés des obligations internationales. Au cours de la période de quatre mois s'achevant en avril, le volume global des émissions effectuées sur les marchés des euro-obligations et des obligations étrangères a dépassé \$11 milliards, ce qui représente, sur une base annuelle, une progression de 50% par rapport à 1975. Plus encore que l'an dernier, les nouvelles émissions ont été principalement le fait des pays de l'OCDE et d'organismes internationaux, les emprunteurs canadiens



*Les rendements des obligations américaines sont calculés à l'échéance finale et les autres à l'échéance moyenne.

absorbant à eux seuls \$3,8 milliards. De son côté, la Communauté économique européenne s'est procuré \$1 milliard pour reprêter cette somme à l'Italie et à l'Irlande.

Sur le marché des euro-obligations, la part des émissions libellées en dollars (61%) a été beaucoup plus importante qu'en 1975, la demande de ces titres bénéficiant de la faiblesse marquée de plusieurs monnaies européennes importantes sur les marchés des changes. Les émissions en deutsche marks et en dollars canadiens ont représenté 21 et 12% respectivement du volume global.

Après être montés de 7¾% au début de 1973 jusqu'à un maximum de 10¾% pendant l'été 1974, les rendements des obligations en euro-dollars se sont repliés pour s'établir à environ 9% en juin 1975, ce qui représente cependant un niveau encore fort élevé, compte tenu de la gravité de la récession. Au cours des mois suivants, ils ont repris leur mouvement ascendant, parallèlement au raffermissement temporaire des taux d'intérêt sur les dépôts en dollars à court terme, pour s'infléchir de nouveau en octobre. En avril 1976, ils se tenaient légèrement au-dessus de 8¾%. La baisse des rendements des obligations en euro-dollars a contrasté avec la quasi-stabilité des taux comparables des titres américains émis sur le marché des Etats-Unis; en outre, réagissant tardivement à la levée des restrictions imposées par le programme de redressement de la balance américaine des paiements, les rendements des obligations en euro-dollars sont descendus, pour la première fois, légèrement en deçà de ceux des obligations américaines

émises sur le marché national. Quant aux rendements des obligations en euro-deutsche marks, en raison d'un optimisme certain des investisseurs en ce qui concerne les perspectives de stabilité des prix en Allemagne, leur fléchissement a été plus marqué que dans le cas des obligations en euro-dollars; le mouvement de recul aurait même été plus prononcé si les mesures prises par les autorités allemandes en vue de décourager les entrées de capitaux n'avaient pas été progressivement atténuées en 1974 et en 1975. Cet assouplissement des réglementations a eu pour effet de ramener de trois points au milieu de 1973 à environ trois huitièmes de point en 1975 le déport des rendements des obligations en euro-deutsche marks par rapport à ceux des valeurs allemandes à revenu fixe émises en Allemagne.

VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Ce chapitre passe en revue les événements marquants survenus sur la scène monétaire internationale au cours des dix-huit derniers mois. La première partie retrace l'évolution des taux de change des principales monnaies et évoque en particulier le redressement du dollar et les perturbations ayant affecté les marchés européens des changes de janvier à mars 1976. En outre, elle examine le flottement des taux de change dans une perspective à plus long terme que celle des dix-huit derniers mois. L'on s'est efforcé de déterminer, dans le cas de sept grands pays, si le flottement a permis de réaliser un meilleur équilibre des balances des paiements et si l'évolution des taux de change a été compatible avec celle des forces économiques fondamentales. La deuxième partie relate le ralentissement de la croissance des réserves globales en 1975, dû essentiellement à la diminution de l'excédent courant des pays de l'OPEP, et étudie la question du volume actuel de la liquidité internationale. La troisième partie traite de l'évolution de la production et du marché de l'or l'an dernier, principalement caractérisée par le recul de la demande de métal aux fins de placements et par le fléchissement des cours. Il est enfin rendu compte des décisions du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international, prises à Washington et à la Jamaïque, et de leur importance pour le fonctionnement du système monétaire international.

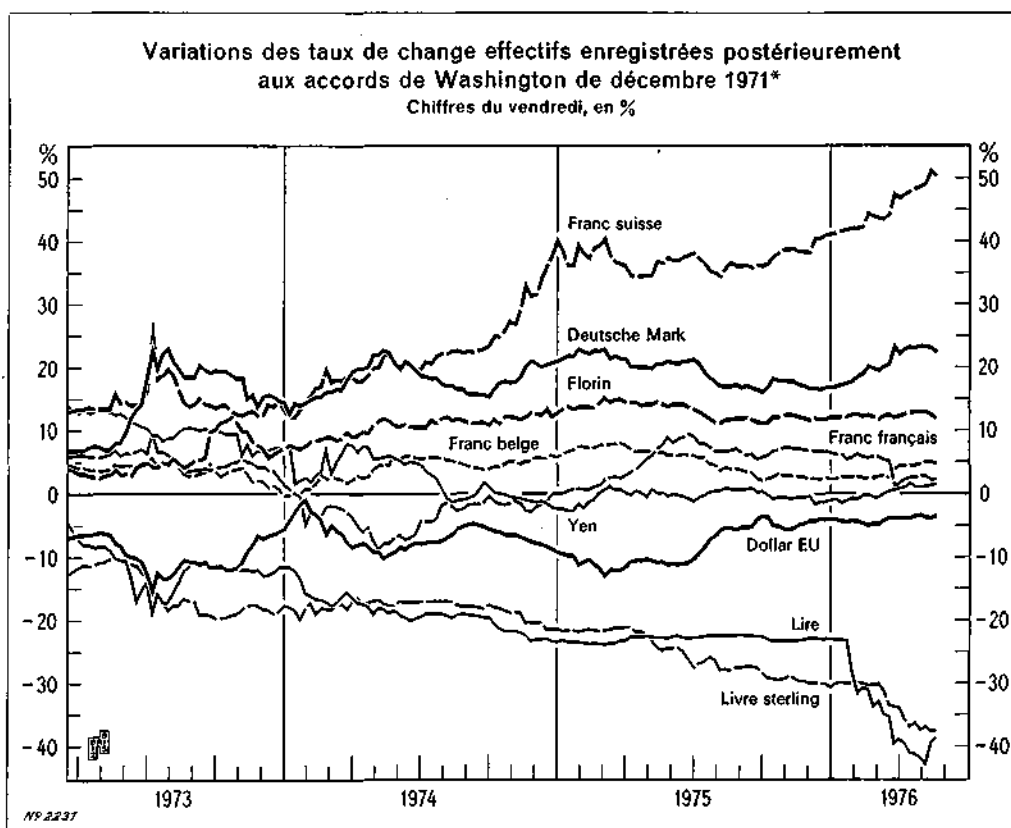
Evolution des taux de change

L'évolution des taux de change des principales monnaies en 1975 et dans les premiers mois de 1976 a été fort contrastée. Parmi les aspects positifs, il convient de relever le raffermissement du dollar EU au cours de l'été dernier et la stabilité dont il a fait preuve par la suite, aussi bien en ce qui concerne son taux de change effectif que vis-à-vis des monnaies du «serpent». Ce phénomène a été extrêmement salutaire tant pour le dollar lui-même que du point de vue de la stabilité des taux de change en général. En ce qui concerne les aspects négatifs, les perturbations survenues sur les marchés des changes à partir de la mi-janvier 1976 ont accentué les tendances centrifuges que les principales monnaies accusent depuis l'effondrement du système des parités fixes. La lire et la livre sterling se sont toutes deux fortement affaiblies durant l'année en cours, tandis que le franc français, qui avait réintégré le bloc européen de flottement concerté au milieu de 1975, l'a de nouveau quitté en mars. Parallèlement, l'appréciation des monnaies européennes plus fortes (franc suisse en particulier) s'est poursuivie.

Fluctuations des taux de change effectifs en 1975-76. A la fin de 1974, le cours du dollar EU, pondéré en fonction des échanges commerciaux, se situait à quelque 9½% au-dessous de son niveau fixé par les accords de Washington de décembre 1971, accusant ainsi une baisse de 4½% environ par rapport à la fin août 1974. En dépit de symptômes indéniables d'amélioration de la balance des paiements courants, le tassement s'est poursuivi jusqu'à la fin de février 1975, date à laquelle la dépréciation atteignait 13%, soit presque le pourcentage de baisse record de juillet 1973. Les autorités

américaines, allemandes et suisses conclurent alors un accord officieux visant à contre-carrer le mouvement de baisse du dollar par une coordination de leurs interventions sur les marchés. Le dollar a commencé à se raffermir presque immédiatement, et ce mouvement s'est intensifié vers le milieu de l'année lorsque le marché prit enfin conscience de l'amélioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis et que, dans le même temps, les autorités monétaires américaines durcirent temporairement leur politique. A la fin de septembre, la dépréciation cumulée du dollar depuis décembre 1971 n'était plus que de 3½%. Depuis lors, hormis une baisse de courte durée de 2% en octobre, imputable aux difficultés financières de la ville de New York, le taux de change effectif du dollar a été relativement stable et, à la fin d'avril 1976, il était très proche du niveau de fin septembre 1975.

Au redressement du dollar a correspondu un mouvement en sens inverse des monnaies du «serpent». A la fin de 1975, l'appréciation du deutsche mark pondérée en fonction des échanges commerciaux était revenue à 16,7%, c'est-à-dire à six points au-dessous du maximum de fin février 1975. Le franc suisse lui-même, qui pendant l'été 1975 avait reculé moins fortement vis-à-vis du dollar que les monnaies du «serpent», ne dépassait plus que d'un point à la fin de l'année son niveau de fin février. En ce qui concerne les deux grandes monnaies européennes flottant de façon indépendante, la dépréciation de la livre s'est accrue de près de 12% en 1975 pour se situer aux



* Source : Banque d'Angleterre.

alentours de 30%; quant à celle de la lire, elle est demeurée pratiquement inchangée à un peu plus de 23% malgré la poursuite de la hausse rapide des salaires et des prix italiens. La majeure partie de la baisse du sterling, soit près de 28%, a eu lieu au cours de la période de début avril à début juillet – marquée par un taux annuel d'inflation de 30% – donc avant la mise en place de la nouvelle politique des revenus. Celle-ci a conduit à un redressement temporaire, mais un nouveau repli, intervenu à la fin de novembre, a porté la dépréciation au niveau de 30%.

En 1976, les perturbations sur les marchés des changes ont commencé avec la lire. Au dernier trimestre de l'année 1975, la balance italienne des paiements était redevenue fortement déficitaire et, après la démission du gouvernement le 9 janvier 1976, la lire fut soumise à de fortes pressions. A ce moment, les réserves de change ne dépassaient guère \$1 milliard et, deux semaines plus tard, lorsqu'elles arrivèrent presque à épuisement, les interventions officielles sur le marché furent suspendues jusqu'au début de mars. Pendant cette période, la dépréciation s'est aggravée, se chiffrant à près de 35%. En dépit de nouvelles interventions massives en mars et durant la première quinzaine d'avril, la lire a continué de baisser, atteignant une dévalorisation record de près de 43%, juste avant la mise en application, le 6 mai, d'un dépôt obligatoire de 50% sur la quasi-totalité des règlements en devises. Depuis lors, un certain raffermissement s'est produit, la dépréciation n'étant plus que de 38% et le taux de change contre dollar s'améliorant de LIT 915 à LIT 845.

Par suite de la suspension du soutien officiel de la lire et de certaines prévisions faisant état d'un important déficit commercial pour 1976, de fortes pressions se sont exercées sur le franc français. En juillet 1975, le franc avait réintégré le «serpent» aux mêmes taux centraux vis-à-vis des autres participants que ceux de janvier 1974, époque de son retrait. Entre-temps, cependant, l'appréciation pondérée du franc depuis les accords de Washington de décembre 1971 était passée de zéro environ à près de 8% sous l'effet conjoint de plusieurs facteurs: consolidation spectaculaire de la balance commerciale, afflux massifs de capitaux, dont une partie avait servi à renforcer les réserves de change, application d'une politique monétaire intérieure assez restrictive. Le taux d'inflation était toutefois demeuré relativement élevé en France, surtout par comparaison avec celui de l'Allemagne. De surcroît, la politique a été assouplie à la fin de 1975 et la balance commerciale s'est détériorée. Grâce au soutien officiel de grande envergure mis en œuvre à la fin de janvier et au début de février, et à la déclaration ferme des autorités françaises et allemandes affirmant qu'il n'y avait pas lieu de modifier la parité du franc vis-à-vis du deutsche mark, la situation s'est calmée vers la mi-février. Quand la livre sterling s'est encore affaiblie au début de mars, le franc français a été soumis à de nouvelles tensions, et le 15 mars, alors que les réserves de change s'étaient contractées de \$3 milliards au total, les autorités françaises ont pris la décision de retirer le franc du «serpent». A noter cependant que cette mesure n'a pas provoqué, sauf pendant quelques jours, de baisse significative du cours de change de la monnaie française. A la fin de mai, le taux effectif ne se situait qu'à deux points trois quarts au-dessous de son niveau de la mi-mars.

Le troisième volet de la crise a été le nouveau glissement spectaculaire de la livre sterling à partir de la première semaine de mars. Entre cette période et la fin d'avril,

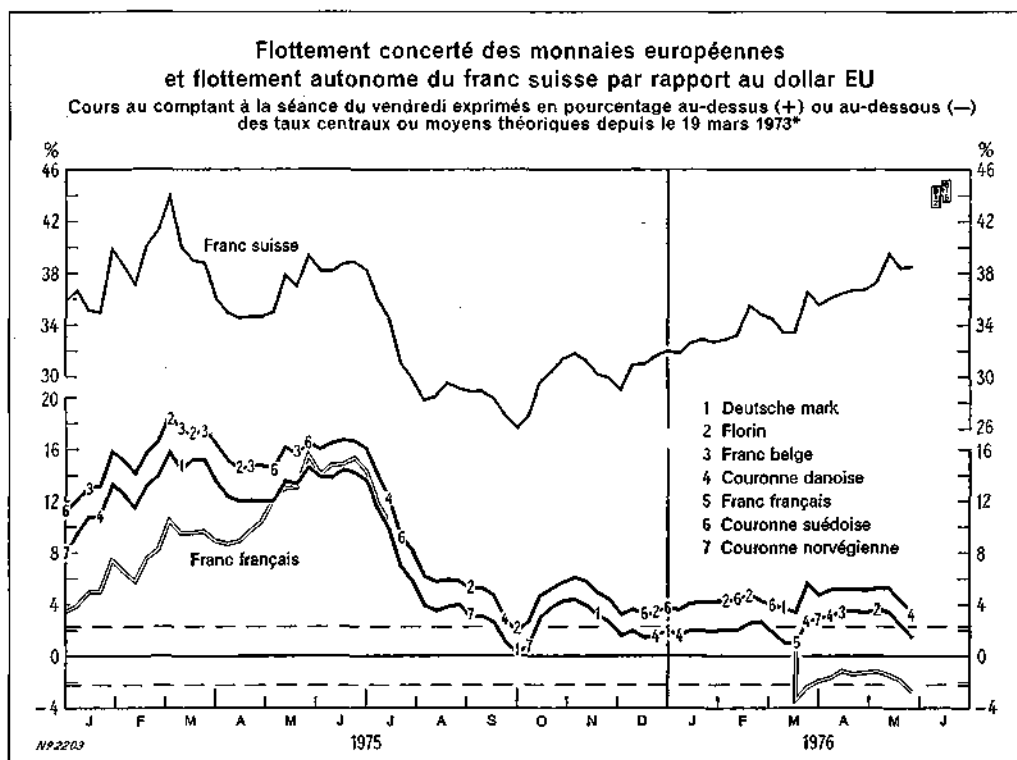
la dépréciation pondérée est passée de 30 à 37% environ et ce, nonobstant des interventions officielles de près de \$3 milliards au total. Bien qu'au début de mai on eût le sentiment que la politique des revenus mise en œuvre en août 1975 allait être renforcée et reconduite pendant encore une année, les pressions sur le sterling ne se sont pas relâchées; à la fin du mois, la dépréciation ressortait à près de 40%.

A l'opposé, le franc suisse et, à un moindre degré, le deutsche mark et d'autres monnaies du «serpent», se sont valorisés depuis janvier. Dans le cas du franc suisse, l'appréciation pondérée est passée de 41% au début de janvier à 49% à la fin d'avril, et a gagné trois points et demi supplémentaires en mai; aussi la revalorisation du franc suisse depuis la fin de 1974 est-elle ressortie à 10%, en dépit d'interventions massives des autorités destinées à tempérer ce mouvement.

L'appréciation du deutsche mark depuis la mi-janvier 1976 a été sensiblement moins forte, son taux n'ayant progressé que de 17 à 22%, de sorte que le mark s'est établi à 6% au-dessous de son pair avec le franc suisse. Au sein du «serpent», la crise du franc français a pesé sur le franc belge; cependant, sous l'effet conjugué d'interventions officielles et de l'adoption de mesures restrictives dans le domaine monétaire et des changes, les autorités ont pu reprendre la situation en main à la fin de mars; depuis lors, celle-ci s'est considérablement améliorée. Sur l'ensemble de la période fin 1974—fin avril 1976, les variations du taux de change effectif du franc belge ont été relativement limitées. L'appréciation cumulée depuis décembre 1971 s'est inscrite en recul, parallèlement au redressement du dollar, pour revenir de 7,9 à 2,3% entre mars et septembre 1975; à la fin de mai 1976 elle était de 4%.

Eu égard au raffermissement du dollar, les variations des taux de change effectifs des autres grandes monnaies ont été également, pour la plupart, assez limitées durant la période sous revue. L'appréciation du florin s'est échelonnée entre 11 et 15% et celle de la couronne suédoise entre 1,6 et 7,8%. Le yen s'est raffermi, revenant d'une dépréciation effective de 2½% à la fin de 1974 à une appréciation effective de 1½% vers la fin de mai 1976. Depuis le début de 1975, la marge totale de fluctuation n'a guère dépassé 1%. En ce qui concerne, en revanche, l'évolution du dollar canadien, étroitement liée à celle du dollar EU, la dépréciation effective d'un peu plus de 5% en mai 1975 a fait place à une appréciation effective de 4¾% un an plus tard. Contrairement à l'amélioration du dollar EU, le redressement du dollar canadien a eu son origine dans des entrées de capitaux, le déficit de la balance des opérations courantes s'étant même aggravé. La période de raffermissement a également été différente puisque, pour plus de la moitié, la hausse des cotations du dollar canadien a eu lieu en 1976.

Le flottement concerté des monnaies européennes. Le graphique suivant, qui montre l'évolution du flottement concerté des monnaies européennes depuis la fin de 1974, met clairement en évidence d'abord le raffermissement, puis la plus grande stabilité du dollar EU dont il a été question précédemment. Lorsque la monnaie américaine était à son niveau le plus bas, au début de mars 1975, les monnaies du «serpent» s'échelonnaient à l'intérieur d'une bande de 16½ à 18¾% au-dessus de leurs taux centraux théoriques par rapport au dollar. La hausse ultérieure du dollar s'est déroulée en deux phases. Au cours de la première, qui a duré du début de mars



* Pour l'Allemagne, la Norvège et les Pays-Bas, les calculs sont effectués sur la base des taux centraux fixés respectivement le 29 juin, le 15 septembre et le 16 novembre 1973.

à la fin d'avril, la bande du «serpent» s'est abaissée de 4% environ, mais ce mouvement s'est inversé, à raison de près de la moitié, pendant le mois suivant. Au cours de la seconde phase, décisive, qui a porté sur une période de trois mois et demi à partir de la mi-juin, le dollar s'est apprécié de quelque 14½% vis-à-vis du «serpent», la plus grande partie de l'amélioration ayant eu lieu en juillet. A la fin de septembre, le «serpent» s'étendait de ½% à un peu moins de 2% au-dessus des taux centraux théoriques contre dollar des monnaies des pays participants. A ce moment, il était revenu au point d'où tout le cycle était parti juste un an avant. On a ensuite assisté, en octobre, au fléchissement du dollar évoqué plus haut, qui a été en partie compensé en novembre. Depuis lors, le «serpent» a fluctué six mois durant à l'intérieur d'étroites limites vis-à-vis du dollar, les monnaies du groupe se trouvant à l'intérieur d'une bande se situant très légèrement au-dessus de leurs taux centraux théoriques contre dollar.

A l'intérieur du «serpent», les principaux événements de 1975 ont été l'affaiblissement du deutsche mark et le retour du franc français. Après avoir occupé le haut du «serpent» au début de l'année, le mark est revenu, sous l'effet des sorties de capitaux, dans le bas de celui-ci durant le mois de mars, parallèlement à la reprise du dollar. Jusqu'au début de la crise de 1976, la monnaie allemande est demeurée faible, restant au bas du «serpent» pendant des périodes prolongées. On peut ajouter qu'en 1975, bien que le «serpent» ait atteint par moments la largeur maximale autorisée, le volume des interventions en monnaies des pays participants nécessaires au soutien du deutsche mark

ou d'autres monnaies a été très limité. Pour une large part, les fluctuations du «serpent» ont été contenues grâce à des interventions en dollars. En outre, le deutsche mark a bénéficié, au cours du printemps et de l'été 1975, d'interventions massives de soutien de la part de la Banque de Réserve fédérale de New York, qui a racheté \$0,8 milliard de deutsche marks prélevés sur sa ligne de crédits croisés au cours de la phase de faiblesse du dollar de septembre 1974 à mars 1975.

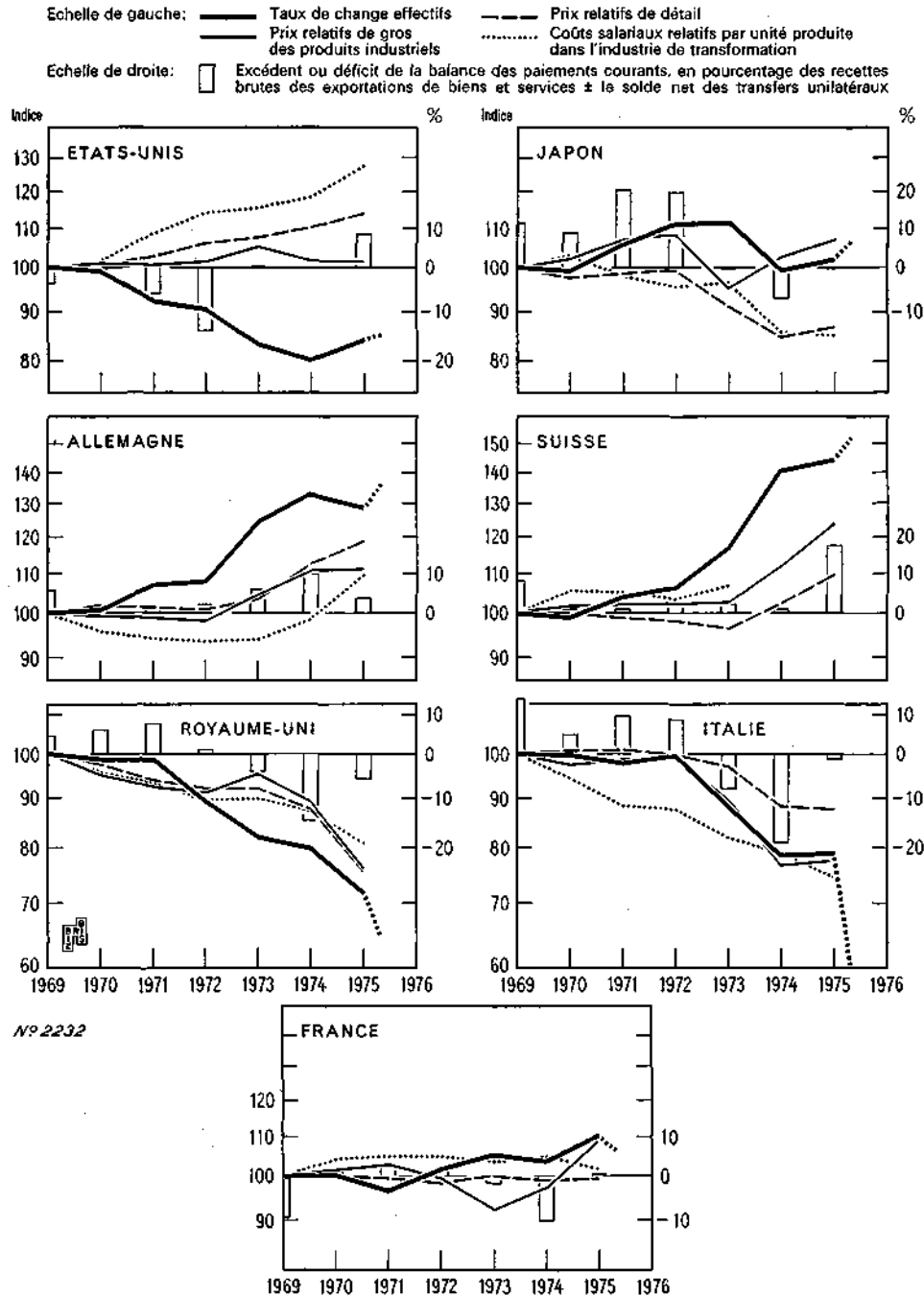
Après une absence de dix-huit mois, le franc français a fait sa rentrée dans le «serpent» le 11 juillet. En l'espace de trois semaines, il avait rejoint le groupe des monnaies belge, danoise, néerlandaise et suédoise qui se situaient dans le haut du «serpent». Pendant le restant de l'année il a fait preuve de fermeté.

En ce qui concerne le «serpent», la crise monétaire de janviers-mars se divise en trois phases. Pendant la première, qui est allée du 21 janvier au 13 février, le deutsche mark a regagné le sommet du «serpent», mais le franc français, bien qu'encore soumis à des pressions, n'est pas devenu la monnaie la plus faible (la couronne danoise occupant le bas du «serpent»). C'est alors que le marché a été temporairement rassuré par la déclaration franco-allemande indiquant qu'aucun changement ne serait apporté aux rapports de change entre le franc et le deutsche mark. La deuxième phase a commencé le 5 mars lorsque, sous l'effet d'une pression subite sur la livre, le franc français a connu un nouvel accès de faiblesse. Le deutsche mark s'est retrouvé, une fois encore, dans le haut du «serpent», et le franc français est demeuré, le plus clair du temps, dans le bas jusqu'à son retrait du flottement concerté le 15 mars. En même temps, des pressions exercées sur le franc belge à l'intérieur du «ver» du Benelux ont entraîné la dissolution de ce dispositif, les marges de fluctuation entre le franc belge et le florin devenant les mêmes que celles qui sont en vigueur entre tous les autres participants au flottement concerté. Au cours de la troisième phase qui a suivi immédiatement, l'essentiel des pressions du marché s'est reporté sur le franc belge et sur la couronne danoise. Les mesures énergiques prises pour soutenir ces deux monnaies parvinrent néanmoins à mettre rapidement fin à la crise le 22 mars. A la fin du mois, la largeur du «serpent» s'était réduite à moins de 2%; en avril et en mai, celle-ci a été loin d'atteindre, la plupart du temps, les limites maximales autorisées, le deutsche mark demeurant constamment dans la partie supérieure et le florin étant la plus faible monnaie du groupe à partir de la fin d'avril.

Le flottement des monnaies dans une perspective à plus long terme. Les graves perturbations qui ont affecté les marchés européens durant les premiers mois de 1976 et, plus généralement, la dispersion croissante des cours de change depuis le début du flottement soulèvent au moins deux questions. Le flottement a-t-il permis un meilleur ajustement des balances des paiements, c'est-à-dire a-t-il servi à atténuer les déséquilibres considérables qui ont caractérisé la situation des paiements des pays industriels au début des années soixante-dix? La tendance des taux de change a-t-elle été compatible, d'une manière générale, avec les disparités de taux d'inflation?

Les graphiques de la page ci-contre s'efforcent d'apporter des éléments de réponse à ces questions. Ils retracent l'évolution des balances des opérations courantes ainsi que celle des taux de change pondérés des monnaies de sept grands pays industriels sur une période plus longue, c'est-à-dire depuis la fin de 1969, et les comparent aux variations

Pays industriels sélectionnés: Variations des taux de change effectifs, des prix et des coûts relatifs,* ainsi que des balances des opérations courantes, de 1970 à 1976



* Indices: 1969 = 100, chiffres de fin d'année pour les prix et moyennes annuelles pour les coûts salariaux.

Note: Les indices des prix concernant chacun des pays du Groupe des Dix montrent les corrélations entre l'évolution des prix pondérés des autres pays et les prix du pays concerné. Si l'indice varie, par exemple s'il dépasse 100, cela signifie que, par rapport à la fin de 1969, les prix pondérés dans les autres pays du Groupe des Dix ont monté plus fortement que dans le pays en question. La même observation s'applique aux indices des coûts salariaux unitaires.

de trois indices mesurant les taux d'inflation relatifs de ces pays: prix de détail, prix de gros industriels et coûts salariaux unitaires dans l'industrie de transformation. Il y a, bien entendu, des questions auxquelles ces graphiques ne peuvent prétendre apporter de réponse. On ne saurait d'emblée assez insister sur le fait que les comparaisons de ce genre ne constituent nullement une base permettant de prévoir l'évolution future des taux de change. En fait, ces derniers sont déterminés par l'offre et la demande *globales* d'une monnaie donnée. Or, celles-ci ne résultent pas seulement des opérations commerciales, mais également des opérations invisibles et des mouvements de capitaux (qui peuvent jouer un rôle primordial, et pas seulement en période de spéculation). D'ailleurs, même si l'on met exclusivement l'accent sur les échanges commerciaux, les trois indices ne donnent qu'une impression grossière des variations des positions concurrentielles relatives. Le choix de la période de référence, comme celui des indices, est difficile. Les données statistiques sont imparfaites et il n'est pas facile de les comparer d'un pays à un autre. Il existe différentes méthodes de pondération des indices; certains indices — comme par exemple ceux des coûts salariaux unitaires relatifs illustrés dans les graphiques — peuvent se ressentir des influences cycliques qui ne sont pas seulement prononcées, mais qui varient aussi sensiblement d'un pays à l'autre. De surcroît, les positions concurrentielles sont influencées par un grand nombre de facteurs autres que les prix et les coûts, tels que les délais de livraison, l'aptitude à s'adapter aux changements de la demande, le volume et le coût des moyens de financement des exportations, et ainsi de suite. Pour toutes ces raisons, les graphiques doivent être interprétés avec une grande circonspection.

Un examen des positions et de l'évolution des balances des opérations courantes, même en tenant compte de l'incidence du renchérissement des produits pétroliers, n'apporte pas de réponse très nette à la question de savoir si le flottement des taux de change a permis d'améliorer le fonctionnement du processus d'ajustement. Pour les raisons qui ont été exposées dans le Chapitre V, la seule année 1975 ne peut être considérée comme reflétant la situation fondamentale des balances de paiements courants, étant donné qu'en présence de fortes variations conjoncturelles les effets de revenus sont susceptibles de compenser les effets de prix. Si l'on prend, en revanche, la moyenne des deux ou trois dernières années, le graphique des Etats-Unis et celui du Japon donnent à penser qu'il existerait en tout état de cause une certaine corrélation entre l'évolution de la balance des opérations courantes et celle des cours de change. Ainsi, aux Etats-Unis, les déficits de la balance courante enregistrés jusqu'en 1972 ont laissé la place, de 1973 à 1974, à une situation quasiment équilibrée et, en 1975, à un excédent considérable; quant au Japon, les excédents très substantiels du début des années soixante-dix ont disparu. Dans quelques autres pays, toutefois, aucun phénomène analogue n'a été observé: en dépit d'un fléchissement prononcé de leurs taux de change, le Royaume-Uni comme l'Italie sont toujours en déficit, tandis que l'Allemagne et la Suisse, malgré l'appréciation notable de leur monnaie, demeurent des pays excédentaires.

En ce qui concerne la seconde question — l'évolution tendancielle des taux de change a-t-elle été compatible avec celle des taux relatifs d'inflation — la réponse qui se dégage des graphiques n'est pas toute simple non plus. Dans quelques pays européens à économie éminemment «ouverte», où les salaires réagissent rapidement

aux variations des prix, les taux de change et les indices mesurant la position concurrentielle ont évolué d'une façon générale dans le même sens. Cela a été notamment le cas du Royaume-Uni et de l'Italie, ainsi que de l'Allemagne et de la Suisse. Cependant, la chaîne de causalité n'est pas à sens unique entre ces variations des cours de change, des coûts et des prix. Bien entendu, comme il est dit ailleurs dans le Rapport, les tensions sur les coûts et les prix engendrées par des facteurs intérieurs ont été plus fortes en Italie et au Royaume-Uni qu'en Allemagne et en Suisse, alors que la réaction des autorités y était plus faible. En revanche, une monnaie qui s'apprécie tend à atténuer l'intensité de ces tensions et à rendre plus aisée la tâche de maintenir une stabilité raisonnable des prix, tandis qu'une monnaie qui se déprécie exerce une influence opposée. Aussi peut-on parler en quelque sorte de cercles « vertueux » et « vicieux » — ce qui, évidemment, n'atténue en rien la responsabilité éventuelle des autorités dans les pays qui ont été pris dans de tels engrenages ou qui ont été incapables de s'en dégager. En outre, l'impression que l'on retire des graphiques est que, dans certains cas, les appréciations et les dépréciations sont allées au-delà de ce qui aurait pu se justifier par l'évolution des coûts et des prix relatifs. Cette impression est au demeurant étayée par ce qu'on connaît de l'intensité des pressions spéculatives sur certaines monnaies.

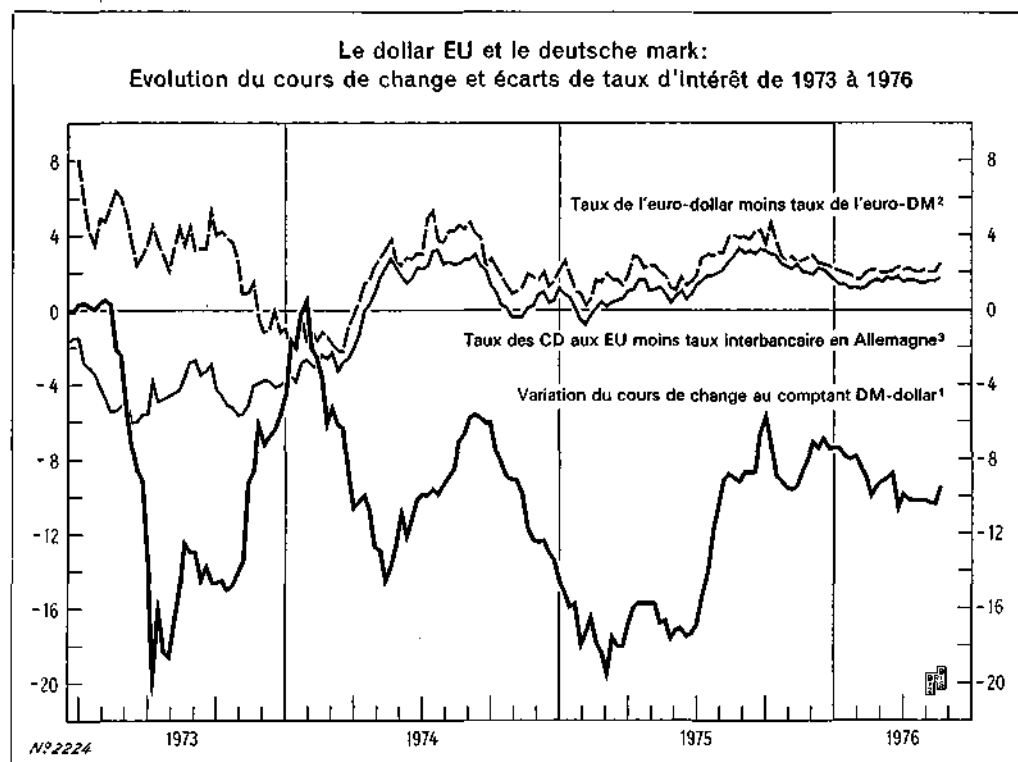
Le cas des Etats-Unis et du Japon est différent des quatre exemples précédents, les variations de leurs taux de change effectifs étant moins clairement liées à celles des indices des coûts et des prix relatifs. Pour ce qui est des Etats-Unis, on peut formuler trois remarques. En premier lieu, il est sûr qu'une amélioration substantielle de leur position concurrentielle s'imposait à la fin des années soixante et non moins certain qu'elle s'est effectivement produite. En deuxième lieu, l'évolution qui ressort des courbes concernant les coûts salariaux relatifs par unité produite dans l'industrie de transformation donne une idée fort exagérée de l'amélioration intervenue; celle-ci a en effet revêtu en partie un caractère conjoncturel et s'explique par le fait qu'aux Etats-Unis, l'emploi réagit plus rapidement que dans les autres pays à la baisse de la production. En troisième lieu, les mouvements de capitaux enregistrés depuis mars 1973 ont probablement neutralisé, pendant la majeure partie de cette période, l'incidence de l'amélioration de la position concurrentielle et de la balance des opérations courantes des Etats-Unis sur le taux de change du dollar. Ce phénomène s'explique en partie par la perte de confiance dans le dollar consécutive à l'effondrement du système de Bretton Woods et en partie par la libéralisation en 1974 des contrôles sur les exportations de capitaux. D'autre part, la détérioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis depuis la fin de 1975 s'est accompagnée d'une légère appréciation du taux de change effectif du dollar attribuable à l'incidence favorable de flux de capitaux compensatoires.

Dans le cas du Japon, les contrastes constatés sont moins prononcés. Etant donné que la situation du yen dans la structure des taux de change considérée dans son ensemble était très favorable à la fin des années soixante, il fallait bien renoncer à une partie de cet avantage si l'on voulait obtenir un meilleur réalignement des monnaies. Non seulement c'est l'évolution des coûts salariaux unitaires qui contraste le plus fortement, comme dans le cas des Etats-Unis, avec celle des taux de change, mais encore cet indice grossit exagérément la détérioration en valeur relative des coûts japonais qui a pu se produire, notamment depuis 1973. Contrairement à ce qui

se passe aux Etats-Unis, les coûts unitaires au Japon s'alourdissent en période de récession, car le chômage ne fait pas partie dans ce pays du processus d'ajustement.

Etant donné la situation telle qu'elle se présentait en mars 1973, aussi bien d'ailleurs que pendant les trois années qui ont suivi, on ne voit guère comment le flottement des monnaies aurait pu être évité. De plus, si l'on examine les tendances sur une longue période des taux de change des principaux pays industriels, on est bien obligé d'admettre que ceux-ci ont évolué dans la bonne direction. En outre, certains déséquilibres antérieurs de paiements ont ainsi été corrigés; d'autres, en revanche, demeurent gênants ou se sont même accentués. En conséquence, s'il est peut-être inévitable, le flottement doit être contrôlé, non seulement au sens étroit par des interventions sur le marché des changes, mais surtout par le biais des politiques financières et économiques intérieures appropriées. Cela dit, beaucoup reste à clarifier sur le plan de la théorie comme sur celui de la pratique du flottement contrôlé.

Flottement et taux d'intérêt. Pendant les trois années environ qui ont suivi la mise en flottement du dollar EU, il s'est produit, en plus des variations à long terme des taux de change effectifs évoquées plus haut, un certain nombre de fluctuations à court terme, de grande amplitude, du dollar par rapport aux principales monnaies européennes. De même qu'on peut utilement comparer l'évolution des taux de change



¹ Variations en pourcentage par rapport au taux en vigueur le 19 mars 1973 (+ = au-dessus, - = au-dessous); chiffres du vendredi. ² Ecart entre les taux des euro-devises à trois mois sur la base des chiffres du vendredi (+ = en faveur du dollar). ³ Ecart entre le taux des certificats de dépôt aux Etats-Unis à trois mois et le taux des dépôts interbancaires à trois mois en Allemagne sur la base des chiffres du mercredi (+ = en faveur du dollar).

effectifs avec les indices, si approximatifs soient-ils, retraçant l'évolution des coûts et des prix dans les différents pays, de même on peut se demander quelles corrélations ces hauts et ces bas du dollar – tels qu'ils ressortent du graphique ci-contre – par rapport au deutsche mark ont pu avoir avec l'évolution de la situation monétaire de chaque pays, et notamment avec celle des taux d'intérêt.

Sur l'ensemble de la période commençant en mars 1973, il y a eu trois phases au cours desquelles le dollar a cédé du terrain par rapport au deutsche mark (et aux autres monnaies du « serpent »). Chacune de celles-ci a été suivie d'une phase de redressement d'une ampleur presque équivalente. Ce n'est que durant le cycle qui s'est étendu de janvier à septembre 1974 que le dollar a bel et bien subi une forte dépréciation nette (de 7% environ) vis-à-vis du deutsche mark. Au cours des deux autres cycles, c'est-à-dire de mars 1973 à janvier 1974 et de septembre 1974 à septembre 1975, le pendule est pratiquement revenu à son point de départ.

Si l'on compare l'évolution du cours au comptant du dollar contre deutsche mark avec celle de l'écart de taux d'intérêt entre les certificats de dépôt bancaire à trois mois à New York et les dépôts interbancaires à trois mois à Francfort, on s'aperçoit que l'accès de faiblesse du dollar au cours des premier et troisième cycles a coïncidé avec un mouvement de l'écart de taux d'intérêt défavorable aux Etats-Unis. Dans le premier cas, l'Allemagne a tiré profit du fait qu'elle s'est trouvée en mars 1973 dégagée des obligations d'interventions imposées par le système de Bretton Woods pour durcir de façon draconienne sa politique monétaire; dans le dernier cas, le loyer de l'argent s'est inscrit en recul dans les deux pays, mais plus fortement aux Etats-Unis qu'en Allemagne. De plus, au cours du premier cycle, le tassement du dollar et le durcissement de la politique en Allemagne se sont, grosso modo, produits en même temps. En revanche, durant le troisième cycle, le dollar a continué de se replier jusqu'en mars 1975, plusieurs mois après que l'écart de taux d'intérêt se fut fortement rétréci. De surcroît, au cours du deuxième cycle, la faiblesse du dollar pendant le premier semestre de 1974 a contrasté avec un mouvement brutal de l'écart de taux d'intérêt en sa faveur. Quant à la hausse du dollar au cours des trois cycles, l'évolution de l'écart n'a été nettement favorable au dollar qu'au cours du troisième, c'est-à-dire celui qui est allé de mars à septembre 1975.

Aussi, sur l'ensemble de la période allant de mars 1973 à septembre 1975 qui couvre les trois cycles, les corrélations entre le taux de change et le taux d'intérêt ont-elles été très sporadiques. D'autres facteurs ont souvent prévalu sur les marchés des changes. Parfois il s'est agi de mesures très concrètes, telle la levée de tous les contrôles sur les prêts à l'étranger des banques américaines intervenue en janvier 1974, c'est-à-dire au moment précis où les besoins de financement des balances de paiements des pays du monde entier ont pour la plupart grimpé en flèche par suite du renchérissement du pétrole. A d'autres périodes, par exemple à la fin de 1974 et au début de 1975, une fois amorcé, le recul du dollar s'est nourri de lui-même, preuve indiscutable d'une absence fondamentale de confiance.

La présence de ces autres facteurs, en particulier les facteurs de confiance, signifie également que même lorsque les fluctuations des taux de change sont allées de pair avec les écarts de taux d'intérêt, il n'y a pas eu la moindre corrélation entre l'étendue

comparée des variations. Cela est ressorti le plus clairement au cours des tout premiers mois du flottement du dollar, période durant laquelle la fluctuation en baisse par rapport au deutsche mark avait atteint 20% en moins de trois mois. En réalité, cette constatation vaut également pour toutes les autres périodes jusqu'à la fin de 1975, pendant lesquelles taux de change et taux d'intérêt ont évolué dans la même direction.

C'est seulement depuis la fin de 1975 que le dollar s'est stabilisé suffisamment pour qu'on puisse établir une corrélation non seulement en direction, mais également, dans une certaine mesure, en amplitude entre les variations de son taux de change et les écarts de taux d'intérêt. La conclusion est donc probablement celle que donnent les manuels, à savoir que ce n'est que lorsque toutes les choses sont égales par ailleurs que l'évolution des taux d'intérêt détermine réellement celle des taux de change. Or, dans la situation actuelle, on ne saurait escompter que ce schéma puisse très souvent s'appliquer.

Réserves globales

Après cinq années d'expansion rapide, la croissance des réserves globales s'est ralentie de façon sensible en 1975. En dollars courants, l'accroissement du total des avoirs officiels en or, devises, droits de tirage spéciaux et positions créditrices envers le FMI a été estimé à \$9 milliards, soit un peu plus d'un cinquième du chiffre de \$40,4 milliards atteint en 1974. Plus d'un quart de la différence entre ces deux chiffres, cependant, s'explique par les fluctuations de la valeur du dollar sur le marché. En 1974, la dépréciation de la monnaie américaine par rapport aux autres actifs de réserve avait été à l'origine d'une augmentation de \$3 milliards environ de la croissance des réserves évaluées en dollars, alors que son raffermissement en 1975 s'est traduit par une réduction de plus de \$5 milliards. En ce qui concerne les diverses catégories d'actifs de réserve, la presque totalité de la baisse de \$2 milliards l'an dernier de la valeur en dollars des réserves d'or ainsi que la majeure partie du fléchissement de \$0,6 milliard des avoirs en DTS des pays s'expliquent par des variations de change. En outre, calculé en dollars constants, l'accroissement du total des positions créditrices au FMI serait ressorti à \$4,6 milliards et la progression globale des réserves en devises à quelque \$10 milliards. Moins de \$2 milliards de cette expansion réelle des avoirs en devises semblent avoir été placés dans les centres traditionnels de réserve. A la progression de \$3,1 milliards des réserves en dollars détenues aux Etats-Unis a correspondu, en partie, une diminution de \$1,3 milliard des réserves en livres détenues au Royaume-Uni. Le reste, soit près de \$8 milliards, semblerait avoir été investi sur le marché international ou sur des marchés nationaux autres que ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni.

Comme en 1974, la poursuite de la croissance des réserves globales est due au fait que les pays importateurs de pétrole sont parvenus à financer par l'emprunt une partie très importante du déficit global de leurs balances des opérations courantes; c'est pourquoi, seule une fraction des gains de réserves des pays exportateurs de pétrole a eu sa contrepartie dans une baisse des réserves des autres pays. Cette croissance des réserves globales s'est cependant ralentie en raison de la contraction de l'excédent total des pays de l'OPEP et aussi parce que la proportion de ces surplus placée en

Variations des réserves globales de 1973 à 1975¹

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Total
en millions de dollars EU					
Groupe des Dix + Suisse					
1973	+ 3.485	+ 4.985	+ 105	+ 740	+ 9.315
1974	+ 520	+ 1.860	+ 1.740	+ 395	+ 4.515
1975	- 1.605	+ 920	+ 1.615	- 230	+ 700
Montants à fin 1975 . . .	33.815	64.980	8.380	7.765	114.940
Autres pays développés					
1973	+ 475	+ 3.125	+ 170	+ 155	+ 3.925
1974	+ 55	- 2.165	- 105	- 185	- 2.400
1975	- 215	- 1.230	- 350	- 90	- 1.885
Montants à fin 1975 . . .	4.160	19.845	660	855	25.520
Pays en voie de développement autres que les pays exportateurs de pétrole					
1973	+ 175	+ 7.565	+ 250	+ 255	+ 8.245
1974	- 50	+ 2.725	- 190	- 30	+ 2.455
1975	- 95	- 1.440	- 105	- 215	- 1.855
Montants à fin 1975 . . .	2.140	25.875	610	1.255	29.880
Ensemble des pays importateurs de pétrole					
1973	+ 4.135	+ 15.675	+ 525	+ 1.150	+ 21.485
1974	+ 525	+ 2.420	+ 1.445	+ 190	+ 4.570
1975	- 1.915	- 1.750	+ 1.160	- 535	- 3.040
Montants à fin 1975 . . .	40.115	110.700	9.650	9.875	170.340
Pays exportateurs de pétrole²					
1973	+ 165	+ 4.185	+ 100	+ 45	+ 4.495
1974	+ 55	+ 33.840	+ 1.940	+ 40	+ 35.875
1975	- 50	+ 9.325	+ 2.790	- 50	+ 12.015
Montants à fin 1975 . . .	1.450	59.060	5.130	385	66.025
Ensemble des pays					
1973	+ 4.300	+ 19.860	+ 625	+ 1.195	+ 25.980
1974	+ 580	+ 36.260	+ 3.385	+ 220	+ 40.445
1975	- 1.965	+ 7.575	+ 3.950	- 585	+ 8.975
Montants à fin 1975 . . .	41.565	169.760	14.780	10.260	236.365

¹ Compte tenu des variations de change. ² Y compris, pour le Koweït, les avoirs officiels en devises (estimation).

actifs de réserves est tombée de 63 à 37%. La progression totale des réserves des pays de l'OPEP est, par conséquent, revenue de près de \$36 milliards à \$12 milliards. Le chiffre de 1975 comprend un accroissement de \$2,8 milliards des positions créditrices au FMI qui correspond presque entièrement à des contributions aux facilités pétrolières du Fonds. La majeure partie de l'augmentation de \$9,3 milliards des avoirs en devises des pays de l'OPEP a été placée sur l'euro-marché. Les placements liquides effectués aux Etats-Unis ont marqué une progression de \$4,2 milliards environ, alors que les réserves en livres sterling ont reculé de \$0,3 milliard.

Les gains cumulés de réserves des pays exportateurs de pétrole ont été réalisés, beaucoup plus qu'en 1974, par un petit nombre de pays. A elle seule, l'Arabie Saoudite a été, avec une progression de \$9 milliards, à l'origine de plus des trois quarts du total de l'accroissement. D'autres progressions importantes ont été enregistrées par le Koweït (augmentation estimée à \$2,3 milliards) et le Venezuela (+ \$2,3 milliards). Les gains de

réerves de l'Iran sont tombés, en revanche, de \$7,1 milliards à \$0,3 milliard seulement. Parallèlement, quelques pays exportateurs de pétrole ont enregistré une diminution de leurs réserves: il s'agit notamment de la Libye, dont les avoirs ont été ramenés de \$3,6 milliards à \$2,2 milliards, et de l'Indonésie avec une régression de \$1,5 milliard à \$0,6 milliard.

Les réserves des pays du Groupe des Dix et de la Suisse se sont améliorées de \$0,7 milliard. Si l'on éliminait l'incidence des variations de change, la progression ressortirait à \$3 milliards environ, soit un chiffre assez proche du résultat correspondant de 1974. L'accroissement en 1975 (après ajustement) a pris la forme, à concurrence de \$2 milliards environ, d'un renforcement des positions créditrices au FMI, ce qui reflète le recours massif du Fonds aux monnaies de ces pays, et principalement au deutsche mark, au dollar EU, au florin et au franc français. Le seul pays membre du Groupe des Dix ayant fait un large usage des ressources du Fonds en 1975 a été l'Italie, dont la position débitrice s'est aggravée de \$1,2 milliard. Les réserves des autres pays développés, qui avaient déjà rétrogradé de \$2,4 milliards en 1974, ont accusé l'an dernier une nouvelle baisse qui s'est chiffrée à \$1,9 milliard.

Les réserves des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, qui avaient encore progressé de \$2,5 milliards en 1974, ont fléchi de \$1,9 milliard en 1975. Les baisses les plus importantes concernent le Brésil (-\$1,3 milliard) et l'Argentine (-\$0,9 milliard), alors qu'un certain nombre d'autres pays, en Asie en particulier, ont enregistré des gains de réserves.

Bien que relativement modeste l'an dernier, du moins en comparaison avec d'autres années récentes, la croissance n'en a pas moins porté à plus de \$150 milliards, depuis la fin des années soixante, l'expansion cumulée des réserves globales, telle qu'elle est traditionnellement mesurée. On tire, parfois, de cette évolution les conclusions que la croissance des réserves globales durant les années soixante-dix a été excessive et que le niveau qu'elles ont atteint actuellement constitue une menace inflationniste considérable pour le système monétaire international. La première de ces affirmations contient certainement une part de vérité, en ce sens qu'au début de la décennie, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a été à l'origine d'un accroissement substantiel des réserves. Toutefois, la thèse selon laquelle les réserves globales – ou d'une manière plus générale les liquidités internationales – ont désormais atteint un niveau dangereux demande à être examinée de plus près, et la réponse est loin d'être simple.

Les statistiques sur les réserves officielles fournissent des renseignements utiles sur les opérations de financement extérieur et sur les positions monétaires extérieures de divers pays ou groupes de pays. A elles seules, elles ne peuvent prétendre, toutefois, donner une vue exhaustive des liquidités internationales globales, toute appréciation de leur adéquation devant tenir compte d'un certain nombre d'autres éléments.

L'examen de l'évolution des réserves pendant la première moitié de l'actuelle décennie fait ressortir un aspect important: l'utilisation des réserves d'or, dont le volume ne s'est pas sensiblement modifié, est devenue même plus difficile que dans les années soixante, lorsque le Trésor des Etats-Unis et le FMI étaient encore les acheteurs en dernier ressort – bien qu'à \$35 l'once, il n'y ait pas eu beaucoup de vendeurs. En outre, étant donné les récentes décisions sur l'or prises par le

Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international et les accords conclus au sein du Groupe des Dix au sujet des opérations futures sur or, on peut difficilement affirmer qu'il existe encore une base de référence permettant d'estimer ne serait-ce que la valeur d'encaisse de cette composante des réserves.

En ce qui concerne les éléments de réserve qui se sont accrus depuis la fin des années soixante, c'est-à-dire principalement les avoirs officiels en devises, il convient de rappeler que les avoirs bruts ont nécessairement une contrepartie, sous forme d'engagements extérieurs, dans une autre partie du système pris dans son ensemble. Dans une assez large mesure la question peut être sans grande importance, si les engagements constituant cette contrepartie ont été contractés par le pays dont la monnaie de réserve est au centre du système; mais il n'en va pas de même si, comme ce fut le cas depuis la fin de 1973, la contrepartie des énormes gains de réserves réalisés par un groupe relativement restreint de pays a été un accroissement rapide de l'endettement extérieur de la majeure partie du reste du monde, à l'exception des Etats-Unis.

Une autre raison qui incite à la prudence dans l'interprétation des statistiques réside dans la répartition des réserves par pays. En dépit de la croissance extrêmement rapide depuis 1969 du total général, il est relativement peu de pays dont la situation actuelle, en matière de liquidités internationales, puisse être considérée comme réellement confortable. Il s'agit, essentiellement, de pays de l'OPEP (mais pas de tous, tant s'en faut) et de quelques pays industriels, l'Allemagne et la Suisse principalement.

A côté des réserves et des facilités de crédit, une autre composante de la liquidité internationale est la position extérieure nette des banques privées. Là aussi, les avoirs d'un pays correspondent nécessairement à des engagements d'un autre; or, les prêts bancaires internationaux de ces deux ou trois dernières années ont été destinés, pour une large part, à couvrir des besoins de financement de balance des paiements. En outre, dans deux pays seulement, l'Allemagne et la Suisse, le secteur bancaire bénéficie d'une position créditrice nette sur l'étranger réellement forte.

En résumé, il semblerait que la croissance rapide des réserves globales observée depuis 1970 a eu principalement son origine dans la très large utilisation des facilités internationales de crédit (jusqu'à complet épuisement parfois). Aussi, du point de vue statistique, la croissance des liquidités internationales, mesurées par les réserves globales, s'est-elle accompagnée d'une détérioration de la position de liquidité extérieure nette de nombreux pays. En effet, l'argument, fondé sur les statistiques des réserves globales, suivant lequel il existe désormais dans le système un excédent de liquidité potentiellement inflationniste et dont l'incidence se fera de plus en plus sentir au fur et à mesure que la reprise économique se consolidera dans le monde, revient presque à dire que l'Allemagne, la Suisse, l'Arabie Saoudite et le Koweït s'approprient à dépenser la plus grande partie de leurs importants avoirs en devises, en augmentant leurs importations nettes de biens et de services.

On aurait tort toutefois de tirer de cette analyse la conclusion opposée, à savoir que les liquidités internationales se raréfient. Au cours des deux dernières années, on a assisté à une remarquable expansion des prêts bancaires et, à un degré moindre, de l'aide officielle à un certain nombre de pays, dont la position extérieure *nette* s'est fortement

dégradée ou même est devenue négative, sans parler de ceux pour lesquels on ne dispose pas de renseignements complets en la matière. En outre, il est pratiquement impossible de se hasarder à des pronostics sur le désir et l'aptitude du système bancaire à poursuivre ces politiques. Etant donné cependant le dynamisme du système bancaire international et des marchés des capitaux, on est tenté de penser que les pays dont l'expérience a montré qu'ils honoraient leurs engagements pourront compter sur un accroissement des prêts. Que cela soit souhaitable ou non est une autre question; mais la conclusion est qu'un certain nombre de pays pourront se montrer capables de continuer à l'avenir de financer de cette façon leur déficit, en dépit de la fragilité de leur position extérieure nette.

En fin de compte, une certaine dose d'agnosticisme paraît s'imposer. Etant donné sa répartition, le total actuel des réserves officielles ne semble pas constituer une menace inflationniste; d'un autre côté, les possibilités d'accroissement ultérieur des réserves par le biais d'opérations de crédit peuvent revêtir des proportions considérables.

Production d'or et marché de l'or

En 1975, la production d'or dans le monde (à l'exclusion de celle de l'URSS, des autres pays de l'Europe de l'Est, de la Chine continentale et de la Corée du Nord) a subi une nouvelle contraction se chiffrant à 65 tonnes, pour se situer à 930 tonnes; la baisse cumulée depuis 1970, année de production record, s'établit ainsi à 27%.

Le fléchissement de la production du monde occidental l'an dernier s'explique à raison des trois quarts par le recul de 758 à 708 tonnes de la production de l'Afrique du Sud. Le volume de minerai traité a diminué de 0,7% et sa teneur moyenne en or a

Production d'or dans le monde

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1972	1973	1974	1975
en tonnes métriques									
Afrique du Sud	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	909,6	855,2	758,5	708,1
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	64,7	60,8	52,8	50,4
Etats-Unis	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	45,1	36,2	35,0	32,1
Rhodésie	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	15,6	20,0	20,0
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	22,5	22,5	20,0	18,2
Philippines	5,1	34,9	—	14,9	18,7	18,9	17,8	16,6	15,8
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	23,5	17,2	16,2	15,0
Colombie	4,3	19,7	13,8	13,6	6,3	5,8	5,6	8,3	10,5
Japon	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	7,6	6,7	6,2	6,0
Mexique	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,5	4,1	4,2	4,2
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,4	4,2	4,0	3,0
Total	529,0	970,6	607,5	692,2	1.231,1	1.122,2	1.045,9	941,8	883,3
Autres pays	41,5	194,4	59,0	62,0	36,4	45,0	48,2	51,6	44,5
Production mondiale (estimation)*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	1.167,2	1.094,1	993,4	927,8

* Non compris l'URSS, l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord.

baissé de 6,1% par rapport à 1974. Cette dernière réduction a porté à 30% la diminution globale de la teneur moyenne en or du minerai traité depuis 1971, année qui a précédé celle où les cours de l'or ont commencé à monter fortement; durant cette même période de quatre années, les coûts moyens d'exploitation des mines par tonne de minerai traité ont plus que doublé, essentiellement par suite du quadruplement des salaires. En 1972-74, la hausse du prix moyen payé à l'industrie minière a permis à celle-ci d'exploiter des gisements d'or à plus faible teneur et à consentir d'importants relèvements des rémunérations, tout en multipliant par plus de six ses bénéfices moyens par once d'or extrait. L'an dernier, toutefois, sous l'effet du fléchissement persistant de la teneur du minerai traité, d'une nouvelle hausse de 27% des coûts moyens d'exploitation et de l'affaiblissement du marché de l'or — en dollars, le prix moyen payé à l'industrie minière a diminué de 2% environ — les bénéfices moyens de l'industrie se sont réduits de 11% en dépit de la dévaluation de 18% du rand en septembre.

Mis à part le recul de la production du monde occidental, l'approvisionnement du marché en or neuf a été à peu près le même qu'en 1974. Les cessions d'or par les pays communistes se sont élevées à un montant estimé à 150 tonnes; en outre, les réserves métalliques des pays occidentaux ont fléchi, au total, de 50 tonnes: les principaux éléments de cette variation ont été les ventes effectuées sur le marché par le Trésor des Etats-Unis, à raison de 39 tonnes, et un prélèvement de 16 tonnes sur les réserves de l'Afrique du Sud. Aussi le volume total de métal jaune disponible pour satisfaire la demande non monétaire peut-il être évalué à 1.130 tonnes, soit près de 4% de moins qu'en 1974.

La régression de l'offre de métal frais intervenue l'an dernier a toutefois été compensée et au-delà par la baisse notable de la demande de placements à des fins non monétaires. Il en est résulté une chute du cours de l'or, pendant l'année, de \$186,50 à \$140,25 l'once, soit de 25%. Ce mouvement a été en partie le contrecoup de la vive recrudescence de la demande qui avait provoqué presque un quintuplement des cours, à près de \$200 l'once, des cours entre la fin de 1971 et la fin de 1974. De plus, l'atténuation des tensions inflationnistes et le raffermissement de certains marchés boursiers ont réduit l'attrait des placements en or. Enfin et surtout, le fléchissement de la demande de métal jaune à des fins non monétaires a résulté de l'accord sur le futur rôle monétaire de l'or, conclu en août 1975 lors de la réunion du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international. Cet accord a prévu, entre autres, de supprimer le prix officiel de l'or, de ne pas accroître le stock global d'or du FMI et des pays du Groupe des Dix, de restituer un sixième des réserves métalliques du Fonds aux pays membres et de vendre un autre sixième au profit des pays en voie de développement. Considéré dans son ensemble, l'accord d'août 1975 a été interprété par le marché comme barrant effectivement la route à toute tentative de rendre à l'or une place importante dans le système monétaire international et, par conséquent, comme supprimant toute possibilité de voir fixer, dans un avenir prévisible, un nouveau prix officiel à un niveau plus élevé. Si ces décisions ont eu une incidence profonde sur la demande de métal aux fins de placement, en revanche, la baisse des cours a suscité, pendant l'année, une certaine reprise de la demande de caractère industriel, dont le niveau s'était déprimé sous l'effet de la hausse des cours en 1972-74.

Origine et utilisation de l'or (estimation)

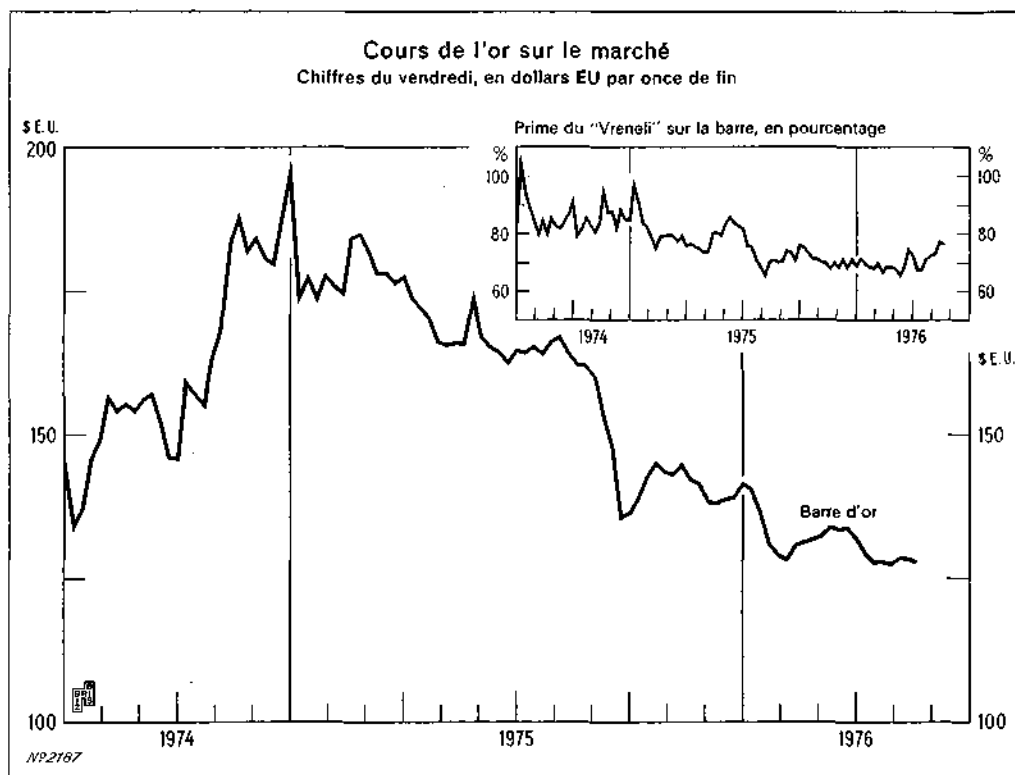
Rubriques	1971	1972	1973	1974	1975
	en tonnes métriques				
Production	1.230	1.165	1.095	995	930
Ventes des pays communistes (estimation)	90	200	330	150	150
Total	1.320	1.365	1.425	1.145	1.080
Variation des encaisses officielles des pays occidentaux	— 100	90	— 40	— 30	— 50
Ventes sur le marché libre*	1.420	1.275	1.465	1.175	1.130

* Chiffres résiduels.

En ce qui concerne l'évolution du marché de l'or, le cours au «fixing» avait atteint un record absolu de \$197,50 le 30 décembre 1974, juste avant la légalisation de la détention d'or par les particuliers aux Etats-Unis et la première mise en adjudication de métal jaune détenu par le Trésor américain. La demande des résidents de ce pays a été en fait très modeste, puisqu'à l'adjudication du 6 janvier 1975, sur les 62 tonnes offertes, 23 seulement ont été effectivement vendues, à des prix s'échelonnant entre \$153 et \$185 l'once. Le cours de l'or sur le marché est ensuite redescendu au niveau de \$175 l'once. Par suite de rumeurs non fondées relatives à des interventions de soutien des banques centrales sur le marché, la cote est montée à \$185 l'once lors d'une séance de février, mais la demande s'est remise à fléchir rapidement et, à la mi-avril, le cours était tombé à \$165 l'once. Hormis une hausse de courte durée à la fin mai, qui a porté le cours à un peu plus de \$170 l'once, celui-ci s'est ensuite maintenu à l'intérieur d'une fourchette de \$160-170 jusqu'au 29 août, date à laquelle il est descendu, pour la première fois depuis octobre 1974, à moins de \$160. Pendant cette période, le Trésor des Etats-Unis a procédé, le 30 juin, à une seconde adjudication au cours de laquelle 16 tonnes d'or ont été cédées au prix de \$165 l'once.

Vint ensuite l'accord du 31 août du Comité intérimaire à Washington, dont les effets ont été aggravés par la crainte de ventes d'or de l'URSS liées au financement des importations de céréales (ces opérations n'ont d'ailleurs pas revêtu une grande ampleur). En moins d'un mois, le cours de l'or a donc fait une chute de plus de \$30 l'once, pour atteindre un creux de \$128,75 le 23 septembre. Comme l'Afrique du Sud s'abstenait de livrer une partie de sa production courante sur le marché, les cotations se sont redressées à plus de \$140 l'once à la fin du mois, et pendant le restant de l'année, elles n'ont varié que de quelques dollars de part et d'autre de ce chiffre.

A la suite de la réunion du Comité intérimaire à la Jamaïque pendant la deuxième semaine de 1976, qui entérinait le projet de vente d'or du FMI, le marché enregistrait, le 22 janvier, un nouvel effritement des cours à \$124 l'once; il s'ensuivit une modeste reprise et à la mi-mars la cote se tenait aux alentours de \$134 l'once. Le marché de l'or n'a pas été touché par les remous survenus sur les marchés des changes européens,



et, en raison de la menace persistante de cessions d'or par le FMI, les cours sont redescendus à \$128 l'once en avril.

Le 6 mai 1976, le FMI a fait connaître les grandes lignes de sa politique en matière d'or ainsi que les modalités pratiques de la mise en adjudication d'un sixième (environ 778 tonnes) de son encaisse, sur une période de quatre ans, au profit des pays en voie de développement. Il sera procédé, pendant les deux premières années, à seize adjudications, c'est-à-dire approximativement une toutes les six semaines, chacune d'elle portant sur 24.260 kilogrammes d'or. En attendant la mise en vigueur du projet du deuxième amendement aux statuts du Fonds, aucune offre ne pourra être faite, à un prix incompatible avec lesdits statuts, par les autorités gouvernementales ou monétaires d'un pays membre du Fonds ou par un mandataire agissant pour le compte de ces autorités, la Banque des Règlements Internationaux étant toutefois autorisée à soumissionner. Le Fonds se réserve le droit de rejeter tout ou partie des offres. Pour la première de ces adjudications fixée au 2 juin, c'est la méthode ordinaire de fixation des prix qui est utilisée: l'or est adjugé au même prix à tous les soumissionnaires retenus, ce prix étant égal ou supérieur au plus bas prix accepté par le Fonds.

L'annonce n'a guère provoqué une forte réaction sur le marché de Londres, l'or ayant été traité le 7 mai, à la séance officielle du matin, à \$128,15, soit près d'un dollar au-dessus du niveau de la veille. A la fin du mois, toutefois, le prix avait fléchi à \$125 environ.

Le système monétaire international

Au cours de sa réunion de janvier 1976, à la Jamaïque, le Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international a mis la dernière main à un accord portant sur un vaste ensemble de questions: sixième révision générale des quotes-parts des pays membres et relèvement temporaire de leurs droits de tirage, mesures d'aide aux pays en voie de développement, problèmes d'organisation et de fonctionnement du FMI et, surtout, certaines règles fondamentales du système monétaire. Nombre de ces décisions impliquent une modification des statuts du FMI, de sorte qu'un amendement d'ensemble a été soumis aux pays membres pour ratification par leurs parlements respectifs.

En ce qui concerne les quotes-parts, il avait été convenu dès le début de 1975 que leur montant total serait relevé de 32½% pour atteindre DTS 39 milliards, la part des principaux pays exportateurs de pétrole étant portée de 5 à 10% et celle de l'ensemble des autres pays en voie de développement maintenue aux environs de 22%. Cette disposition a entraîné une contraction de 72 à 68% de la part du groupe des pays développés, les principaux pays concernés étant les Etats-Unis et le Royaume-Uni, dont les parts respectives sont revenues de 22,9 à 21,5% et de 9,6 à 7,5% du total des quotes-parts. On prévoit également que toutes les monnaies des pays membres pourront être utilisées dans les tirages sur le Fonds. En attendant que les nouvelles quotes-parts entrent en vigueur, le montant de chacune des tranches de crédit à l'intérieur des quotes-parts actuelles des divers pays sera relevé de 45%.

Quant aux mesures destinées à venir en aide aux pays en voie de développement, elles sont de trois ordres. En premier lieu, un Fonds de bonification a été créé en août 1975 pour aider les pays les plus gravement touchés par la situation actuelle à supporter la charge d'intérêt des tirages effectués dans le cadre du mécanisme pétrolier du Fonds. Par ailleurs, il a été décidé de libéraliser le recours aux facilités du Fonds consenties dans le cadre du financement compensatoire des variations des recettes d'exportation. Les tirages au titre de ces facilités peuvent désormais atteindre jusqu'à 75% de la quote-part d'un pays membre, au lieu de 50% précédemment, et l'encours maximum des tirages nets pour toute période de douze mois est porté de 25 à 50% de la quote-part. Enfin, un sixième du stock d'or du Fonds, c'est-à-dire 25 millions d'onces, devra être vendu à des prix dérivés du marché, et les plus-values réalisées sur le prix officiel seront utilisées au profit des pays en voie de développement. Une partie de ces plus-values équivalant à la part des pays en voie de développement dans le total des quotes-parts du Fonds sera remise directement à ces pays et le reliquat sera utilisé pour fournir une aide de balance des paiements, à des conditions de faveur, aux pays en voie de développement à faible revenu par habitant. Ce financement à conditions privilégiées s'effectuera par le canal d'un Fonds fiduciaire géré par le FMI.

Quant aux projets de modification des règles de fonctionnement du système monétaire, il convient, pour examiner les récentes décisions avec tout le recul nécessaire, de les replacer dans le contexte du vaste processus de réforme du système monétaire international qui se poursuit depuis la fin de 1963. A cette époque, les discussions officielles furent ouvertes par les Ministres des Finances du Groupe des Dix, lesquels avaient donné pour instruction à leurs suppléants «d'entreprendre un examen approfondi des perspectives de fonctionnement du système monétaire international et

de ses besoins futurs probables en liquidités». Deux sujets avaient toutefois été exclus de cet examen: le prix officiel de l'or et le flottement des taux de change. En d'autres termes, on considérait que le système monétaire international continuerait de reposer sur des taux de change fixes et que le prix de l'or monétaire demeurerait fixé à \$35 l'once. On peut attribuer une grande partie des déceptions des douze années suivantes à la contradiction fondamentale qu'il y avait à tenter une réforme tout en excluant, a priori, le moindre débat sur le prix de l'or ou sur le régime des taux de change.

En 1963, deux points de vue s'affrontaient quant à la nature du principal problème que devait résoudre le système. Selon le premier, qui était explicitement formulé dans le mandat confié par les Ministres du Groupe des Dix à leurs suppléants, il s'agissait de la question de la croissance des réserves qui risquait d'être insuffisante. En d'autres termes, en raison de la pénurie croissante d'or monétaire et du refus de prendre en considération une majoration quelconque de son prix, les réserves en dollars ne pouvaient plus continuer à s'accroître à leur rythme antérieur; il fallait donc trouver les moyens d'assurer une croissance appropriée du volume global des réserves autrement que par ces deux catégories d'actifs. L'autre point de vue, s'appuyant sur la persistance du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, était que le système pâtissait essentiellement de l'absence de ce qu'on connut bientôt sous le nom de «processus d'ajustement» et, en particulier, de l'incapacité des Etats-Unis à ajuster leur équilibre extérieur. Les deux problèmes étaient bien sûr liés, étant donné que ce pays ne pouvait améliorer fondamentalement sa balance des paiements sans modifier le prix en dollars de l'or.

Pendant la dernière partie des années soixante, c'est la première thèse qui l'a progressivement emporté: elle a débouché sur la création des DTS en 1969 et sur la distribution ultérieure de \$9,5 milliards de DTS aux membres du Fonds pendant les années 1970 à 1972. Conçu comme actif supplémentaire de réserve, mais, en réalité, de nature assez hybride, le DTS a été introduit juste au moment où les réserves globales se sont mises à croître à un rythme sans précédent. Au cours des deux premières années de son existence, principalement sous l'effet d'un énorme gonflement du déficit des paiements américains, les réserves de change se sont accrues de \$49 milliards, chiffre égal à plus de 60% de l'ensemble des réserves de toutes catégories existant à la fin de 1969 et correspondant à huit fois le montant des attributions de DTS en 1971-72. La progression vertigineuse des réserves en dollars conduisit les autorités américaines à suspendre la convertibilité de leur monnaie en août 1971. Quelques semaines plus tard, la deuxième phase des discussions sur la réforme monétaire était engagée, le Conseil des gouverneurs du Fonds ayant invité les administrateurs à faire un rapport sur «les mesures nécessaires ou souhaitables pour améliorer ou réformer le système monétaire international». En juillet 1972, la tâche de formuler et d'entreprendre des négociations sur des propositions de réforme fut confiée au Comité des Vingt qui venait d'être créé.

Le Comité s'était à peine mis au travail qu'en mars 1973 toutes les autres grandes monnaies se mirent à flotter par rapport au dollar. Faisant contre mauvaise fortune bon cœur, le Comité déclara immédiatement que «dans le nouveau système, le régime des taux de change devrait rester fondé sur des parités stables, mais ajustables» tout en ajoutant que «les taux flottants pouvaient cependant constituer un procédé utile

dans des situations particulières». Autrement dit, le but de la réforme restait la création d'un nouveau système de parités.

Indépendamment de l'idée nouvelle suivant laquelle la réforme du système devait permettre une intensification des flux de ressources réelles vers les pays en voie de développement, les principales propositions soumises au Comité ont fait apparaître un changement d'orientation considérable depuis le début des discussions et ont principalement porté, d'une manière ou d'une autre, sur l'amélioration du processus d'ajustement. Or, à peine le Comité venait-il de soumettre aux ministres l'esquisse d'un projet de réforme — esquisse qui posait d'ailleurs autant de questions qu'elle apportait de réponses — que le prix du pétrole montait en flèche, ne laissant pratiquement d'autre solution que le maintien du flottement pour une durée indéfinie. Le Comité ajourna sine die la tentative d'obtenir un accord sur une réforme du système. Il présenta, en lieu et place, une version révisée de son projet de réforme, dans laquelle il exposait ses idées sur l'évolution probable du système. Il proposa qu'entre-temps le Fonds et ses membres s'efforcent, dans la mesure du possible, de poursuivre les objectifs et d'appliquer les principes contenus dans l'avant-projet. Il préconisa également la constitution d'un Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international qui remplirait un rôle de conseiller dans la gestion et l'adaptation du système monétaire, l'étude des propositions d'amendement des statuts formulées par les administrateurs du Fonds et l'attitude à adopter en cas de perturbations soudaines susceptibles de menacer le système. C'est ainsi qu'en septembre 1974 le Comité intérimaire fut chargé d'examiner les possibilités de poursuivre l'œuvre inachevée du Comité des Vingt.

Les travaux effectués dans ce domaine par le Comité intérimaire ont porté sur trois points principaux, tous issus de l'avant-projet de réforme élaboré par le Comité des Vingt: le système des taux de change, la réduction du rôle monétaire de l'or et les modalités de réalisation de l'objectif tendant à faire du DTS le principal instrument de réserve du système. En fait, si le Comité intérimaire a repris des points qui avaient fait précédemment l'objet de discussions approfondies, les conclusions auxquelles il est parvenu ont été très différentes sur des aspects importants.

En particulier, sur la question fondamentale du futur système de taux de change, les discussions au sein du Comité intérimaire ont été marquées par la disparition du consensus antérieur sur la nécessité de mettre en place, dans le nouveau système, des parités plus souples. Certes, au début de ses travaux, en janvier 1975, le Comité avait invité les administrateurs à préparer un amendement à l'article IV des statuts du Fonds, destiné à entériner l'accord du Comité des Vingt sur des parités stables mais ajustables, le flottement étant autorisé dans des situations particulières. Cette formule consacrée jusqu'alors fut cependant bientôt remise en question par la thèse selon laquelle la politique d'un pays en matière de taux de change est plus importante que son régime de taux de change. En d'autres termes, des taux de change flottants peuvent être tout aussi valables que des parités comme moyen pour un pays de satisfaire à ses obligations en matière de taux de change en tant que membre du Fonds.

Le gouvernement américain, en particulier, s'est fait l'ardent défenseur de cette thèse. Le gouvernement français, en revanche, a considéré que la solution préconisée

par le Comité des Vingt en matière de réforme du système de taux de change était trop libérale et que le flottement des taux de change ne devait être toléré que dans des circonstances exceptionnelles. La plupart des autres grands pays avaient adopté une position intermédiaire. Ayant pleinement conscience qu'il était impossible de revenir, dans un avenir prévisible, à la fixité des taux de change, ils manifestaient quelque réticence à l'abandonner en tant qu'objectif à plus long terme, ou norme, du système.

Finalement, la question a été tranchée en novembre 1975 à Rambouillet lors de la réunion des chefs de gouvernement des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et du Japon, quand les deux principaux protagonistes, les Etats-Unis et la France, se mirent d'accord sur un projet de modification du texte de l'article IV qui, après quelques changements relativement mineurs, fut ensuite accepté par les autres membres du FMI. D'après le nouvel article IV, les pays pourront notifier au Fonds toutes dispositions qu'ils entendent appliquer en matière de taux de change — fixes ou flottants — à l'exception de tout système de parités rattaché à l'or ou à une monnaie. En outre, il stipule que le Fonds peut, par une décision prise à la majorité de 85%, «recommander des dispositions générales en matière de change» ou décider que la situation «permet la mise en place d'un système généralisé de dispositions de change reposant sur des parités stables, mais ajustables». En aucun cas, toutefois, le Fonds ne peut limiter le droit d'un pays à pratiquer le régime de change de son choix.

A la place de la précédente obligation d'assurer le maintien des parités, sauf en cas de déséquilibre structurel, le nouveau texte fixe ce qu'on a appelé les «obligations concernant les dispositions en matière de change». Aux termes de celles-ci, les pays s'engageront à collaborer avec le Fonds et avec les autres pays membres pour «assurer le maintien de dispositions de change ordonnées et promouvoir un système stable de taux de change». Les moyens prévus à cet effet sont, pour la plupart, d'ordre très général; ils consistent, par exemple, à poursuivre la croissance économique tout en assurant une stabilité raisonnable des prix et à éviter toute manipulation des taux de change.

De même que les obligations des pays, les responsabilités du Fonds dans ce domaine sont aussi de caractère assez général: «contrôler» le système monétaire afin d'en assurer un fonctionnement efficace tout en vérifiant que les pays membres remplissent leurs obligations, exercer une «surveillance ferme» sur les politiques de change et «adopter des principes spécifiques pour guider les membres en ce qui concerne ces politiques».

Les nouveaux arrangements de change du FMI seront, sous l'angle de leur conception, l'opposé des anciens. Dans le système de Bretton Woods, le taux de change était un point fixe destiné à assurer la stabilité interne par le biais d'une discipline de la balance des paiements. Dans le nouveau schéma, c'est l'économie intérieure qui doit conférer la stabilité à la balance des paiements, aucune aide exogène n'étant attendue du taux de change. On peut formuler autrement la philosophie de ce nouveau système en disant que les autorités ne s'opposeront pas au libre jeu des principales forces du marché. En ce qui concerne les forces auxquelles elles résisteront,

les participants à la réunion de Rambouillet sont convenus que leurs autorités monétaires agiraient pour «contrecarrer le désordre des marchés, ou les fluctuations erratiques des taux de change». Les contacts téléphoniques quotidiens entre les membres du «serpent» sur la situation du marché et les interventions à effectuer ont été élargis pour y inclure les Etats-Unis, ainsi que le Canada, le Japon et la Suisse; des consultations périodiques ont en outre été prévues tant entre les Ministres des Finances de ces pays qu'entre leurs suppléants. Pour le reste, l'appréciation du désordre sur le marché ou de mouvements erratiques des taux de change, ainsi que toute décision d'intervention ou adoption d'autres mesures correctives sont laissées à chaque pays. De tels jugements sont souvent entachés d'incertitude et, en tout cas, les Etats-Unis n'ont pas caché que l'accord n'entraîne aucun changement fondamental de leur politique d'intervention limitée. Autrement dit, pour les Etats-Unis, les forces fondamentales du marché comprennent un éventail de facteurs beaucoup plus large – notamment les mouvements de capitaux – que pour de nombreux pays européens pour lesquels le terme «structurel» s'applique avant tout à la balance des opérations courantes.

L'accord sur l'or auquel le Comité est parvenu signifie certainement que le métal jaune sera éliminé progressivement du système monétaire officiel, c'est-à-dire du Fonds monétaire international. Le prix officiel de l'or sera aboli et l'or cessera d'être le dénominateur commun servant à définir les parités; toutes les obligations actuelles d'utiliser l'or dans les transactions avec le Fonds (par exemple, pour le règlement des souscriptions de la «tranche-or») seront supprimées. Sauf s'il en décide autrement à une majorité de 85%, le Fonds ne sera plus autorisé à accepter de l'or en échange de devises, par exemple en remboursement de tirages effectués par les membres. Un tiers de son stock d'or, c'est-à-dire 50 millions d'onces, sera vendu pour moitié – comme il l'a été dit plus haut – à des prix dérivés de ceux du marché au profit des pays en voie de développement; l'autre moitié sera cédée à \$35 l'once à tous les membres au prorata de leurs quotes-parts. Dans ses transactions sur or, le Fonds devra éviter de peser sur le prix, ou d'établir un prix fixe sur le marché de l'or. En outre, il est prévu d'autoriser le Fonds, à la majorité de 85%, à se dessaisir d'une partie ou même de la totalité du reliquat de son or.

L'abolition du prix officiel du métal jaune signifie qu'en théorie les membres du Fonds seront libres d'effectuer des opérations sur or avec le partenaire de leur choix et à un prix quelconque. De plus, leur encaisse métallique se trouvera renforcée par suite de la cession d'une partie de l'or du FMI. Toutefois, les pays du Groupe des Dix – qui détiennent au total 73% des réserves d'or mondiales – ont conclu des arrangements restreignant effectivement cette liberté, au moins pendant une période initiale de deux ans. En premier lieu, ils ne devront prendre aucune mesure pour stabiliser le prix de l'or et, en second lieu, leur stock total d'or, augmenté de celui que détient le FMI, ne devra pas dépasser le niveau de fin août 1975. Ces arrangements, auxquels d'autres membres du Fonds auront la possibilité de souscrire, signifient que l'utilisation de l'or en dehors du FMI sera limitée.

Le troisième volet de la «réforme» concerne les mesures destinées à développer l'utilisation des DTS et à en faire le pivot du système. Les DTS doivent, tout d'abord devenir l'unité de compte officielle du système, par rapport à laquelle les parités (si tant est qu'on en fixe) seront exprimées. En outre, certaines modifications devront être apportées aux règles de fonctionnement des facilités en DTS. Les membres du

Fonds n'auront plus à faire état de « besoins en matière de balance de paiements » pour utiliser les DTS; leurs emplois possibles dans les opérations et transactions au sein du Fonds seront élargis, par exemple au règlement des souscriptions de la « tranche-or ». Toutefois, les limites au-delà desquelles les pays ne sont pas tenus de les accepter demeurent en vigueur, de même que les modalités de reconstitution partielle des soldes après utilisation — ces dernières pourront désormais être modifiées par une décision prise à la majorité de 70%. Fait plus important, le DTS est actuellement une composante mineure des réserves. Il n'est pas prévu, pour le moment, d'attribution ultérieure; le renforcement des réserves continuera, comme par le passé, de porter essentiellement sur les devises.

En théorie, comme dans la pratique, les différences entre le système de Bretton Woods et le nouvel arrangement sont plus complexes qu'on ne veut bien parfois l'admettre. C'est particulièrement vrai pour le régime des taux de change, en vertu duquel les pays auront la possibilité de choisir entre un taux de change fixe ou flottant; autrement dit, le flottement n'est qu'une possibilité. En ce qui concerne la pratique actuelle, le système existant est loin de consister seulement en un ensemble de taux de change flottant indépendamment les uns des autres. En effet, depuis mars 1973, la grande majorité des membres du Fonds ont continué de lier leurs monnaies d'une façon ou de l'autre. C'est ainsi qu'actuellement cinquante-trois monnaies sont rattachées au dollar EU, treize au franc français et cinq à la livre sterling. Au surplus, six monnaies européennes font partie du bloc de flottement concerté vis-à-vis du dollar et maintiennent une marge de 2¼% de part et d'autre des taux de change fixés pour chacune de ces monnaies par rapport aux autres. Enfin, douze membres du Fonds expriment le taux de change de leur monnaie en termes de DTS. Le système actuel est, en fait, essentiellement un système de blocs de flottement avec, en outre, quelques grandes monnaies flottant de façon autonome.

Pour certains, l'issue des travaux du Comité intérimaire a eu une importance comparable à celle de l'accord de Bretton Woods et elle doit inaugurer une nouvelle ère politique et monétaire. Pour sa part, le Directeur Général du FMI a décrit la proposition d'amendement comme « une mise à jour complète des statuts dans la situation actuelle ». En d'autres termes, c'est le Fonds qui s'est adapté au monde et non pas le contraire; pour parler plus franchement encore, les conférences de Washington, Rambouillet et de la Jamaïque ne devraient guère modifier le fonctionnement du système monétaire international.

VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

1. Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales

La Banque a de nouveau joué, au cours de l'exercice écoulé, un rôle actif de promoteur de la coopération entre les banques centrales. En plus des réunions régulières des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix et de la Suisse et des séances du Conseil d'administration, elle a organisé des rencontres périodiques de représentants de banques centrales. Ces dernières réunions ont été consacrées à l'examen de questions telles que l'évolution des marchés de l'or, des changes et des euro-monnaies, ainsi qu'à l'étude et à l'échange de renseignements portant sur d'autres problèmes économiques, monétaires, techniques et juridiques intéressant ces institutions.

La Banque a continué de participer, en qualité d'observateur, aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international chargé d'étudier la réforme du système monétaire international. A la suite de la réunion tenue par le Comité le 31 août 1975 à Washington, la Banque a accepté d'exercer les fonctions d'agent d'enregistrement en liaison avec les arrangements conclus entre les pays du Groupe des Dix au sujet de leurs futures transactions sur or.

La Banque a également continué d'assurer le secrétariat du Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et du Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire ainsi que de leurs sous-comités et groupes d'experts. Ces derniers comprennent notamment le Comité des suppléants des gouverneurs, qui prépare systématiquement les séances des gouverneurs; un groupe spécialisé en matière de marchés des changes, de politiques d'intervention sur ces marchés et de crédits communautaires (système de change de la Communauté, emprunts communautaires, etc.); un groupe chargé d'examiner périodiquement la situation monétaire dans les Etats membres ainsi que les problèmes soulevés par la coordination des politiques monétaires nationales; un groupe sur l'harmonisation des instruments de la politique monétaire utilisés par les Etats membres (ce groupe est commun au Comité monétaire de la CEE et au Comité des gouverneurs); un groupe chargé d'établir le statut du futur personnel du Fonds européen de coopération monétaire, qui a fini récemment ses travaux; un comité ad hoc qui a étudié depuis l'été 1975 les problèmes posés par les projets de loi américains concernant l'activité des banques étrangères aux Etats-Unis.

Ces comités et groupes ont tenu en 1975-76, le plus souvent à Bâle, de nombreuses réunions, sur une base régulière ou ad hoc, en vue généralement de préparer les délibérations des gouverneurs. Ces derniers ont été amenés en effet à prendre diverses décisions ou à élaborer des rapports et des avis destinés aux Ministres des Finances des pays de la CEE ou à des autorités monétaires extérieures à la Communauté, concernant en particulier le système de change de la Communauté (fonctionnement, adaptation, association éventuelle de nouveaux pays tiers, renforcement et extension géographique de la concertation entre les banques centrales en matière

de politiques d'intervention), l'exécution des opérations financières liées aux emprunts communautaires, la coordination dans le domaine du contrôle des banques, les conséquences pour les banques européennes établies aux Etats-Unis des projets de loi avancés dans ce pays.

La Banque a aussi poursuivi son rôle de secrétariat du Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires institué par les gouverneurs du Groupe des Dix en décembre 1974. Par ailleurs, la Banque a continué d'assumer les fonctions qui lui ont été confiées en août 1964 par les ministres des pays du Groupe des Dix, et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres du Groupe, ainsi qu'au Groupe de Travail No 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données statistiques relatives au financement des excédents et des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix. Elle a également poursuivi la collecte, le contrôle et la diffusion de données statistiques sur le marché des euro-monnaies et a continué d'être associée à d'autres travaux effectués par le Groupe des Dix et par l'OCDE.

Enfin, la Banque assure toujours le secrétariat des experts informaticiens des banques centrales du Groupe des Dix, qui se sont réunis tant à la BRI qu'auprès de diverses banques centrales en vue d'échanger des idées et des informations sur l'emploi et la mise au point du matériel et du logiciel informatiques. Elle continue aussi de leur prêter son concours dans ce domaine et d'autres qui lui sont connexes. Les experts ont suivi de près l'évolution intervenue en ce qui concerne les mécanismes de paiements internationaux, ainsi que les travaux effectués sur les normes y relatives dans le cadre de l'Organisation internationale de normalisation. Ils ont accordé une attention particulière aux systèmes électroniques de messages et de paiements de caractère financier, sous le double aspect de leur sécurité et de leur fiabilité. Leurs délibérations ont été étendues à l'examen détaillé des conséquences probables, sur la politique générale des banques centrales, des développements susceptibles de se produire dans le domaine des paiements, ainsi qu'à l'étude de questions ayant spécifiquement trait aux ordres de paiement, aux procédures d'authentification des messages, etc. Au cours de l'exercice, des mesures ont été prises pour créer une banque de données informatisée de caractère expérimental, contenant des informations macro-monnaies et macro-économiques qui présentent un intérêt particulier pour les banques centrales. Cette expérience permettra l'échange d'informations à jour entre les banques centrales et la BRI, et fournira, entre autres avantages, la possibilité d'évaluer l'utilité qu'offre un service de ce genre pour la BRI et les banques centrales.

2. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1976, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.*

* Dans le texte ci-après, l'expression «francs» (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indications contraires. Le franc 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 sur la base de 1 \$ EU = 0,736 662 gramme d'or fin, et tous les autres éléments exprimés en monnaies au cours central ou au cours du marché par rapport au dollar EU.

Le total du bilan au 31 mars 1976 s'établit au chiffre le plus élevé jamais atteint de
 contre, au 31 mars 1975,
 il enregistre ainsi une augmentation de
 – soit de 3,5% – qui est nettement inférieure à celle de l'exercice antérieur (10.325 millions et 32,7%).

F 43.425.770.553

F 41.940.402.173

F 1.485.368.380

BRI: Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs	en pourcentage	
1967	8.232	+ 350	+ 4
1968	12.041	+ 3.809	+ 46
1969	14.643	+ 2.602	+ 22
1970	20.699	+ 6.056	+ 41
1971	23.856	+ 3.157	+ 15
1972	29.362	+ 5.506	+ 23
1973	25.250	– 4.112	– 14
1974	31.615	+ 6.365	+ 25
1975	41.940	+ 10.325	+ 33
1976	43.426	+ 1.486	+ 4

Ne sont pas inclus dans le bilan:

- les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les avoirs détenus au titre des fonctions assumées par la Banque dans le cadre d'emprunts internationaux (Tiers convenu, Mandataire ou Trustee, Agent-payeur);
- les avoirs et engagements découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent du Fonds européen de coopération monétaire au titre des opérations d'emprunts communautaires;
- l'or sous dossier conservé par la BRI, qui atteignait 1.160 millions de francs au 31 mars 1976 contre 1.091 millions au 31 mars 1975.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

**BRI: Evolution de la composition des ressources
au cours des dix derniers exercices**

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
1967	151	7.764	317	8.232
1968	170	11.548	323	12.041
1969	200	14.133	310	14.643
1970	463	20.060	176	20.699
1971	539	23.086	231	23.856
1972*	754	28.401	207	29.362
1973*	849	24.179	222	25.250
1974*	967	30.378	270	31.615
1975*	1.122	40.435	383	41.940
1976*	1.253	41.617	556	43.426

*après répartition.

A. Capital, réserves, provisions et passifs divers

a) Capital libéré F 300.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé; de même le capital émis, qui se subdivise en 481.125 actions libérées de 25%.

b) Réserves

1) *Fonds de réserve légale* F 30.070.313

Ce montant est sans changement; il n'a du reste pas varié depuis 1971, année au cours de laquelle il avait déjà atteint 10% du capital actuellement libéré, pourcentage maximum prévu par l'article 51(1) des Statuts.

2) *Fonds de réserve générale*

après répartition du bénéfice net de 1975-76 F 423.847.193
contre 371,4 millions de francs, un transfert de 52,4 millions étant proposé par prélèvement sur le bénéfice en question; le renforcement ainsi envisagé de cette réserve est conforme aux dispositions de l'article 51(3) des Statuts.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes* F 75.175.781

Cette réserve demeure inchangée.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1975-76 F 423.118.200
contre 344,5 millions de francs, l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 78,6 millions.

Après répartition du bénéfice net de 1975-76, les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi à F 952.211.487
contre 821,2 millions de francs en début d'exercice, soit un accroissement de 131 millions; à titre de comparaison, il est rappelé que la progression de ces réserves avait été de 118 millions pour l'exercice 1973-74 et de 155 millions pour l'exercice 1974-75.

c) Le poste «Divers» se monte à F 445.658.395

contre 265,7 millions de francs; cette majoration de 180 millions résulte principalement d'ajustements d'ordre comptable, rendus nécessaires par le fait que divers swaps sur or ont été traités à des prix dérivés de ceux du marché, donc sur une base différente du système de conversions cité in fine à la première page du présent chapitre.

d) Provision pour immeubles F 62.965.885

contre 90,6 millions de francs; cette diminution de 27,6 millions résulte de dépenses encourues se montant à 26,1 millions et d'une différence de change de 1,5 million.

e) Compte de profits et pertes, *avant* répartition

F 178.876.749

montant qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1975-76; ce dernier est en baisse de 3,2 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 182,1 millions et constituait un maximum; la section 6 ci-après donne, pour le bénéfice 1975-76, les détails de la répartition proposée, à laquelle s'appliquent pour la première fois les nouvelles dispositions de l'article 51 des Statuts modifié par décision de l'Assemblée générale extraordinaire du 8 juillet 1975; selon cette répartition, dont il a déjà été fait mention à diverses reprises à propos de l'évolution des réserves, une somme de 47.876.749 francs – contre 27,1 millions pour l'exercice antérieur – sera en particulier prélevée sur le bénéfice, au titre du dividende payable le 1er juillet 1976, à raison de 100 francs suisses par action.

B. Fonds empruntés

Les tableaux ci-après 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		Différences
	1975	1976	
	en millions de francs		
Dépôts des banques centrales	38.861	39.976	+ 1.115
Dépôts des autres déposants	909	1.641	+ 732
Effets	665	—	— 665
Total	40.435	41.617	+ 1.182

Les «Dépôts des banques centrales» enregistrent une augmentation modérée, surtout en valeur relative (2,9%); elle porte essentiellement sur les dollars EU, les engagements en francs suisses et, à un moindre degré, en deutsche marks s'étant au contraire réduits.

Les mouvements qui affectent les deux autres postes se compensent pratiquement:

- d'une part, les «Dépôts des autres déposants» doublent presque en raison principalement de fonds en dollars EU reçus du marché,
- d'autre part, le poste «Effets» disparaît à la suite du non-renouvellement, en janvier et février, du solde des effets qui avaient été émis en francs suisses par la Banque et souscrits par des banques commerciales; ce poste, créé en juin 1963, avait pratiquement figuré sans interruption au bilan depuis lors.

Parmi les catégories précitées de fonds empruntés, la part prépondérante de la première – Dépôts des banques centrales – est cette fois-ci restée à son niveau de début d'exercice (96% de l'ensemble).

B R I: Fonds empruntés d'après leur *nature* et leur *durée*

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Effets		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1975	1976		1975	1976		1975	1976	
	en millions de francs								
A vue	3.079	2.568	— 511	365	692	+ 317	—	—	—
A 3 mois au maximum	481	642	+ 161	29.197	30.233	+ 1.036	665	—	— 665
A plus de 3 mois	9	310	+ 301	6.639	7.182	+ 543	—	—	—
Total	3.569	3.520	— 49	36.201	38.097	+ 1.896	665	—	— 665

Par rapport au total des ressources empruntées, le pourcentage des dépôts en or se réduit à nouveau, mais très faiblement en l'occurrence.

a) Dépôts en or F 3.519.616.019

contre 3.569 millions de francs, soit une baisse de 49 millions; la diminution, du fait de banques centrales, de 511 millions dans les dépôts à vue n'a en effet été que partiellement compensée par des transferts à des comptes à terme.

b) Dépôts en monnaies F 38.096.738.893

contre 36.201 millions de francs, soit une augmentation de 1.896 millions (5,2%); celle-ci se répartit pour un sixième seulement en fonds à vue — dont cependant l'encours double presque — pour le solde en fonds à trois mois au maximum et, dans une moindre mesure, en fonds à plus de trois mois.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)

Le tableau suivant montre la répartition d'après leur *nature* des principaux postes de l'actif:

B R I: Répartition d'après leur *nature* des avoirs à vue et des autres placements

Nature	Exercice clos le 31 mars				Différences
	1975		1976		
	en millions de francs				
Avoirs à vue					
Or	4.122		3.993		— 129
Monnaies	87	4.209	72	4.065	— 15 — 144
Bons du Trésor					
Monnaies		515		289	— 226
Dépôts à terme et avances					
Or	104		49		— 55
Monnaies	31.782	31.886	34.530	34.579	+ 2.748 + 2.693
Titres à terme					
Monnaies		5.143		4.463	— 680
Total					
Or	4.226		4.042		— 184
Monnaies	37.527	41.753	39.354	43.396	+ 1.827 + 1.643

La répartition de ces actifs appelle les commentaires suivants:

- a) Or F 3.992.834.022
 – consistant uniquement en barres d'or – contre 4.122 millions de francs au 31 mars 1975; la réduction modique enregistrée, 129 millions, résulte de l'utilisation, en chiffres nets, de métal dans des swaps traités contre monnaies et du remboursement cité plus haut de dépôts reçus en or; l'effet de ces deux catégories d'opérations a toutefois été atténué du fait de l'échéance de placements faits en or. D'autre part, il convient d'observer que, comme le relève la note 3 complémentaire au bilan, la fraction de l'encaisse-or faisant l'objet d'un nantissement s'établit à 700 millions de francs contre 334 millions en début d'exercice, soit un accroissement de 366 millions.
- b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 71.791.282
 contre 87 millions de francs, soit une diminution de 15 millions.
- c) Bons du Trésor F 289.001.315
 contre 515 millions de francs, d'où une réduction de 226 millions.
- d) Dépôts à terme et avances F 34.578.489.352
 contre 31.886 millions de francs; l'expansion ainsi enregistrée, de 2.693 millions ou 8,4%, est nettement supérieure à l'accroissement du total de l'actif, les autres postes figurant au tableau ci-dessus étant tous en régression.

L'élément exprimé en or revient de 104 millions à 49 millions, la Banque ayant laissé venir à échéance, comme il a été dit plus haut, des placements d'or faits sous forme de dépôts à terme.

La rubrique en monnaies progresse de manière assez sensible, de 31.782 millions à 34.530 millions, soit de 2.748 millions; cette majoration, qui porte essentiellement sur des dollars EU, correspond à des facilités accordées à d'assez nombreuses banques centrales et à des placements additionnels effectués sur divers marchés. Comme du côté du passif, les investissements en francs suisses surtout et en deutsche marks sont en repli.

- e) Titres à terme F 4.463.458.413
 contre 5.143 millions, soit un fléchissement de 680 millions ou 13,2%; celui-ci représente pour l'essentiel la différence entre des échéances de certificats de dépôt bancaires et des achats d'autres effets.

Le tableau ci-après donne la répartition, d'après leur *durée*, des dépôts à terme et avances, ainsi que des titres à terme:

BR1: Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur *durée*

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1975	1976	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	27.546	29.493	+ 1.947
A plus de 3 mois	9.483	9.549	+ 66
Total	37.029	39.042	+ 2.013

Ce tableau fait apparaître que les accroissements dans ces deux types de placement ont été concentrés, en quasi-totalité, sur les périodes à trois mois au maximum.

f) Divers F 30.196.168

contre 187 millions de francs; cette forte régression, de 157 millions, est la conséquence des ajustements d'ordre comptable dont il a été fait mention plus haut à propos du poste «Divers» figurant au passif.

Opérations à terme sur or

Ces opérations, qui figurent à la note 2 complémentaire au bilan, montrent un solde net positif (or à recevoir) de F 174.708.398

contre un solde net, positif également, de 40 millions; cette progression de 135 millions, sensible en valeur relative, est due à la conclusion – déjà citée sous point a) de l'actif – d'opérations nettes de swap or (racheté à terme) contre monnaies.

* * *

3. La Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer les fonctions de Trustee pour les nouvelles obligations émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne, en exécution de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, au titre de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) et de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).

En ce qui concerne l'Emprunt Dawes, toutes les obligations de conversion en circulation sont venues à échéance en octobre 1969 et toutes les obligations de consolidation en circulation sont venues à échéance en octobre 1972. Conformément à l'article 16 de l'Obligation générale de l'Emprunt Dawes, en date du 10 octobre 1924, le Trustee a remboursé au gouvernement allemand tous les montants non encore réclamés à la date du 30 septembre 1975 par les porteurs des obligations de conversion encore existantes et des coupons d'intérêt y relatifs.

Pour l'Emprunt Young, l'exercice 1975-76 a été clos le 1er juin 1976. Les intérêts au titre de l'exercice se montent à l'équivalent d'environ 25,1 millions de francs et ont été dûment versés à la Banque qui les a répartis entre les Agents-payeurs. L'amortissement des obligations de conversion au titre de l'exercice 1975-76 a été assuré en partie par rachat en bourse et en partie par un tirage au sort. Toutes les obligations de consolidation en circulation ont été remboursées le 1er décembre 1972, alors que l'échéance finale des obligations de conversion est fixée au 1er juin 1980.

Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)
Obligations de conversion

Tranche	Monnaie	Valeur d'amortissement*			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde après amortissement
			1958-59 à 1974-75	1975-76	
allemande . . .	DM	14.509.000	3.803.000	307.000	10.599.000
américaine . . .	\$	67.086.000	17.901.000	1.618.000	47.567.000
belge	FB	202.870.000	51.974.000	4.762.000	146.134.000
britannique . . .	£	20.666.300	5.286.300	485.200	14.894.800
française	FF	501.900.000	129.669.000	11.916.000	360.315.000
néerlandaise . . .	FL	52.590.000	13.250.000	1.204.000	38.126.000
suédoise	KRS	92.780.000	24.056.000	2.210.000	66.514.000
suisse	FS	58.393.000	14.727.000	1.309.000	42.357.000

* Valeur d'amortissement au 1er mai 1976, établie conformément aux dispositions de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, mais sans tenir compte des réévaluations du deutsche mark en 1961 et 1969, ni de la libération du taux de change de diverses monnaies d'émission, ni de l'introduction - et dans certains cas de la variation ultérieure - de taux centraux pour diverses monnaies d'émission.

La question de savoir si la garantie de change, dont l'Emprunt Young est assorti conformément aux dispositions de l'Accord de Londres, est applicable au cas des réévaluations du deutsche mark de 1961 et 1969, a été portée en mai 1971 devant la Cour d'arbitrage prévue par ledit Accord; la procédure arbitrale suit son cours. En ce qui concerne la question plus récente de savoir si la garantie de change est applicable lorsque des monnaies d'émission de l'Emprunt Young subissent des modifications importantes de leur valeur de change - par suite de l'adoption de taux de change flottants ou de taux centraux - sans qu'il en résulte une modification officielle de leur parité, la Banque, en tant que Mandataire, a attiré l'attention des gouvernements des pays d'émission des tranches de l'Emprunt sur ce problème et leur a demandé de l'étudier et de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour parvenir à une solution appropriée.

La Banque est également Trustee pour les obligations certifiées de l'Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche, dont le service a été assuré conformément aux conventions passées.

Le tableau ci-après résume la situation actuelle de l'Emprunt.

Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde après amortissement
			1959 à 1974	1975	
américaine . . .	\$	1.667.000	1.293.000	103.000	271.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	640.700	51.400	164.500
suisse	FS	7.102.000	4.723.000	429.000	1.950.000

4. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier

Le tableau ci-après indique les soldes des emprunts garantis, émis entre 1954 et 1961 par la Communauté européenne du charbon et de l'acier, pour lesquels la Banque exerce les fonctions de Tiers convenu, conformément aux dispositions du Contrat de nantissement conclu le 28 novembre 1954 avec la Communauté.

Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1976	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	25.000.000	3 ⁷ / ₈	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	75.600.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	12.392.600	3 ³ / ₄	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	7.560.000 —	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank Saar Girozentrale, Sarrebruck	DM 2.977.450 ²	404.933	4 ¹ / ₄	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	—	4 ¹ / ₄	1974
7 ^e	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8 ^e			Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^e			Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	46.005.703	5 ³ / ₈	1982
11 ^e	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	7.400.000	5	1978
12 ^e			Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^e	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	8.500.000	5 ³ / ₈	1980
14 ^e			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1963
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1964
			Emission publique	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	60.818.219	5 ¹ / ₄	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	19.850.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1^{er} janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.
² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

Au cours de l'exercice 1975-76, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 8 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 32 millions de francs au titre de l'amortissement. A la fin de l'exercice, le montant total qui reste dû s'est trouvé ramené à l'équivalent d'environ 146 millions de francs.

5. La Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire

La Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du Fonds européen de coopération monétaire qu'elle remplit depuis le 1er juin 1973. Cet organe communautaire a été institué le 6 avril 1973 par les Etats membres de la Communauté économique européenne; même s'il est encore au premier stade de son fonctionnement, son activité s'est récemment diversifiée du fait de la conclusion, en mars et avril 1976, des premières opérations d'emprunt communautaire dont il est chargé d'assurer la gestion.

En sa qualité d'agent technique du Fonds, la Banque remplit donc désormais deux séries de tâches: d'une part, celles, de caractère comptable, qui ont trait au fonctionnement du système de change en vigueur dans la Communauté depuis avril 1972; d'autre part, les nouvelles tâches relatives à l'exécution des opérations financières liées aux opérations d'emprunt communautaire.

Dans le premier cas, la mission de la Banque consiste essentiellement à tenir les comptes du Fonds dans lesquels sont enregistrés:

- les dettes et créances à l'égard du Fonds des banques centrales de la CEE participant au «serpent», qui résultent des interventions que ces institutions effectuent en monnaies de pays membres pour maintenir entre les cours de celles-ci une marge de fluctuation égale au maximum à 2,25%;
- les règlements périodiques, en règle générale, à la fin du mois suivant les interventions, de ces dettes et créances;
- les opérations réalisées dans le cadre du soutien monétaire à court terme (les opérations de ce genre ont disparu des livres du Fonds lors de la consolidation, en décembre 1974, en concours financier à moyen terme du soutien monétaire qui avait été utilisé par la Banca d'Italia durant les neuf mois précédents).

Au cours de l'exercice 1975-76, le nombre des opérations comptables a notablement varié en fonction de la situation sur les marchés des changes des pays de la CEE participant au «serpent», et selon que ces pays ont eu plus ou moins recours aux interventions en dollars, qui ne sont pas comptabilisées dans les livres du Fonds.

Dans ses nouvelles fonctions d'Agent du Fonds au titre de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt que la Communauté a conclues en application de Règlements et de Décisions adoptés par le Conseil des Communautés européennes en février 1975 et en mars 1976, la Banque remplit essentiellement les tâches suivantes:

- elle assure l'exécution des paiements liés à ces opérations d'emprunt et de prêt;
- elle ouvre sur les livres du Fonds les comptes nécessaires et y comptabilise ces opérations financières;

- elle surveille les échéances fixées dans les contrats d'emprunt et de prêt pour le paiement des intérêts et le remboursement du principal;
- elle informe la Commission des Communautés européennes des opérations exécutées pour compte de la CEE.

Les paiements mentionnés ci-dessus sont opérés à travers des comptes que le Fonds s'est fait ouvrir à son nom auprès de la Banque; il s'agit toutefois de simples comptes de transit car les sommes recueillies par le Fonds au titre des emprunts contractés par la Communauté sont transférées à la même date de valeur au compte désigné par la banque centrale du pays bénéficiaire du prêt correspondant.

Les premières opérations d'emprunt communautaire ont porté sur un montant équivalant à environ \$1,3 milliard et ont été conclues en faveur de l'Italie pour dix treizièmes et de l'Irlande pour trois treizièmes.

6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du quarante-sixième exercice clos le 31 mars 1976 accusent un excédent net d'exploitation de 184.464.774 francs contre 187.622.476 francs pour l'exercice précédent et 168.212.066 francs pour l'exercice 1973-74. La diminution enregistrée pendant l'exercice sous revue a été due principalement à la réduction de la marge moyenne existant entre les taux d'intérêt obtenus par la Banque sur les fonds qu'elle détient en monnaies et ceux qu'elle verse sur les dépôts de ses clients, ainsi qu'à l'accroissement des frais d'administration de la Banque.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 5.588.025 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels»; il n'y a pas, cette année, d'affectation à la «Provision pour immeubles». A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 178.876.749 francs, contre 182.063.281 francs pour l'exercice précédent et 145.063.281 francs pour l'exercice 1973-74. Sa répartition est régie par l'article 51 des Statuts.

Conformément à cette disposition, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 178.876.749 francs de la manière suivante:

- 1) une somme de 47.876.749 francs est affectée au paiement du dividende de 100 francs suisses par action;
- 2) une somme de 52.400.000 francs est transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 3) une somme de 78.600.000 francs, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transférée au «Fonds de réserve libre» que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Le fait que le Conseil d'administration ait recommandé le versement d'un dividende de 100 francs suisses par action, alors que celui versé au titre de l'exercice précédent était de 75,05 francs suisses par action, montre que l'amendement apporté aux articles 51 et 52 des Statuts de la Banque et approuvé à l'Assemblée générale extraordinaire de juillet 1975 a conféré au Conseil une plus grande latitude en matière de recommandations relatives au dividende.

Si les propositions précitées sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1976 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1976.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1976 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction

Le Baron Ansiaux, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 août 1975, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par M. Cecil de Strycker, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, en juillet 1975.

En août 1975, le Dr Paolo Baffi a succédé au Dr Guido Carli au poste de Gouverneur de la Banca d'Italia, devenant ainsi administrateur d'office à la place du Dr Carli. A la séance du Conseil tenue le 14 octobre 1975, le Président a exprimé la reconnaissance sincère et profonde de tous les membres du Conseil pour les services remarquables que le Dr Carli a rendus à la BRI au cours de son mandat qui a duré plus de quinze ans.

A la même séance, le Président a informé le Conseil que le Dr Baffi avait nommé le Dr Antonino Occhiuto, conformément aux articles 27(2) et 28 des Statuts, pour suppléer à la vacance due à sa nomination au poste de Gouverneur de la Banca d'Italia. Cette nomination a été faite pour la période non expirée du mandat du Dr Baffi, qui prenait fin le 7 novembre 1975, et pour une période ultérieure de trois ans. Le Président a également annoncé que le Dr Baffi avait nommé pour être ses suppléants le Dr Rinaldo Ossola, qui était suppléant du Dr Carli, et le Dr Mario Ercolani pour remplacer le Prof. Francesco Masera. Le Président a exprimé au Prof. Masera la gratitude de la Banque pour les précieux services qu'il a rendus pendant près de sept ans.

A la séance du Conseil tenue le 9 décembre 1975, le Président a annoncé que le Dr Karl Klasen, Président de la Deutsche Bundesbank, avait nommé le Dr Johann Schöllhorn membre du Conseil pour remplacer le Dr Leonhard Gleske. Cette nomination vaut, conformément aux articles 27(2) et 28 des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 décembre 1978. Le Président du Conseil a remercié le Dr Gleske pour les précieux services que celui-ci a rendus à la Banque au cours de son mandat qui a duré plus de cinq ans.

Le Dr Jelle Zijlstra, qui avait été élu au Conseil conformément à l'article 27(3) des Statuts, et dont le mandat venait à expiration le 31 mars 1976, a été réélu à la séance du Conseil du 9 mars 1976.

A la même séance, le Président a fait savoir au Conseil que le Dr Klasen avait désigné le Dr Leonhard Gleske pour être son suppléant à la place de M. Johannes Tüngeler à partir du 1er avril 1976. Il a exprimé la reconnaissance de la

Banque à M. Tüngeler pour les précieux services rendus pendant une période de près de sept ans.

Le Dr Milton Gilbert, qui était Conseiller Economique de la Banque et Chef de son Département monétaire et économique depuis 1960, s'est démis de ses fonctions fin décembre 1975. A la séance du Conseil du 9 décembre 1975, le Président a remercié le Dr Gilbert, au nom de tous les membres du Conseil, pour le grand talent et la compétence professionnelle qu'il n'a cessé de montrer dans l'exercice de ses importantes fonctions au service de la Banque. A sa séance d'octobre 1975, le Conseil a nommé le Prof. Alexandre Lamfalussy Conseiller Economique et Chef du Département monétaire et économique à compter du 1er janvier 1976.

Le Président a annoncé, à la séance du Conseil du 9 mars 1976, que la Banque avait décidé de promouvoir le Dr Warren D. McClam et M. Michael G. Dealtry au grade de Directeur Suppléant à compter du 1er avril 1976.

* * *

La Banque a appris avec un profond regret le décès du Dr Johan Willem Beyen survenu le 29 avril 1976. Le Dr Beyen avait été suppléant du Président de mai 1935 à mai 1937 et Président de la Banque de mai 1937 à fin décembre 1939.

CONCLUSION

La reprise est maintenant bien engagée dans le monde industriel occidental. Rien ne porte à croire qu'elle risque de se ralentir prématurément; certains des principaux pays paraissent même être sur le point d'aborder une nouvelle phase de haute conjoncture. Pourtant, les grands problèmes à long terme n'ont pas été résolus. A quelques exceptions près, l'inflation se poursuit à des taux rarement atteints dans l'histoire moderne, le chômage continue de susciter de vives préoccupations et de sérieux doutes subsistent quant à la possibilité d'accroître suffisamment les dépenses d'investissement pour obtenir un rythme satisfaisant de croissance à long terme. Le développement relativement rapide des capacités productives est pourtant une nécessité, et cela pour plusieurs raisons: d'abord, lui seul permettra de satisfaire les aspirations sociales qui se manifestent dans les pays industriels; ensuite la création de nouvelles capacités est indispensable pour résorber le chômage; enfin, les pays industriels se trouvent devant un problème de transfert, en ce sens qu'ils sont contraints de dégager les ressources réelles requises pour pallier la détérioration subie ces dernières années par leurs termes d'échange et, en même temps, pour aider les PVD non producteurs de pétrole à élever leur niveau de vie.

Les pouvoirs publics devraient donc s'assigner deux objectifs: d'une part, s'efforcer de tenir fermement en main l'évolution de la dépense globale pour empêcher l'expansion de devenir incontrôlable; d'autre part, essayer d'élargir la part des investissements dans l'ensemble des dépenses, au détriment de la consommation.

Dans quelles voies la politique économique devrait-elle s'engager pour atteindre ces objectifs?

La politique monétaire devrait jouer un rôle capital dans la réalisation du premier de ces objectifs. Dans nombre de pays, on observe fort heureusement que la masse monétaire, en termes réels, s'est accrue jusqu'à présent plus lentement que pendant la phase correspondante du cycle précédent. C'est rassurant, mais jusqu'à un certain point seulement. D'abord, cette modération n'a pas été obtenue dans tous les pays; ensuite, il apparaît que les excès monétaires du précédent cycle ne se sont pas tellement produits durant la récession, mais plutôt au début de la phase de reprise, dont la vigueur a été, à l'époque, nettement sous-estimée. On risque actuellement de commettre la même erreur. Il est possible que les autorités soient trop influencées par une pause temporaire dans la reprise, la lenteur de la résorption du chômage ou les difficultés persistantes dans certaines branches d'industrie. Dans ces conditions, la tentation serait grande, pour certains pays, de laisser s'accélérer la création monétaire. Il conviendrait toutefois de résister à une telle tentation, car on peut raisonnablement penser que la synchronisation de la reprise dans tous les grands pays industriels assurera la poursuite spontanée de l'expansion conjoncturelle.

Dans cet ordre d'idées, il serait peut-être utile qu'un plus grand nombre de pays s'engagent publiquement à respecter un objectif de croissance pour un ou plusieurs de leurs agrégats monétaires. L'intérêt d'un tel engagement pourrait être

double. D'une part, il imposerait une certaine contrainte aux autorités — notamment en ce qui concerne le financement monétaire des dépenses publiques. D'autre part, il pourrait atténuer les anticipations inflationnistes en faisant comprendre à l'opinion publique ainsi qu'aux salariés et aux chefs d'entreprise que les autorités mettent tout en œuvre pour maîtriser l'inflation.

Aussi, pour être crédibles, ces objectifs ne devraient pas prévoir une croissance de la masse monétaire calquée sur celle du PNB nominal, car cela pourrait signifier qu'on accepte implicitement le taux d'inflation du moment. Au contraire, les objectifs monétaires, qui pourraient être progressivement réduits au fil des mois, devraient impliquer un ralentissement du rythme de l'inflation.

Il est toutefois fort probable que sans le concours actif de la *politique budgétaire*, une politique monétaire modérée ne serait ni réalisable ni efficace.

Sa mise en œuvre pourrait facilement être compromise si, à mesure que la reprise se développe, d'importants déficits du secteur public subsistaient alors que, dans le même temps, se produirait la baisse attendue du taux d'épargne des ménages et l'accroissement, le cas échéant, des besoins de financement extérieur des entreprises. Si les excédents financiers des ménages et les déficits des sociétés revenaient, ne serait-ce qu'approximativement, aux niveaux atteints avant la récession, il pourrait en résulter une demande excessive de crédit des secteurs public et privé réunis.

En pareil cas, les banques centrales se trouveraient placées devant une alternative embarrassante. D'un côté, elles pourraient satisfaire les deux catégories de demande de crédits, peut-être en cédant à des pressions politiques en raison de la persistance de capacités excédentaires ou du chômage; il en résulterait toutefois une expansion de la masse monétaire tout à fait incompatible, à la longue, avec la lutte contre l'inflation. De l'autre, les autorités monétaires pourraient poursuivre une politique axée sur un accroissement régulier et modéré de la masse monétaire; elles risqueraient cependant alors de voir les dépenses du secteur public «évincer» celles du secteur privé. Cette élimination pourrait s'opérer soit directement par l'encadrement des crédits accordés au secteur privé, soit indirectement par la hausse des taux d'intérêt car les dépenses publiques, comme chacun sait, réagissent moins aux mouvements de ces taux que les dépenses privées. Dans ce cas, la discipline monétaire prévaudrait, mais risquerait de décourager la formation de capital fixe. Par conséquent, pour éviter une création monétaire excessive ou une hausse des taux d'intérêt, il faut surtout espérer que les pouvoirs publics réduiront leurs besoins d'emprunt au fur et à mesure que la reprise se développera.

Même en admettant que les dispositions prises pour gérer la quantité de monnaie soient satisfaisantes, l'efficacité de la politique monétaire dépend du rapport entre la masse monétaire et le flux des dépenses. La vitesse de circulation de la monnaie change parfois de façon imprévisible, mais l'expérience prouve qu'elle tend à s'accroître lorsque le redressement s'accroît. Il se pourrait donc que pendant une reprise vigoureuse, les autorités monétaires jugent opportun de réduire le taux de croissance monétaire qu'elles se sont fixé pour objectif. Mais comment y parvenir si, tout en satisfaisant l'accroissement de la demande de crédit du secteur privé, elles doivent maintenir leur contribution au financement d'un déficit excessif du secteur public?

Il ressort de ces considérations qu'une des conditions préalables au succès de la politique monétaire, lorsque la reprise se développe, est que le secteur public réduise considérablement ses besoins d'emprunt. Mais ce n'est pas tout. En effet, même en admettant que le déficit du secteur public diminue de façon satisfaisante, le choix des moyens mis en œuvre pour y parvenir a son importance. Dans de nombreux pays industriels, le niveau d'imposition des revenus courants du travail et de l'entreprise semble avoir approché, voire dépassé, les limites de l'efficacité économique — ce qui revient à poser le problème de la taille même du secteur public. C'est pourquoi une politique budgétaire restrictive devrait plutôt mettre l'accent sur la compression des dépenses publiques que sur l'alourdissement de la fiscalité.

Cependant, même avec une parfaite synchronisation entre la politique budgétaire et la politique monétaire on ne pourrait guère obtenir davantage que l'adaptation de l'évolution de la dépense globale à celle des capacités de production. Dans un certain nombre de pays, une *politique des revenus*, formulée en partie dans l'intention de rétablir les bénéfices des entreprises à un niveau satisfaisant, devrait jouer un rôle utile pour plusieurs raisons, d'ailleurs interdépendantes.

Une telle politique pourrait entraîner une modification dans la composition de la dépense nationale, en réduisant la part de la consommation au bénéfice de celle consacrée à la formation de capital, et en transférant à l'intérieur de ce dernier agrégat une partie des investissements qui suppriment des emplois vers ceux qui en créent. Cette politique pourrait également contribuer à aligner davantage la progression des revenus nominaux sur l'amélioration de la productivité. Enfin, elle pourrait permettre à certains pays — notamment aux économies plus ouvertes où les salaires, traitements et autres revenus réagissent très rapidement aux hausses de prix intérieurs dues au renchérissement des importations — de rompre le cercle vicieux de l'inflation et de la dépréciation monétaire.

Les Etats-Unis ont été en fait le seul pays où le ralentissement de la hausse des salaires nominaux, provoqué par le mécanisme du marché et la gravité de la récession, ait permis de réduire les gains réels. Si rien de tel ne s'est produit dans les autres pays, ce n'est pas seulement parce que le chômage les préoccupe davantage, mais aussi parce que les systèmes instaurant, de fait ou de droit, l'indexation des salaires y revêtent une grande importance. Il y a peu de chances que le marché permette d'obtenir pendant la reprise ce qu'il n'a pu réaliser pendant la récession. D'où la nécessité pour certains pays de s'engager dans la voie de la politique des revenus. Ces mesures devraient être adaptées aux conditions locales: elles pourraient aller de l'observation volontaire de directives générales reposant sur un large consensus social jusqu'à la limitation obligatoire de la croissance des revenus.

Les politiques des revenus, il faut l'admettre, ont eu une histoire mouvementée. Elles sont extrêmement difficiles à négocier, notamment lorsque les sacrifices les plus lourds semblent être demandés aux salariés. Là où de telles mesures paraissent s'imposer actuellement, la mise sur pied d'une formule viable nécessitera une cohésion sociale et une volonté politique considérables. Il ne fait pratiquement pas de doute que cette formule devra prévoir une limitation efficace non seulement des hausses de salaires, mais aussi des revenus personnels de toute nature. Le succès remporté

par la politique britannique depuis l'automne dernier, et le fait qu'elle sera probablement maintenue pendant une autre année, semblent néanmoins confirmer qu'il est possible, à certains moments, de mettre en vigueur une véritable politique des revenus.

En résumé, on peut s'attendre qu'à l'avenir les politiques monétaires, budgétaires et des revenus seront toutes appelées à jouer le rôle qui leur revient, à des degrés et des moments divers, selon les besoins de chacun des pays.

Une politique nationale ferme s'impose encore davantage si l'on replace la reprise conjoncturelle actuelle, la résurgence vraisemblable des tensions inflationnistes et la nécessité d'accroître la formation de capital dans le *contexte international*.

Le système monétaire international actuel est caractérisé par une absence frappante de règles strictes, tant en ce qui concerne le processus d'ajustement des balances de paiements que la création de liquidités internationales.

Le flottement semble être la règle plutôt que l'exception, mais il n'y a pas eu – et il n'y aura probablement pas – de flottement absolument libre des diverses monnaies. Un grand nombre de pays continueront à intervenir sur les marchés des changes soit parce qu'ils appartiennent à l'un des groupes monétaires – dont le «serpent» européen est l'exemple le plus remarquable – soit pour des raisons tenant à leur propre politique. En outre, les pays peuvent passer d'un régime de change à un autre au gré des circonstances. Il en est résulté dans la pratique – et cette situation pourrait très bien se prolonger – une combinaison étonnante de fluctuations de taux de change et d'amples variations des réserves.

Paradoxes et incertitudes abondent également dans le domaine des liquidités internationales: les réserves en or, prétendument appelées à sortir du système, restent plus élevées que jamais en volume; les réserves en DTS, prétendument destinées à constituer le pivot du système, n'y jouent qu'un rôle modeste; au contraire, les monnaies nationales, et principalement le dollar, constituent toujours les principaux facteurs d'expansion des réserves brutes, et ce grâce à des crédits internationaux d'un volume considérable. Il en résulte – bien qu'un doute sérieux subsiste en ce qui concerne la définition et l'évaluation de la liquidité internationale – que le financement des déficits s'est révélé plus facile à réaliser que maints observateurs ne l'avaient prévu, sauf dans le cas des PVD non producteurs de pétrole les plus démunis. Il pourrait d'ailleurs en être de même dans les années à venir. Ce financement n'aboutit cependant pas à la création d'actifs internationaux «nets», car il consiste essentiellement en octrois de prêts par l'intermédiaire de circuits internationaux privés, auxquels viennent s'ajouter des facilités de crédit ad hoc mises au point par les autorités sur une base bilatérale ou multilatérale. En tout état de cause, on est bien loin de maîtriser l'évolution de la liquidité globale sur la base de décisions concertées à l'échelle internationale par l'intermédiaire du FMI.

Il serait évidemment injuste de condamner le système uniquement parce qu'il manque de cohérence et de logique. C'est probablement en partie au flottement des monnaies (aussi imparfait soit-il), conjugué avec les prêts bancaires internationaux, que le monde doit d'avoir évité une profonde dépression. Il ne serait pas juste non

plus d'attribuer au cadre monétaire actuel un caractère inflationniste intrinsèque, en l'opposant à la « discipline » des taux de change fixes; en réalité, les pays qui suivent une politique de stabilisation énergique peuvent désormais se protéger plus efficacement, par l'appréciation de leur monnaie, des impulsions inflationnistes émanant des autres pays. Mais le fait qu'il n'existe aucune règle stricte de conduite, alors que les prêts bancaires internationaux et les facilités officielles sont généreusement octroyés, constitue forcément un environnement international susceptible d'engendrer des comportements fort divergents d'un pays à l'autre. C'est effectivement ce qui s'est déjà produit. Or, manifestement, ces divergences tendent davantage à nous éloigner d'un ordre monétaire international qu'à nous en rapprocher. Pour contrecarrer ces tendances centrifuges, il appartient en premier lieu aux autorités nationales de faire face à leur principale responsabilité qui est de créer dans chacun des pays les conditions requises pour une croissance équilibrée dans un contexte non inflationniste.

La lutte contre la polarisation du monde industriel en groupes de pays suivant des voies divergentes ne sera cependant couronnée de succès qu'au prix d'une certaine coordination entre les politiques nationales et de la volonté déclarée de parvenir à un certain degré de stabilité des changes.

L'idée maîtresse de ce Rapport est que la synchronisation et la vigueur de la reprise actuelle pourraient justifier dans un avenir assez proche une orientation modératrice, sinon restrictive, de la politique monétaire, soutenue de façon adéquate par les politiques budgétaires et des revenus. La question de la *coordination internationale des politiques de stabilisation* se pose alors dans toute son acuité. Si tant est que l'expérience passée puisse servir de guide, il y a de fortes chances que les Etats-Unis et l'Allemagne seront les chefs de file de cette tendance modératrice, étant donné que ces deux pays sont bien avancés sur la voie de la reprise cyclique et qu'ils ont une profonde aversion pour l'inflation. Ceci ne contribuerait guère évidemment au rétablissement de l'équilibre international, et pourrait même accélérer les tendances divergentes des taux de change. Remarquons toutefois qu'il y a peu d'espoir de maîtriser l'inflation mondiale si les Etats-Unis et l'Allemagne ne maintiennent pas leur expansion à un rythme modéré; la conclusion pratique est donc que la responsabilité de prendre l'initiative des mesures restrictives incombe en premier lieu aux autorités des pays où les taux d'inflation restent élevés et dont les monnaies continuent d'être soumises à des pressions; ces exemples pourraient ensuite être suivis (plutôt que précédés) par les Etats-Unis et l'Allemagne.

Dans quelle mesure le *flottement contrôlé* peut-il contribuer à la stabilisation des taux de change? Si le « contrôle » du flottement est défini au sens étroit, c'est-à-dire si l'on entend par là les interventions des banques centrales sur les marchés des changes, on doit bien admettre que son succès a été très limité au cours des dernières années. Les interventions ont généralement contribué à maintenir des conditions ordonnées sur les marchés, soit lors de perturbations brèves et violentes, soit en présence de mouvements lents des taux de change dans un climat assez calme. Mais lorsque de vigoureuses forces de changement entrent en jeu, il ne sert pratiquement à rien d'aller à contre-courant dans l'espoir de modérer temporairement le mouvement. La vive progression des avoirs extérieurs de la Suisse n'a guère empêché le franc de s'apprécier.

Il n'est pas évident non plus que les importantes pertes de réserves subies par l'Italie et le Royaume-Uni aient permis à ces deux pays de freiner sensiblement le glissement de leur monnaie. Au cours des récentes secousses monétaires, seule la Belgique semble avoir résisté avec succès aux forces du marché, mais elle est parvenue à ce résultat justement parce que les prélèvements sur ses réserves se sont conjugués avec une compression sévère de la liquidité bancaire interne, c'est-à-dire avec une action appropriée sur l'économie intérieure.

Il n'est pas étonnant que le flottement contrôlé considéré au sens étroit n'ait guère eu d'influence. Etant donné le degré élevé d'interdépendance entre les pays industriels, tant en matière de commerce que de mouvements de capitaux, il est pratiquement impossible de résister aux mouvements qui se produisent sur le marché des changes quand la plupart des opérateurs les considèrent comme justifiés pour des raisons économiques ou financières. La création, même illimitée, de liquidités internationales ne pourrait fournir aux banques centrales les moyens requis pour s'opposer à des mouvements massifs sur les marchés, suscités par de vigoureuses anticipations. Le «contrôle» du flottement devrait en conséquence consister à influencer ces anticipations grâce à l'adoption, sur le plan interne, d'une série de mesures crédibles.

Dans ce sens nettement plus large, le «contrôle» du flottement est éminemment souhaitable, en particulier entre pays étroitement liés par le commerce et les flux de services et de capitaux. Cette constatation s'applique à n'en pas douter à la plupart des pays européens et particulièrement, mais pas uniquement, aux membres de la CEE. De fortes variations de taux de change entre ces pays peuvent compromettre l'expansion du commerce et, en cas de dépréciation, rendre la stabilisation du niveau des prix internes excessivement difficile, sans procurer pour autant d'importants avantages en matière d'ajustement de la balance des paiements. L'expérience nous a cependant enseigné que la stabilité relative des taux de change ne peut être obtenue uniquement par des interventions sur le marché, fussent-elles de grande envergure. Ces interventions doivent être accompagnées de mesures à court terme sur le marché monétaire, destinées à modifier rapidement, voire fortement, la liquidité bancaire, ainsi que de mesures de stabilisation plus fondamentales qui rendront les interventions crédibles. Tant que les objectifs monétaires des pays européens demeureront nettement divergents, tant que les déficits des secteurs publics varieront considérablement d'un pays à l'autre, tant enfin que les conventions salariales aboutiront à des augmentations nettement différentes, personne ne croira que les taux de change intra-européens se stabiliseront. Et comme on l'a dit précédemment, aucune intervention sur le marché, quelle qu'en soit l'ampleur, ne modifiera cet état de choses.

Si le retour au calme des taux de change intra-européens revêt une importance capitale dans la perspective de l'intégration européenne, la stabilité du dollar EU — surtout par rapport aux monnaies du «serpent» et au yen — mérite également de retenir l'attention. Etant donné le rôle essentiel que continue de jouer le dollar en tant que monnaie de réserve internationale, et l'importance croissante du deutsche mark à cet égard, l'ordre ne peut guère régner dans le système monétaire international si le dollar ne fait pas preuve d'une assez grande stabilité par rapport au «serpent». Depuis l'automne dernier, une stabilité relative a été, en fait, observée et personne

n'a intérêt à voir se reproduire les cycles survenus entre le début de 1973 et le milieu de 1975. En supposant que les Etats-Unis et l'Allemagne remportent des succès analogues dans leur lutte contre l'inflation et qu'aucune perturbation particulière ne se produise, il est fort possible que l'évolution comparée des taux d'intérêt influence de façon décisive le comportement de ce cours de change clé. Serait-ce irréaliste d'espérer une certaine coordination entre les politiques de taux d'intérêt de ces deux pays?

De gré (pour certains pays) ou de force (pour d'autres), le monde est appelé à vivre avec les monnaies flottantes pendant un temps assez long encore; cela ne devrait pas signifier pour autant que la stabilité des taux de change soit un objectif sans importance.

RENÉ LARRE

Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1976

ACTIF

BILAN AU

(Avant et après répartition)

										Francs or
Or	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3.992.834.022
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	...	...	...	...	...	...	...	...	...	71.791.282
Bons du Trésor	...	...	...	...	...	...	...	...	...	289.001.315
Dépôts à terme et avances										
Or										
A 3 mois au maximum	...	...	...	...	...	...	...	...	...	48.627.729
Monnaies										
A 3 mois au maximum	...	...	...	...	...	...	...	...	...	25.517.559.044
A plus de 3 mois	...	...	...	...	...	...	...	...	...	9.012.302.579
										34.578.489.352
Titres à terme										
A 3 mois au maximum	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3.927.089.237
A plus de 3 mois	...	...	...	...	...	...	...	...	...	536.369.176
										4.463.458.413
Divers	...	...	...	...	...	...	...	...	...	30.196.168
Terrain, immeubles et installations	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1
										43.425.770.553

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 exprimés en dollars EU sont convertis sur la base de 1 \$ EU = 0,736 662 gramme d'or fin, et tous les autres éléments exprimés en monnaies au cours central ou au cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2: Au 31 mars 1976, l'or à recevoir contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 174.708.398 francs or.

Note 3: Un montant d'or équivalant à 699.992.915 francs or était nanti le 31 mars 1976 en liaison avec des dépôts reçus.

31 MARS 1976

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
		<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
Capital			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune ...	<u>1.500.000.000</u>		
Emis: 481.125 actions ...	<u>1.202.812.500</u>		
libérées de 25% ...		300.703.125	300.703.125
Réserves			
Fonds de réserve légale ...	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale ...	371.447.193		423.847.193
Fonds spécial de réserve de dividendes ...	75.175.781		75.175.781
Fonds de réserve libre ...	<u>344.518.200</u>		<u>423.118.200</u>
		821.211.487	952.211.487
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue ...	2.534.328.922		
A 3 mois au maximum ...	642.307.346		
A plus de 3 mois ...	309.856.200		
Autres déposants			
A vue ...	<u>33.123.551</u>		
		3.519.616.019	3.519.616.019
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue ...	633.488.347		
A 3 mois au maximum ...	29.078.628.522		
A plus de 3 mois ...	6.776.586.462		
Autres déposants			
A vue ...	48.069.087		
A 3 mois au maximum ...	1.154.808.322		
A plus de 3 mois ...	<u>405.178.153</u>		
		38.096.738.893	38.096.738.893
Divers ...		445.658.395	445.658.395
Provision pour immeubles ...		62.965.885	62.965.885
Compte de profits et pertes ...		178.876.749	—
Dividende payable le 1er juillet 1976 ...		—	47.876.749
		<u>43.425.770.553</u>	<u>43.425.770.553</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX, BÂLE

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1976 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Zurich, le 27 avril 1976

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1976

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	219.866.998
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	463.940
Direction et personnel	27.359.013
Frais de bureau et divers	<u>7.579.271</u>
	<u>35.402.224</u>
Excédent net d'exploitation	184.464.774
Moins: Montant transféré à la Provision pour frais	
d'administration exceptionnels	<u>5.588.025</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1976	178.876.749
 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: 100 francs suisses (équivalent à 99.51 francs or)	
par action sur 481.125 actions	<u>47.876.749</u>
	131.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale	<u>52.400.000</u>
	78.600.000
Transfert au Fonds de réserve libre	<u>78.600.000</u>
	<u>—</u>

Évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1976

	<u>Francs or</u>
Solde au 1er avril 1975	90.548.730
Moins: Amortissement des dépenses encourues	26.072.900
Différence de change	<u>1.509.945</u>
	<u>27.582.845</u>
Solde au 31 mars 1976, selon bilan	<u>62.965.885</u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Henry Deroy, Paris	Vice-Président

Baron Ansiaux, Bruxelles
Dr Paolo Baffi, Rome
Bernard Clappier, Paris
Dr Karl Klasen, Francfort-sur-le-Main
Dr Fritz Leutwiler, Zurich
The Rt. Hon. Lord O'Brien
of Lothbury, Londres
Dr Antonino Occhiuto, Rome
The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londres
Dr Johann Schöllhorn, Kiel
Cecil de Strycker, Bruxelles
Krister Wickman, Stockholm

Suppléants

Dr Otmar Emminger, Francfort-sur-le-Main, ou
Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
Georges Janson, Bruxelles
Christopher W. McMahon, Londres, ou
M. J. Balfour, Londres
Dr Rinaldo Ossola, Rome, ou
Dr Mario Ercolani, Rome
Marcel Théron, Paris, ou
Gabriel Lefort, Paris

DIRECTION

René Larre	Directeur Général
Dr Antonio d'Aroma	Directeur Général Adjoint
R.T.P. Hall	Chef du Département Bancaire
Dr Günther Schleiminger	Secrétaire Général, Chef de Département
Prof. Alexandre Lamfalussy	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
Dr Antonio Rainoni	Directeur
Maurice Toussaint	Directeur
Prof. Dr F.E. Klein	Conseiller juridique

D. H. Stapleton	Secrétaire Général Adjoint
Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
Dr Warren D. McClam	Directeur Suppléant
M. G. Dealtry	Directeur Suppléant
R. G. Stevenson	Directeur Adjoint
Rémi Gros	Directeur Adjoint