

# **BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

## **QUARANTE-SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1ER AVRIL 1976 – 31 MARS 1977**

**BÂLE**

**13 Juin 1977**

## TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction . . . . .	1
 I. Evolution conjoncturelle et problèmes de politique économique . . . . .	 3
Événements encourageants sur la scène internationale (p. 3); les thèmes centraux: chômage et inflation (p. 5); les grandes lignes du Rapport (p. 7).	
 II. Le déroulement de la reprise économique . . . . .	 10
Récession et reprise: quelques comparaisons internationales (p. 10); la physionomie de la reprise: un tableau contrasté (p. 13); le point de l'évolution conjoncturelle et structurelle (p. 15); l'utilisation des ressources: ajustement ou financement (p. 17): <i>consommation et épargne des ménages</i> (p. 18), <i>construction de logements</i> (p. 20); dépenses d'investissement fixe des entreprises (p. 22); politique budgétaire et régulation de la demande (p. 27): <i>Etats-Unis</i> (p. 29), <i>Allemagne</i> (p. 29), <i>Japon</i> (p. 29), <i>Royaume-Uni</i> (p. 29), <i>Italie</i> (p. 30).	
 III. Inflation et chômage . . . . .	 33
L'inflation des prix: tendances récentes et perspectives actuelles (p. 33); les cours mondiaux des matières premières: allons-nous vers une répétition de l'histoire? (p. 34); taux de change et inflation interne (p. 39); prix, salaires et bénéfices: aspects internes (p. 44); chômage conjoncturel et structurel (p. 48); inflation et chômage: les choix politiques (p. 51).	
 IV. Les marchés nationaux du crédit et les politiques monétaires . . . . .	 55
Evolution par secteur des positions financières (p. 55): <i>financement des entreprises</i> (p. 57), <i>situation financière des ménages</i> (p. 60), <i>financement des besoins d'emprunt du secteur public</i> (p. 62); évolution de la situation monétaire et politiques suivies (p. 64): <i>politique monétaire</i> (p. 64), <i>évolution des agrégats monétaires</i> (p. 67); le recours aux objectifs monétaires: problèmes posés et politiques suivies (p. 69): <i>résultats effectifs et écarts observés</i> (p. 72), <i>problèmes liés à la mise en place des objectifs</i> (p. 73), <i>normes d'expansion du crédit interne</i> (p. 75), <i>utilité des normes monétaires</i> (p. 75); taux d'intérêt (p. 76).	
 V. Echanges et paiements internationaux . . . . .	 80
Commerce mondial (p. 80): <i>zones développées</i> (p. 80), <i>pays de l'OPEP</i> (p. 82), <i>pays en voie de développement non producteurs de pétrole et économies à planification centralisée</i> (p. 82); balances de paiements (p. 84): <i>pays de l'OPEP</i> (p. 85), <i>zones développées</i> (p. 86), <i>pays en voie de développement non producteurs de pétrole</i> (p. 86), <i>l'évolution dans les différents pays</i> (p. 87); financement des excédents et des déficits (p. 94): <i>pays développés</i> (p. 94), <i>pays exportateurs de pétrole</i> (p. 100), <i>pays en voie de développement non producteurs de pétrole</i> (p. 101); déséquilibres des paiements courants et processus d'ajustement dans une perspective à plus long terme (p. 101).	

	Page
VI. Les marchés internationaux du crédit et des capitaux . . . . .	106
Principaux facteurs ayant influencé les marchés internationaux ( <i>p. 109</i> ); la question des risques ( <i>p. 111</i> ); évolution du marché des euro-monnaies (dans sa définition étroite) ( <i>p. 113</i> ); total des prêts bancaires internationaux ( <i>p. 120</i> ); évolution des taux d'intérêt ( <i>p. 126</i> ); les marchés des obligations internationales ( <i>p. 128</i> ).	
VII. La scène monétaire internationale . . . . .	133
Evolution des taux de change ( <i>p. 133</i> ); interventions officielles sur les marchés des changes ( <i>p. 141</i> ); la gestion des taux de change ( <i>p. 144</i> ); production d'or et marché de l'or ( <i>p. 147</i> ); réserves et liquidité internationale ( <i>p. 151</i> ).	
VIII. Activités de la Banque . . . . .	158
Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales ( <i>p. 158</i> ); opérations du Département bancaire ( <i>p. 160</i> ): <i>passif (composition des ressources)</i> ( <i>p. 161</i> ), <i>actif (utilisation des ressources)</i> ( <i>p. 163</i> ); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux ( <i>p. 166</i> ); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier ( <i>p. 167</i> ); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire ( <i>p. 168</i> ); bénéfice net et répartition ( <i>p. 170</i> ); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction ( <i>p. 171</i> ).	
Conclusion . . . . .	173

\* \* \*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1977.

## LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
<b>Le déroulement de la reprise économique</b>	
Evolution de la production industrielle . . . . .	11
Comparaisons des cycles de la production industrielle * . . . . .	12
Comparaison, par cycles, des variations cumulées des composantes du produit national brut en volume . . . . .	14
Variations du produit national brut réel et de ses composantes . . . . .	19
Rapport entre l'épargne des ménages et les revenus disponibles . . . . .	20
Dépenses réelles d'investissement fixe non résidentiel * . . . . .	22
Rendement des obligations à long terme et des actions des sociétés . . . . .	23
Administrations publiques: dépenses totales et besoin de financement net . . . . .	27
<b>Inflation et chômage</b>	
Prix de détail . . . . .	33
Cours mondiaux des matières premières: indicateur de l'«Economist» * . . . . .	35
Cours mondiaux des matières premières et volume des importations * . . . . .	37
Production industrielle et évolution des stocks dans certains pays * . . . . .	39
Taux de change, prix, salaires et masse monétaire * . . . . .	41
Prix de détail: évolution des principales composantes . . . . .	44
Gains nominaux et réels dans l'industrie . . . . .	46
Taux de chômage . . . . .	49
Population active, emploi et productivité . . . . .	50
<b>Les marchés nationaux du crédit et les politiques monétaires</b>	
Excédents et déficits financiers par secteur * . . . . .	56
Secteur des entreprises: épargne, investissement et opérations financières . . . . .	58
Secteur des ménages: variations des avoirs et engagements financiers . . . . .	60
Financement du secteur public . . . . .	62
Variations de la masse monétaire et contributions de ses contreparties * . . . . .	68
Objectifs monétaires publiés et taux effectifs d'expansion monétaire . . . . .	70
Etats-Unis et Allemagne: objectifs et expansion monétaires * . . . . .	72
Taux d'intérêt à court et à long terme * . . . . .	77
<b>Echanges et paiements internationaux</b>	
Commerce mondial . . . . .	81
Zones développées: production industrielle, volume et termes de l'échange * . . . . .	82
Transactions courantes dans le monde . . . . .	85

	Page
Pays développés: balances de paiements . . . . .	90
Pays développés: positions monétaires extérieures . . . . .	96
Pays exportateurs de pétrole: répartition des excédents à investir (estimations) . . . . .	101
Déséquilibres des transactions courantes depuis la crise du pétrole . . . . .	102

### Les marchés internationaux du crédit et des capitaux

Prêts sur les marchés internationaux (estimations). Variations des créances des banques sur l'étranger en monnaie nationale et en monnaies étrangères et des émissions d'obligations internationales . . . . .	107
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes déclarantes . . . . .	114
Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants, aux Etats-Unis, dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient . . . . .	116
Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants, dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient . . . . .	117
Origine et emplois des fonds en euro-monnaies (estimations) . . . . .	119
Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales étrangères des banques américaines situées dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient . . . . .	122-123
Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales étrangères des banques américaines situées dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient . . . . .	124
Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux * . . . . .	126
Taux des dépôts en euro-dollars et rendement des obligations libellées en euro-dollars * . . . . .	127
Emissions d'obligations internationales . . . . .	129
Rendements des marchés internationaux et nationaux d'obligations en dollars EU et en deutsche marks * . . . . .	131

### La scène monétaire internationale

Variations des taux de change effectifs, enregistrées postérieurement aux Accords de Washington de décembre 1971 * . . . . .	135
Taux de change nominaux: cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU * . . . . .	137
Variations des taux de change au comptant à l'intérieur du bloc de flottement concerté des monnaies européennes * . . . . .	140
Production d'or dans le monde . . . . .	148
Origine et utilisation de l'or (estimations) . . . . .	149
Cours de l'or sur le marché * . . . . .	150
Variations des réserves globales de 1974 à 1976 . . . . .	153

## Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices . . . . .	160
Evolution de la composition des ressources au cours des dix derniers exercices . . . . .	161
Fonds empruntés d'après leur origine . . . . .	162
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée . . . . .	163
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements . . . . .	164
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée . . . . .	165
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young) . . . . .	166
Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche . . . . .	167
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier . . . . .	168

# QUARANTE-SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE

de la

BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 13 juin 1977

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-septième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1976 et clos le 31 mars 1977.

Après transfert de 2.856.416 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et de 5.000.000 de francs or à la «Provision pour immeubles», le bénéfice net de l'exercice s'élève à 167.920.050 francs or, contre 178.876.749 francs or pour le précédent exercice et 182.063.281 francs or pour l'exercice 1974-75.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 47.920.050 francs or au paiement d'un dividende de 100 francs suisses par action.

Le Conseil recommande en outre de transférer 48.000.000 de francs or au «Fonds de réserve générale» et le reliquat du bénéfice net, soit 72.000.000 de francs or, au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1976-77 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1977.

Le Chapitre I donne, en guise d'introduction, un bref aperçu des principaux événements économiques de l'année 1976 et du début de 1977, et analyse les problèmes de politique économique qui se posent actuellement dans les pays industrialisés du monde occidental. Sur le plan intérieur, le Chapitre II étudie plus en détail le déroulement de la reprise économique au cours de l'année écoulée, tandis que le Chapitre III examine le double problème de l'inflation et du chômage. Le Chapitre IV expose la situation des marchés nationaux du crédit et des capitaux dans les pays industrialisés, ainsi que l'évolution des politiques monétaires suivies. Sur le plan international, le Chapitre V décrit la structure des échanges et des paiements l'an dernier et présente quelques considérations sur les déséquilibres mondiaux des paiements depuis les relèvements

des prix du pétrole et sur leurs conséquences en ce qui concerne le processus d'ajustement. Le Chapitre VI est consacré aux marchés internationaux du crédit et des capitaux en 1976, et évalue les risques auxquels s'expose le système bancaire du fait de l'expansion rapide des prêts internationaux. Le Chapitre VII étudie les mouvements des taux de change et examine la question du flottement contrôlé, le marché de l'or et le problème des liquidités internationales. Le Chapitre VIII traite des activités de la Banque durant l'exercice, ainsi que du bilan et des résultats financiers.



## I. ÉVOLUTION CONJONCTURELLE ET PROBLÈMES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Au cours de l'année écoulée, la situation économique a été marquée par une succession d'ombres et de lumières. Tant sur le plan interne qu'à l'échelle internationale, des sujets d'espoir et de préoccupation sont apparus simultanément. En raison de cette diversité, il est plus difficile qu'à l'accoutumée d'évaluer la signification des indicateurs économiques, des statistiques sur les balances de paiements, de la situation des réserves et des taux de change, tous en rapide évolution.

Par suite, pratiquement chaque événement important a donné lieu lui-même à des interprétations divergentes, pessimistes ou optimistes. Le rythme de la reprise s'est relâché, mais n'est-ce pas là le moyen le plus sûr d'obtenir une croissance durable et non inflationniste à longue échéance? De surcroît, la pause de l'activité observée au cours de l'été n'a-t-elle pas fait place depuis l'hiver à un renouveau d'expansion dans quelques grands pays? Si le taux d'inflation s'est maintenu à un niveau en général inquiétant, certains pays l'ont combattu avec un succès dépassant leurs espérances, cependant que d'autres ont pris dans ce sens des mesures énergiques. Malgré la persistance des déséquilibres dans les paiements internationaux, un ajustement non négligeable a été réalisé en ce domaine. Au début de 1976, les taux de change ont subi de fortes variations, tandis que l'hiver 1976-77 s'est révélé remarquablement calme. Le rôle du système bancaire privé dans le financement des déficits extérieurs a suscité des craintes légitimes; mais comment eût-il été possible de financer aussi rapidement et sur une aussi vaste échelle les déficits pétroliers? Enfin, en l'absence de règles rigoureuses pour régir le processus d'ajustement, il n'est pas exagéré de désigner les mécanismes monétaires internationaux actuellement en vigueur par le terme de «non-système». Et pourtant, le commerce international, loin de s'effondrer, a encore enregistré une saine expansion en 1976.

Le présent Rapport donnera bien sûr une description détaillée des événements survenus en 1976 et au début de 1977, en particulier dans les domaines monétaire et financier. Il s'efforcera également de rendre compte de la manière la plus objective qui soit des interprétations divergentes de ces événements et des conclusions que l'on peut tirer quant aux politiques à mettre en œuvre. Mais il ne s'abstiendra pas de prendre position dans le débat; il essaiera, au contraire, de porter un jugement sur les multiples changements qui se sont produits dans les pays industrialisés occidentaux depuis l'année dernière, pour le meilleur ou pour le pire.

Les grandes lignes de cette évaluation sont esquissées dans ce chapitre d'introduction, tandis que les recommandations de politique générale seront résumées dans la conclusion.

### **Événements encourageants sur la scène internationale**

Malgré les apparences, la plupart des événements favorables ont trait à la situation internationale: ils concernent, dans une certaine mesure, le fonctionnement du

processus d'ajustement, mais plus encore le financement des déséquilibres persistants des balances des paiements courants.

Certes, le montant total des déséquilibres des paiements mondiaux – mesurés par les totaux des excédents ou déficits courants dans les divers pays – est demeuré aussi élevé en 1976 que l'année précédente et n'est, par suite, que peu inférieur au chiffre record de 1974. Cette situation s'explique à la fois par la persistance – et la légère aggravation – du déséquilibre pétrolier global et par les déséquilibres entre les pays industrialisés non producteurs de pétrole et les pays en voie de développement. Cependant, la position de certaines économies importantes a évolué de façon positive; paradoxalement, cette constatation vaut tout particulièrement pour les Etats-Unis qui, en raison du déficit actuel de leur balance des paiements courants, prennent en charge une fraction du déficit pétrolier global imputable en partie, cela va sans dire, à l'expansion spectaculaire des importations américaines de pétrole. Parallèlement, l'excédent courant de l'Allemagne, toujours élevé en chiffres absolus, est désormais relativement faible par rapport au produit national brut et pourrait fort bien s'infléchir encore en 1977. Le Royaume-Uni a pris des mesures draconiennes pour réduire son déficit extérieur et l'on s'attend que cette action, conjuguée aux avantages attendus de l'exploitation des champs pétrolifères de la Mer du Nord, produise son effet au cours de l'année 1977. La balance commerciale de la France a commencé à se redresser sensiblement. Parmi les pays en voie de développement les plus importants, l'Inde et l'Argentine ont enregistré des surplus en 1976, cependant que l'Asie, considérée dans son ensemble (même en excluant le Japon) a obtenu de meilleurs résultats qu'en 1975. Le déficit des transactions courantes de la Yougoslavie a fait place à un excédent, alors qu'un grand nombre de pays du Comecon sont parvenus à réduire le leur.

De multiples raisons d'inquiétude subsistent évidemment; la première réside dans l'ampleur que pourra atteindre cette année le déficit des paiements courants des Etats-Unis. Si, dans les circonstances actuelles, un tel déficit favorise la reprise économique dans le monde et contribue au bon fonctionnement du processus d'ajustement, il n'est dans l'intérêt de personne qu'il atteigne une dimension excessive ou se prolonge par trop longtemps. Ce serait une grave erreur de croire que, sous prétexte que le dollar flotte, on ne doit tenir compte ni de la situation ni de la structure de la balance américaine des paiements. En effet, les Etats-Unis ne sauraient s'installer en permanence dans une position fortement déficitaire de leurs transactions courantes, même compensée par des importations de capitaux; cela est d'autant plus vrai qu'une telle compensation n'a pas eu lieu. D'autre part, il est devenu clair que, les prix du pétrole se maintenant à leur niveau actuel, le déséquilibre pétrolier ne disparaîtra que si des mesures draconiennes sont appliquées pour économiser l'énergie. En troisième lieu, les fluctuations sensibles des taux de change depuis le début du flottement n'ont provoqué jusqu'à présent qu'un ajustement relativement limité des balances de paiements. Enfin, les déficits accusés par les pays méditerranéens ont atteint des niveaux records et semblent, dans de nombreux cas, particulièrement tenaces. Force est donc de prendre en compte toutes ces données; mais, dans le même temps, les exemples précités donnent à penser qu'un renversement des positions externes de tel ou tel pays reste tout à fait possible, à condition toutefois que les autorités

soient disposées à s'engager dans la voie de politiques d'ajustement appropriées et complémentaires.

Plus encourageante encore est la constatation que des ressources suffisantes, tant privées que publiques, ont été dégagées pour financer la plupart des déficits de la zone OCDE et des pays en voie de développement non producteurs de pétrole. L'expérience a prouvé – et l'on pouvait dans une certaine mesure s'y attendre – que l'offre totale de capitaux pouvait s'ajuster à la demande émanant des pays déficitaires. D'une manière globale, aucune pénurie n'a été décelée au niveau des liquidités internationales. A nouveau, il ne s'agit pas de nier que certains pays puissent se retrouver endettés au point de devoir supporter un fardeau excessif au titre du service des emprunts. De même, ne sauraient être sous-estimés les problèmes pouvant naître de l'importance prise par les circuits bancaires privés dans le financement des balances de paiements. Il s'agit, d'une part, du risque que chaque banque, prise individuellement, est en mesure d'assumer, d'autre part, de la question de savoir si cette méthode de financement contribue le mieux au processus d'ajustement. La fixation de conditions est un élément essentiel de ce processus, et il n'est pas certain, c'est le moins qu'on puisse dire, que les banques privées soient individuellement en mesure de jouer le jeu des prêts conditionnels avec autant d'efficacité, de progressivité et de régularité que les organisations internationales sont censées le faire.

Dans le Rapport, il est néanmoins estimé qu'il est plus facile de trouver une solution aux problèmes externes qu'à ceux que rencontrent les pays sur le plan interne. Les problèmes d'ajustement et de financement en tant que tels peuvent être maîtrisés, d'une part, parce qu'ils sont désormais mieux compris et, de l'autre, parce qu'un consensus se dégage sur la façon de les résoudre en pratique. Au niveau interne, on constate, en revanche, un manque de compréhension et l'absence de consensus sur le choix des politiques à mettre en œuvre. C'est pourquoi notre optimisme relatif concernant l'ajustement et le financement des balances de paiements ne nous procure qu'un réconfort limité, si les divers pays sont incapables d'empoigner à bras le corps le double problème fort préoccupant qui les assaille, à savoir l'inflation et le chômage. La principale tâche des autorités pour 1977 – et pour plusieurs années peut-être – consiste à mettre au point des stratégies adéquates permettant de lutter contre ces deux fléaux. Si les politiques *internes* aboutissent sur ce point aux résultats escomptés, alors la gestion de l'économie mondiale ne posera pas de problèmes insurmontables.

### **Les thèmes centraux: chômage et inflation**

Dans ce domaine, le ton du Rapport est beaucoup moins optimiste et les recommandations sur les politiques à suivre nettement moins tranchées.

Alors que l'on redoutait l'an dernier un emballement synchronisé de l'activité économique, ces appréhensions se sont, fort heureusement, révélées sans fondement; mais d'autres motifs d'inquiétude, plus complexes, les ont remplacés. Pendant l'été et le début de l'automne 1976, la reprise a, contre toute attente, marqué un temps d'arrêt, même dans les trois grands pays – Etats-Unis, Japon et Allemagne – qui avaient tiré le monde de la récession. Depuis lors, les facteurs d'expansion semblent s'être intensifiés, tout particulièrement aux Etats-Unis ainsi que, dans une certaine mesure, en République fédérale d'Allemagne, et la confiance des milieux d'affaires

s'est à nouveau renforcée dans quelques autres pays européens. En outre, la poursuite de la «normalisation» des marchés financiers et de la restructuration des bilans, tout comme les politiques monétaires avisées mises en œuvre par la plupart des pays ont jeté des bases saines pour une croissance modérée à long terme.

On doit toutefois se rendre à l'évidence et admettre que les taux d'expansion actuel et escompté ne permettront pas de ramener de sitôt le chômage à des niveaux considérés autrefois comme acceptables. Bien plus, rares sont les signes (sauf dernièrement aux Etats-Unis) qui laissent augurer une reprise vigoureuse de l'investissement productif. Or, il est généralement admis que l'absence d'un tel renouveau risque de compromettre la vigueur de la reprise elle-même et de rendre beaucoup plus difficile la solution de maints problèmes à plus long terme. Dans le même temps, le taux tendanciel d'inflation dans les pays industrialisés occidentaux fait preuve depuis l'été dernier d'une dangereuse résistance à la baisse, sauf dans ces pays précisément où l'appréciation des taux de change a contribué au succès des efforts de stabilisation interne — mais de telles exceptions ne peuvent malheureusement pas devenir partout la règle.

La coexistence, fort déconcertante, d'une croissance relativement faible, de dépenses d'équipement stagnantes et d'un taux de chômage élevé avec une inflation tenace constitue le principal défi auquel sont confrontés les responsables de la politique économique des pays industrialisés du monde occidental. Relever ce défi ne sera pas chose facile. Non seulement le coût social de la mise en œuvre des politiques appropriées est susceptible de représenter pour la communauté un fardeau politiquement inacceptable, mais, en outre, aucun accord d'ensemble ne semble se dégager, tant à l'échelle internationale que dans les divers pays, sur le dosage optimal des politiques à mettre en œuvre. Ce désaccord traduit, dans une certaine mesure, les différences constatées au niveau des priorités politiques, que ce soit entre les divers pays ou au sein de chacun d'eux. Il reflète également des divergences plus fondamentales, tenant à la manière de juger et d'expliquer les événements — en d'autres termes, à l'analyse économique proprement dite. Enfin, la plus grande source de confusion provient du fait que, pour l'heure, les pays sont confrontés à des problèmes de nature fort différente. En dépit du flottement, les échanges internationaux continuent de transmettre des impulsions expansionnistes ou déflationnistes, et l'évolution de la production réelle ne diffère donc guère d'un pays à l'autre. Mais les variations considérables des taux de change se sont accompagnées de disparités d'inflation fort accusées; de plus, des différences notables sont apparues entre les pays dans l'utilisation des ressources réelles et dans le fonctionnement du marché du travail. Ces constatations amènent à penser que chaque pays devrait trouver lui-même le dosage optimal de ses instruments de politique économique.

S'il est de première importance que chaque pays pris individuellement soit à même de trouver la réponse juste à chacune de ces questions, cela est également de la plus haute importance pour la communauté internationale dans son ensemble. Quel que soit notre degré de compréhension du processus d'ajustement des balances de paiements et notre habileté à organiser des circuits appropriés de financement externe, aucun cadre institutionnel ne résistera aux dérèglements provoqués par les attitudes radicalement divergentes des divers pays devant le double défi de l'inflation et du chômage. Les taux de change flottants peuvent coexister avec de faibles

discordances entre les politiques adoptées dans les divers pays; ils peuvent même s'adapter à de profonds écarts dans ce domaine pendant une période déterminée — ce qui a été le cas jusqu'à présent. Mais il serait illusoire de croire qu'ils peuvent constituer le fondement d'une indépendance plus durable des politiques économiques. A plus long terme, les pays industrialisés du monde occidental resteront tout aussi interdépendants sous un régime de taux flottants qu'avec un système de parités fixes. La permanence de profondes différences entre les taux d'inflation, alors que sévit parallèlement un chômage d'une ampleur inacceptable, risque de conduire, *dans n'importe quel* régime de change, au protectionnisme et à l'effondrement du libre-échange — sans parler de la libre circulation des capitaux. Des symptômes troublants de cette nature se manifestent déjà, même s'ils ne revêtent pour l'heure qu'une importance limitée.

Là réside la nécessité de coordonner, à l'échelle internationale, les politiques de lutte contre l'inflation et le chômage. Bien sûr, par suite des différences de pays à pays précédemment évoquées, les autorités seront amenées à adopter des attitudes sensiblement différenciées. Puisque tous les pays se trouvent confrontés au dilemme de l'inflation et du chômage, ils devraient s'efforcer de s'accorder sur leurs responsabilités et sur les objectifs, plutôt que sur le dosage des politiques à mettre en œuvre ou sur le choix des instruments; encore faudrait-il que ces derniers soient compatibles au niveau international.

### **Les grandes lignes du Rapport**

L'analyse de la reprise conjoncturelle, présentée dans le Chapitre II, constitue la toile de fond du Rapport. Deux grandes questions intimement liées y sont abordées: pourquoi l'expansion en cours s'est-elle ralentie — même dans les pays qui n'ont pas été assujettis à des contraintes extérieures? Que peut-on ou que doit-on faire? Il n'est pas fourni, dans le Rapport, de réponse simple à la première question; il est suggéré cependant que la faiblesse des dépenses d'investissement, point central de l'analyse, est attribuable à la fois à l'insuffisance de la rentabilité, au coût élevé du financement sous forme d'actions, à l'existence de capacités excédentaires et aux nombreuses incertitudes qui entourent l'évolution de la situation économique; on peut penser que tous ces facteurs sont à l'origine du manque de confiance dans la poursuite d'une expansion à long terme vigoureuse et régulière. C'est pourquoi, si certains pays peuvent avoir de bonnes raisons de stimuler la demande globale et d'accroître directement les dépenses d'investissement, les politiques menées ne devraient pas provoquer de réactions allant à l'encontre du but recherché. Il faudrait renoncer au «réglage fin» de la demande, mais les autorités devraient administrer la preuve qu'elles sont résolues — et aptes — à assurer une croissance modérée à moyen et à long terme.

Tandis qu'une régulation appropriée de la demande contribuera à l'apparition d'une expansion régulière et modérée, les pays industrialisés devront s'accommoder pour quelque temps d'un chômage supérieur à la normale. Et pourtant, ils ne peuvent guère escompter un nouveau fléchissement spontané du taux d'inflation (Chapitre III). En effet, malgré l'excédent de capacités et les ressources de main-d'œuvre inutilisées, les politiques de lutte contre l'inflation sont devenues de moins en moins efficaces, dans maints pays, depuis l'été de 1976. Le taux tendanciel moyen d'inflation de la zone OCDE a fait preuve d'une résistance opiniâtre à la baisse au cours des douze derniers

mois, le ralentissement constaté dans les pays dont les monnaies se sont appréciées ayant été compensé par une accélération ailleurs. Ces circonstances ont donné naissance aux concepts de cercles vertueux et de cercles vicieux, que le chapitre examine en opposant l'expérience de l'Allemagne et de la Suisse à celle du Royaume-Uni et de l'Italie. Il n'est évidemment pas possible de « stabiliser » l'inflation aux niveaux actuels, car aucun taux d'inflation n'a jamais connu de stabilité durable à des niveaux semblables. Pareille stabilisation n'est pas davantage admissible sur le plan international, car elle implique de larges écarts en valeur absolue entre les pays et comporte donc le risque de faire renaître l'agitation sur les marchés des changes.

Les marchés financiers et monétaires nationaux (Chapitre IV) ont tous été caractérisés par une amélioration continue — encore qu'inégale — de leurs structures financières et par une absence totale de signes d'« éviction » des dépenses du secteur privé par les déficits élevés du secteur public. Mais ce comportement a été nettement différencié, selon qu'il s'agissait de pays à rythme d'inflation en baisse et non exposés à des contraintes extérieures, ou, au contraire, de pays davantage en proie à l'inflation, qui ont dû lutter simultanément contre le déséquilibre interne et le déficit des comptes extérieurs. Dans le premier groupe, sous l'effet conjugué de l'atténuation des anticipations inflationnistes, de la pause momentanée dans la reprise économique et de la croissance modérée, mais continue, des agrégats monétaires, la « normalisation » des marchés s'est poursuivie, ce qui impliquait, dans l'ensemble, une stabilisation ou une tendance à la baisse des taux d'intérêt. Dans le second groupe de pays, plus dense, les autorités ont été contraintes d'appliquer des politiques monétaires résolument restrictives, ce qui a provoqué à différentes reprises, en 1976, de fortes hausses des taux d'intérêt — suivies toutefois par des reculs sensibles, chaque fois que le renversement de la position extérieure du pays lui permettait d'atténuer la rigueur de sa politique.

La situation des paiements internationaux est demeurée sous l'emprise de déséquilibres importants, et parfois tenaces (Chapitre V). Résultat direct de la reprise conjoncturelle, le déséquilibre pétrolier s'est encore aggravé, l'excédent ayant nettement été concentré sur un très petit nombre de pays de l'OPEP à faible capacité d'absorption. On ne peut donc guère nourrir l'espoir de voir disparaître rapidement ce déficit. Comme indiqué précédemment, les balances extérieures des pays consommateurs de pétrole ont évolué légèrement dans le sens d'une amélioration, et ceci non seulement au sein de la zone OCDE, mais également parmi les pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Le total des déséquilibres des paiements mondiaux — c'est-à-dire la somme des divers déficits ou excédents courants — n'a toutefois pas diminué par rapport à 1975. De plus, la forte concentration des déficits sur quelques pays en voie de développement et sur une douzaine environ de pays de l'OCDE soulève des inquiétudes légitimes. Quoi qu'il en soit, le financement de ces déséquilibres ne s'est pas heurté pour l'instant à des difficultés majeures, grâce au flux des capitaux privés, des prêts bancaires et des fonds publics. Le chapitre se termine par l'examen des succès et des échecs du processus d'ajustement, et par l'étude du rôle que pourraient jouer les mouvements des taux de change pour en améliorer le fonctionnement. Il ressort de ces considérations que le processus d'ajustement peut être sensiblement perfectionné, mais que le monde devra s'accommoder de déséquilibres importants. Le courant de moyens de financement internationaux sera-t-il adéquat ?

Si l'on en juge par l'expérience récente, la réponse est sans aucun doute «oui». Les prêts bancaires internationaux (Chapitre VI) ont continué de fournir de vastes ressources aux pays déficitaires, tant par l'intermédiaire du marché des euro-monnaies, dans sa définition étroite, que par le biais des prêts extérieurs libellés en monnaies nationales. L'année 1976 a vu la confirmation de la plupart des tendances qui s'étaient manifestées deux années plus tôt: l'importance croissante des prêts accordés par les banques américaines, soit directement depuis les Etats-Unis, soit par le truchement d'autres centres financiers; l'extension des centres offshore; enfin, la place prépondérante occupée par le financement des balances de paiements dans les prêts bancaires internationaux. Le terme «confirmation» est peut-être un euphémisme; ces tendances se sont en effet fortement accélérées en 1976, en particulier pendant le dernier trimestre; elles ont évidemment soulevé des problèmes spécifiques, en ce qui concerne notamment les risques supportés par les banques. Le chapitre plaide en faveur d'une meilleure information et d'un renforcement de la coopération entre les bailleurs de fonds privés et les institutions internationales.

Le Chapitre VII décrit l'évolution des taux de change, le déroulement des interventions officielles et la situation du marché de l'or. Il aborde ensuite les deux grandes questions interdépendantes, auxquelles la politique monétaire internationale se trouve actuellement confrontée: la gestion des taux de change et l'adéquation ou l'inadéquation de la liquidité internationale.

En ce qui concerne la première question, il est certain que les gouvernements doivent rester libres de «gérer» les taux de change, tout en se soumettant à la surveillance internationale du FMI. Les taux de change doivent pouvoir refléter des écarts prononcés et prolongés entre les taux d'inflation intérieurs; mais il serait tout aussi erroné de permettre aux fluctuations des taux de change d'accentuer les écarts des taux d'inflation que de les empêcher d'y répondre. En outre, seule une modification des taux de change *réels* permettra de remédier à certains déséquilibres extérieurs — or, pareille modification est inconcevable sans un changement d'orientation radical des politiques nationales. Pour juger la politique des changes menée par tel ou tel pays, il faudra donc se référer chaque fois aux circonstances spécifiques et aux objectifs que se sont fixés les autorités. La surveillance de la politique des changes ne devra donc pas s'appuyer sur de simples directives, fixées à l'avance. Elle ne pourrait d'ailleurs pas le faire.

Pour ce qui est de la seconde question, le Rapport souligne combien il est difficile de définir sans équivoque la notion de liquidité internationale. Depuis plusieurs années, il semble qu'en matière de financement des déficits l'offre ait été déterminée par la demande, et il est à penser qu'à l'avenir il n'y aura pas — parce que cela est impossible — de pénurie *globale* de moyens de financement des balances de paiements. Dans cette acception large et générale, la liquidité internationale est probablement suffisante. Mais des pénuries spécifiques peuvent toujours se produire, vu qu'il n'est pas du tout certain que les prêts internationaux continueront à s'orienter dans la bonne direction ou qu'ils seront assortis de conditions adéquates. Cette incertitude montre qu'une coopération entre les institutions officielles et les prêteurs privés est souhaitable; considérée sous cet angle, la liquidité internationale doit être renforcée, notamment en mettant à la disposition du FMI un volume plus important de ressources, de façon à lui permettre d'accorder des prêts conditionnels.

## II. LE DÉROULEMENT DE LA REPRISE ÉCONOMIQUE

Au cours de l'année écoulée, la reprise de l'activité économique s'est révélée d'une faiblesse décevante. En dépit d'une allure initiale très satisfaisante et prometteuse, le mouvement de redressement s'est brutalement arrêté au tout début de l'été 1976. Ce n'est que vers la fin de l'année et au commencement de 1977 – et encore dans très peu de pays – que les signes d'un renouveau d'expansion se sont fait jour. Dans le domaine de l'investissement, l'activité demeure stagnante et l'on s'attend généralement que le chômage reste important, même dans l'hypothèse où le regain de confiance observé récemment dans les milieux d'affaires viendrait à être rapidement confirmé.

L'action menée par les gouvernements pour stimuler la demande est encore entravée par plusieurs contraintes. L'inflation est toujours vive dans la plupart des pays et, même là où elle a continué de se ralentir, on craint fortement que les nouvelles mesures de relance ne raniment les anticipations inflationnistes. Les déficits budgétaires du secteur public sont demeurés partout inhabituellement élevés, et il est à craindre que l'adoption de nouvelles mesures d'incitation ne les porte à des niveaux excessifs, à court terme comme à long terme. En outre, certains pays doutent de l'efficacité de la régulation de la demande au moyen d'interventions budgétaires. Enfin, un grand nombre d'entre eux ne peuvent pas se permettre de relancer l'activité interne, du fait qu'ils connaissent déjà des déficits extérieurs d'une ampleur excessive.

### Récession et reprise: quelques comparaisons internationales

Ainsi que l'indiquait le Rapport de l'an passé, la reprise de l'activité économique semblait bien amorcée au cours des premiers mois de 1976. Au vu des progrès appréciables réalisés presque partout par la production au premier trimestre, on pouvait penser que le terrain cédé pendant la récession serait rapidement regagné et que l'accélération de l'activité entraînerait un développement plus accentué de la production. Conscientes de l'importance du rôle joué par la reconstitution des stocks et de la nécessité de résoudre maints problèmes structurels profondément ancrés, les autorités redoutaient de plus en plus qu'un vif essor synchronisé n'engendrât assez rapidement des tensions inflationnistes, comme au cours des années 1972-73.

A la fin du printemps, cependant, le mouvement ascendant commençait déjà à perdre de sa vigueur et, en été, il s'arrêta pratiquement, même dans les principaux pays «forts» – Etats-Unis, Allemagne et Japon – où les germes de reprise étaient, pensait-on, le plus fermement enracinés. Jusqu'à la fin de l'année environ, l'activité économique s'était maintenue peu ou prou à ce palier, et l'on pouvait se demander si le monde industriel occidental allait simplement connaître une pause prolongée ou si des obstacles plus fondamentaux ne s'opposaient pas à une expansion durable.

L'évolution récente de la conjoncture a contribué dans une certaine mesure à dissiper la morosité. Tel est le cas, en particulier, des Etats-Unis, où, malgré une brève interruption, consécutive aux conditions climatiques extrêmement rigoureuses du début de 1977, la production s'est accrue de nouveau à une cadence rapide depuis



**Evolution de la production industrielle<sup>1</sup>**

Pays	Variation au cours de la période de douze mois se terminant en		Variation entre juin 1976 et février 1977 en taux annuel	Variation globale entre juin 1974 et février 1977
	juin 1975	juin 1976		
en %				
Etats-Unis . . . . .	- 11,8	11,8	3,7	1,1
Allemagne fédérale . . . . .	- 7,6	10,3	2,9	3,9
Japon . . . . .	- 11,2	13,2	3,1	2,7
France . . . . .	- 10,4	10,7	3,6	1,6
Italie . . . . .	- 12,4	11,6	12,6	6,0
Royaume-Uni . . . . .	- 8,8	1,8	6,9	- 2,9
Belgique . . . . .	- 11,4	8,3	3,1	- 2,1
Canada . . . . .	- 5,8	5,0	3,6	1,3
Pays-Bas . . . . .	- 8,7	7,8	-	- 1,6
Suède . . . . .	- 6,5	1,6	- 3,4	- 7,2
Suisse . . . . .	- 16,6	2,2	7,8 <sup>2</sup>	- 11,4 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Données désaisonnalisées.    <sup>2</sup> Jusqu'à décembre 1976.

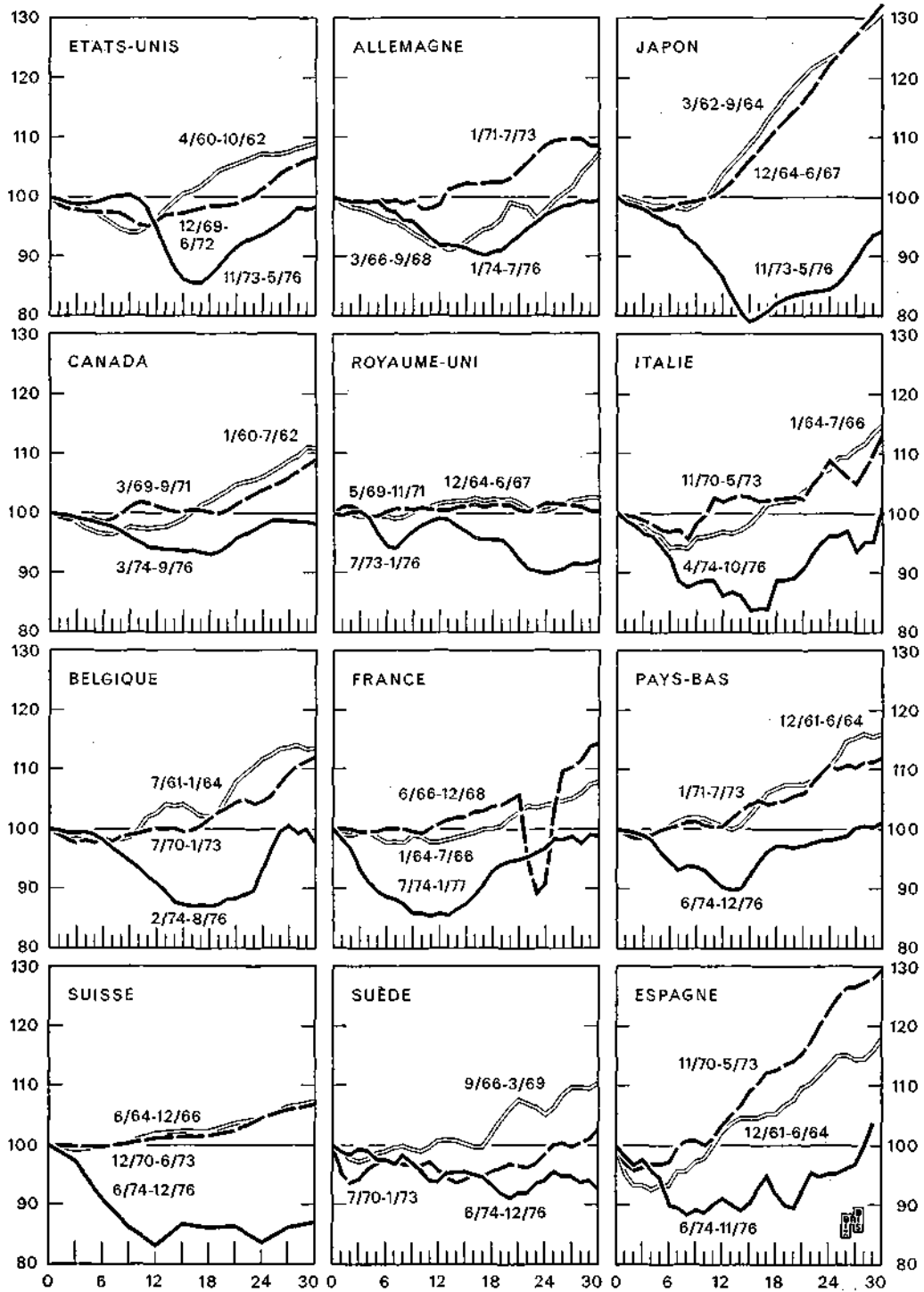
la fin de 1976. En Allemagne également, la production a repris sa progression depuis la fin de l'été dernier, mais à un rythme plus modéré que pendant la première phase de la reprise. Au Japon, en revanche, la demande interne a eu tendance à rester faible, par rapport surtout au potentiel de croissance, et les autorités se sont efforcées ces derniers mois d'injecter une dose appropriée de stimulants dans l'activité économique. Il convient d'ajouter que, dans chacun de ces trois pays, les pouvoirs publics ont affirmé maintes fois que des mesures seraient prises, le cas échéant, pour maintenir leur économie sur la voie d'une expansion modérée.

Le tableau ci-dessus montre le profil statistique de la récession et de la reprise, établi d'après les variations de la production industrielle pour les principaux pays industrialisés occidentaux. Au milieu de 1976, la production avait à peu près retrouvé le niveau qu'elle avait atteint au milieu de l'année 1974 et qui correspondait approximativement au point supérieur précédent dans la plupart des pays, à l'exception principalement de la Belgique, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse.

Si, à partir du milieu de 1976, l'évolution de la production industrielle a été différente d'un pays à l'autre, elle n'en fut pas moins marquée dans l'ensemble par un essoufflement de la reprise. Dans un certain nombre de pays, la production se tenait toujours, en février 1977, en dessous du niveau enregistré au milieu de 1974. En outre, comme le potentiel de production a continué de se développer par suite des nouveaux investissements et, dans certains cas, de l'augmentation de la population active, le chômage est demeuré important ou s'est même amplifié (voir Chapitre III).

L'examen du graphique ci-après met en évidence les traits caractéristiques du cycle de production actuel, à savoir la gravité exceptionnelle de la récession et la faiblesse de la reprise. L'évolution de l'indice mensuel de la production industrielle est établie à partir du sommet conjoncturel précédent et comparée aux cycles antérieurs dans chaque pays. A l'évidence, la reprise actuelle, mesurée depuis le point inférieur du cycle,

Comparaisons des cycles de la production industrielle  
Evolution par mois depuis le dernier sommet cyclique (=100)\*



N°2237

\* Moyennes mobiles centrées de trois mois.

ne s'écarte pas sensiblement des phases de reprise conjoncturelle antérieures. Le fait essentiel, cependant, est que le creux, pour chaque pays, est nettement plus accusé que celui enregistré lors des précédentes récessions d'après-guerre. C'est pourquoi l'activité économique a pu suivre une cadence de redressement « normale » pendant une période assez longue, tout en demeurant bien en deçà de l'utilisation maximum des capacités de production.

Aussi la reprise actuelle s'accompagne-t-elle d'une marge de capacités inutilisées beaucoup plus élevée que ce ne fut le cas à des stades comparables des phases de redressement précédentes. Aux Etats-Unis, par exemple, les deux reprises antérieures, représentées sur le graphique, avaient permis de ramener le taux d'utilisation des capacités à un niveau proche de la normale dans l'industrie de transformation. A la fin de 1976, en revanche, le taux d'utilisation du potentiel productif dépassait à peine 80%, d'après les estimations du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale. Si ce chiffre est nettement supérieur au minimum de 1975 (70%), il se situe encore bien en dessous du maximum de 1973 (88%). Cette disparité tient en partie au fait que la capacité de production de l'industrie de transformation des Etats-Unis s'est accrue de près de 10% au cours des trois années considérées, et il est permis de penser que l'évolution n'a guère été différente ailleurs. Les indications sur les autres pays montrent que, d'une façon générale, les taux d'utilisation des capacités de production n'ont pas encore regagné la moitié du terrain perdu entre le dernier sommet conjoncturel et le point d'inflexion minimum atteint au cours de ce cycle.

En dehors des pays industrialisés du monde occidental, l'activité économique a été orientée vers l'expansion, mais le rythme en a été assez heurté. La croissance industrielle dans les pays de l'Europe de l'Est a été légèrement moins forte en 1976 que l'année précédente. Globalement, ces pays, confrontés eux aussi au difficile problème de l'ajustement dû à l'accroissement du coût de l'énergie, ont également pris des mesures destinées à améliorer leur position commerciale et à freiner la croissance de leur endettement extérieur. Il ne fait aucun doute que ces mesures ont provoqué un ralentissement de leurs importations en provenance des pays occidentaux. Ailleurs, la situation économique des pays en voie de développement non producteurs de pétrole s'est quelque peu améliorée en 1976, dans la mesure où la reprise économique dans les pays industrialisés occidentaux a ranimé la demande de matières premières. Bien que le déficit des paiements extérieurs de certains d'entre eux demeure fort important, la plupart l'ont ramené à un niveau acceptable n'entravant pas à l'avenir leurs efforts nationaux de développement.

### **La physionomie de la reprise: un tableau contrasté**

Les fluctuations de l'investissement sous forme de stocks ont joué un rôle exceptionnellement important tout au long du cycle conjoncturel actuel, en ce sens qu'elles ont amplifié à la fois le mouvement de recul et la phase initiale de la reprise. Quand, en 1974, l'horizon économique s'est fortement assombri, les entreprises se sont efforcées d'échapper au danger que constituait pour elles la détention de stocks excessifs. A partir du moment où le cycle de stockage avait changé de sens, c'est-à-dire, dans la plupart des cas, au printemps de 1975, la reconstitution des stocks fut très rapide. Aux Etats-Unis, la reprise de la constitution de stocks entre le deuxième

trimestre de 1975 et le premier trimestre de 1976 a contribué pour près de la moitié à la progression de 5,9% en volume du produit national brut. Dans les autres pays industrialisés, ces variations, bien qu'en général moins prononcées, ont cependant été très amples par comparaison avec le passé. Habituellement, les fluctuations de ce type d'investissements ont bien sûr tendance à suivre de très près le rythme d'évolution de la demande finale. C'est pourquoi, lorsque celle-ci s'est ralentie l'année passée et que la reconstitution des stocks s'est révélée être plus rapide que prévu, les entreprises ont réagi en réduisant leur production.

Quelles sont, dans ces conditions, les raisons qui ont amené au milieu de l'année un fléchissement aussi brutal du volume de la demande finale? Il serait utile à cet égard d'examiner, en fonction des enseignements fournis par les cycles antérieurs, quelle a été l'évolution des composantes de la demande au cours de la phase actuelle de reprise. Le tableau ci-après indique la variation totale, exprimée en pourcentage, de ces composantes, mesurée par rapport au précédent sommet conjoncturel, pour le cycle en cours et deux cycles antérieurs. Seuls figurent dans ce tableau les six pays pour lesquels on dispose de données trimestrielles sur le revenu national, mais ces pays représentent environ 80% de la production totale de l'OCDE. Les dates correspondant, dans les divers pays, aux points supérieurs des cycles ont été choisies sur la base de la variation de la production industrielle. Les données concernant le produit national brut en volume, qui portent à la fois sur les dépenses engagées au titre des prestations de services publics et privés et sur celles afférentes à la construction de logements, couvrent bien

Comparaison, par cycles, des variations cumulées des composantes du produit national brut en volume

Pays	Périodes comparées <sup>1</sup>	Produit national brut en volume	Consommation		Investissement <sup>2</sup>		Exportations	Importations
			privée	publique	non résidentiel	résidentiel		
variations cumulées en % par rapport au sommet précédent								
Allemagne fédérale	II/66 - I/69	10,8	9,7	5,2	11,8	- 6,1	30,7	25,3
	III/71 - II/74	9,0	6,2	13,0	- 6,5	- 3,8	42,7	23,5
	I/74 - IV/76	2,9	8,3	8,8	7,4	- 11,2	3,9	20,0
Canada . . . . .	I/60 - IV/62	11,7	8,5	20,1	5,1	- 9,3	9,7	- 1,6
	I/69 - IV/71	13,0	13,6	19,1	14,9	15,4	15,4	13,9
	I/74 - IV/76	4,5	14,6	7,7	0,5	0,7	- 0,9	8,2
Etats-Unis . . . . .	I/60 - II/63	11,2	10,9	15,3	9,0	13,4	22,0	13,0
	IV/69 - I/73	14,1	16,0	- 0,0	12,5	60,6	31,2	26,1
	IV/73 - I/77	4,4	10,0	4,7	- 7,9	- 3,9	7,8	10,3
France . . . . .	I/64 - I/66	10,4	8,3	12,1	15,8	29,0	15,7	9,6
	II/66 - II/68	2,7	5,8	8,7	12,2	- 2,5	- 6,9	5,3
	III/74 - III/76	3,5	8,3	1,6	4,1		6,6	12,7
Japon . . . . .	I/62 - I/65	31,0	30,9	24,6	31,7	71,0	62,4	39,2
	IV/64 - IV/67	33,0	26,6	17,0	40,4	50,4	37,2	52,9
	IV/73 - IV/76	8,1	9,2	15,2	- 12,9	- 0,5	50,0	7,3
Royaume-Uni . . . . .	IV/64 - I/68	8,7	9,5	12,6	17,0	24,7	19,7	17,1
	II/69 - III/72	8,0	12,6	9,4	8,8	5,9	8,6	19,3
	III/73 - IV/76	1,8	- 1,2	10,4	- 13,9	0,9	13,0	0,6

<sup>1</sup> Pour chaque pays, le cycle le plus récent, couvrant la période allant du sommet aux derniers chiffres trimestriels disponibles, est comparé aux résultats enregistrés pour le même nombre de trimestres des cycles antérieurs considérés.  
<sup>2</sup> A l'exclusion des variations de stocks.

entendu un domaine plus vaste que les chiffres de la production industrielle. Elles confirment cependant que, dans la plupart des pays, la reprise actuelle de la production en termes réels a été sensiblement plus faible qu'à des stades comparables de cycles antérieurs. Mais, au-delà de cette large généralisation, les différences de comportement des composantes de la demande finale réelle dans les divers pays apparaissent aussi frappantes que les analogies.

Peut-être la différence essentielle a-t-elle trait à l'évolution des relations commerciales extérieures des divers pays. Alors que l'Allemagne, devant l'appréciation continue du deutsche mark, parvenait avec un certain succès à stimuler la demande interne privée (sauf pour le logement) et à l'orienter vers les produits importés, au Japon, la demande de l'espèce est demeurée relativement atone et le volume des exportations nettes de biens et services a enregistré un accroissement très important. Au Royaume-Uni, la consommation privée (mais non celle du secteur public) tout comme l'investissement en usines et équipements, a fortement régressé au cours du présent cycle; l'amélioration concomitante du volume des exportations nettes est toutefois à mettre en parallèle avec une détérioration des termes de l'échange. La consommation des particuliers a été, en revanche, assez soutenue au Canada comme en France et ne semble pas étrangère à l'affaiblissement des positions extérieures de ces deux pays.

En ce qui concerne les similitudes, on constate une certaine uniformité dans le comportement des composantes individuelles de la demande. Les investissements fixes en usines et équipements ont fait preuve presque partout (sauf en Allemagne) d'une faiblesse inhabituelle, surtout dans les pays où la consommation a été particulièrement déprimée. Dans le secteur de la construction également, l'édification de nouveaux logements est demeurée à des niveaux bien inférieurs aux pointes atteintes avant la récession.

### **Le point de l'évolution conjoncturelle et structurelle**

La pause prolongée marquée par l'économie à partir du milieu de 1976 a plongé les esprits dans la perplexité et surpris les responsables de la politique économique. Plus récemment, l'apparition de signes de reprise dans certains pays n'a pas dissipé les doutes sur la vigueur de ce mouvement, ni sur les chances de le maintenir à un régime stable. Le cycle actuel s'est incontestablement révélé fort différent des précédents, tant en ce qui concerne son ampleur que sa durée et ses causes profondes. La plupart des pays sont entrés, en 1977, dans la quatrième année de récession depuis le sommet conjoncturel précédent, et, dans nombre d'entre eux, le chômage ne pourra certainement pas être ramené à des niveaux acceptables avant longtemps. Le présent cycle ne ressemble nullement à celui des années trente, tant au point de vue quantitatif que qualitatif. Si l'on considère toutefois qu'il s'agit d'une longue «dépression de croissance», en ce sens que la croissance de la production se maintient pendant plusieurs années bien en dessous de sa tendance précédente, cette récession diffère sensiblement de la plupart de celles survenues depuis la guerre. La précarité de la reprise en cours est-elle due à une réaction cyclique anormale de la politique mise en œuvre par les pouvoirs publics? Serait-elle liée au contraire à l'action de facteurs structurels de nature plus fondamentale? En ce qui concerne le diagnostic et la thérapeutique, les diverses

analyses proposées, fort différentes, ne s'excluent pas toujours mutuellement, et leur importance peut varier considérablement d'un pays à l'autre.

D'aucuns estiment que le malaise actuel de nos économies est attribuable en grande partie à la prudence excessive dont ont fait preuve les autorités, notamment celles des pays «forts», dans leur politique de stimulation de la demande globale. Elles n'auraient pas su voir que les vives poussées inflationnistes de ces dernières années, telles que la forte hausse du prix du pétrole et des produits alimentaires, revêtaient la plupart du temps un caractère exceptionnel et éphémère. Elles n'auraient pas non plus tenu suffisamment compte de l'influence très dépressive qu'exercent sur la dépense ces augmentations de prix exogènes. Aussi, en essayant de combattre l'inflation par une limitation sévère de la demande interne, les autorités auraient-elles inconsciemment permis une récession beaucoup plus coûteuse au total, en termes de chômage et de pertes de production, que l'inflation qu'elles redoutaient. Les défenseurs de cette thèse ont soutenu, l'année passée, qu'une stimulation modérée de la demande, vu l'ampleur des marges de capacités inutilisées et le sous-emploi de la main-d'œuvre, n'engendrerait pas des risques d'inflation inacceptables. Ils considèrent, en outre, que cette action est indispensable pour obtenir un rythme de croissance du commerce mondial susceptible d'aider les pays plus faibles à se tirer d'affaire eux-mêmes, plutôt que de s'endetter de plus en plus lourdement.

D'après une seconde conception, opposée à la précédente, le «réglage fin» de l'économie au moyen d'une politique budgétaire volontariste n'aurait exercé qu'une influence passagère sur le volume de la production et de l'emploi. En outre, une expansion plus rapide des agrégats monétaires tendrait simplement, sur une longue période, à accélérer le rythme d'inflation des prix, même si à court terme elle pouvait se révéler être un efficace soutien conjoncturel. Le niveau élevé du chômage serait en même temps considéré comme une conséquence inéluctable et comme le prix à payer pour l'inflation antérieure, dont l'élimination constituerait dès lors une condition indispensable à une reprise durable de la croissance. En d'autres termes, les marchés modernes des biens et du travail étant extrêmement sensibles aux anticipations en matière de salaires et de prix, il n'y aurait plus, à court terme, de solution de compromis acceptable entre le chômage et l'inflation. Toute nouvelle action des pouvoirs publics visant à stimuler l'activité économique raviverait les anticipations inflationnistes et déclencherait à bref délai des réactions opposées dans le secteur privé. Les entreprises, craignant ensuite de se trouver prises entre des coûts croissants et un retour à une politique restrictive, différeraient les investissements projetés. Les consommateurs, s'attendant à une nouvelle réduction de la valeur de l'épargne accumulée, réduiraient leurs dépenses. Les investisseurs, escomptant une hausse des taux d'intérêt, transféreraient leurs fonds des marchés des capitaux et des valeurs à revenu variable vers des placements plus liquides. Ainsi, selon cette opinion, le moyen le plus sûr de retrouver un régime de croissance stable consisterait simplement à persévérer dans une politique d'expansion modérée, mais régulière, des agrégats monétaires.

Une troisième approche considère que nos problèmes actuels sont essentiellement la conséquence d'une double évolution à long terme: dans la répartition des revenus, et dans la situation financière des divers secteurs. Les tenants de cette thèse affirment que depuis un certain nombre d'années la part de revenu des entreprises a subi une constante érosion. Cette asymétrie dans la répartition du revenu a notablement réduit

la possibilité et la volonté des entreprises d'effectuer des investissements productifs. De plus, pendant la majeure partie de la période considérée, l'inflation a atténué cette érosion en allégeant la charge effective des dettes accumulées et en facilitant le recours à l'emprunt à des taux d'intérêt réels très bas. Puis, à partir de 1974 environ, les entreprises ont connu de sérieuses difficultés en matière d'autofinancement et ont pris conscience de la nécessité de procéder sur une longue période à une restructuration de leur bilan. Ces efforts se sont traduits par une réduction des coûts et de la main-d'œuvre, par l'annulation ou l'ajournement de projets d'investissements et par la reconstitution des encaisses liquides, en partie sous forme de remboursement ou de consolidation de dettes. Le processus de restructuration financière est maintenant assez avancé dans certains pays, mais le désir d'éviter une nouvelle détérioration continuera peut-être d'entraver le développement des investissements. En outre, si l'amenuisement des marges bénéficiaires s'est notablement ralenti dans divers pays, la rentabilité n'a jamais été aussi faible, ce qui semble toujours décourager les nouveaux investissements. De surcroît, les consommateurs ont freiné leurs dépenses, et le taux d'épargne atteint un niveau exceptionnellement élevé. Si cette attitude tient en partie à la dépréciation de la valeur réelle des actifs financiers, du fait de la persistance de l'inflation, la prudence des ménages s'explique également par les incertitudes qui pèsent sur les perspectives d'évolution des revenus et de l'emploi.

Il existe enfin un courant de pensée qui replace les problèmes actuels dans une perspective encore plus vaste. C'est ainsi que certains observateurs croient que le monde a atteint un point d'inflexion du « cycle de Kondratiev », qui se caractérise par des fluctuations de longue durée s'étendant sur des périodes de vingt-cinq à cinquante ans. Selon une interprétation qui a cours actuellement, les progrès remarquables accomplis par les pays industrialisés du monde occidental pendant les dernières décennies sont dus à la possibilité qu'ils avaient de disposer de ressources bon marché et abondantes en produits alimentaires, matières premières et énergie. On estime que cette situation s'est profondément modifiée, de sorte que les progrès ultérieurs dépendent d'ajustements structurels de grande envergure, axés principalement sur une revalorisation et une réorientation des efforts d'investissement de chaque pays. Dans une optique différente, il est fait parfois mention de certains autres phénomènes à long terme qui semblent devoir freiner un renouveau de la croissance, tels que l'apparition d'importantes capacités excédentaires dans la construction de logements, la construction navale, la sidérurgie et l'industrie textile.

Ce catalogue des diagnostics est long, mais il reflète les nombreux impondérables qui empêchent de porter un jugement équilibré sur la situation actuelle et les perspectives d'avenir. On s'efforcera, dans les pages qui suivent, de cerner d'un peu plus près quelques-uns de ces problèmes. L'opinion qui se dégagera de ces réflexions revêt néanmoins un caractère éclectique.

### **L'utilisation des ressources: ajustement ou financement**

Depuis le début des années soixante-dix, les divers pays industrialisés ont été soumis à une série de secousses extérieures inaccoutumées: l'effondrement du système des parités fixes, un accès d'inflation mondiale sans précédent, et une montée en flèche des prix du pétrole et d'autres matières premières. Face aux tensions inflationnistes et

aux déficits extérieurs apparus en 1973-74, les autorités nationales ont réagi très diversement, l'orientation imprimée à leur politique économique allant de l'«ajustement», axé principalement sur la lutte contre l'inflation, au «financement», fondé sur le soutien de la demande interne et de l'emploi. Aussi les gouvernements se sont-ils trouvés, plus récemment, placés dans des situations très différentes pour définir leurs problèmes spécifiques. S'il est vrai que la propagation de la récession a engendré presque partout un chômage élevé et un affaiblissement de la demande globale, il n'en résulte pas pour autant qu'une solution commune doive être dégagée. De fait, chaque pays semble avoir ses problèmes propres quant à la répartition globale des ressources — qu'il s'agisse de leur distribution entre la demande interne et les exportations, entre le secteur public et le secteur privé, ou entre la consommation et l'investissement.

*Consommation et épargne des ménages.* Dans la présente reprise, comme dans les précédentes, l'impulsion a été principalement fournie par l'accélération des dépenses de consommation et la reconstitution des stocks qui lui a été étroitement liée. Dans les principaux pays industrialisés pour lesquels des données trimestrielles et semestrielles sont disponibles, on note un essor appréciable — mais décalé dans le temps — de la consommation pendant la phase initiale du redressement. Les dépenses supplémentaires ont principalement porté sur des biens durables, en particulier l'automobile. Aux Etats-Unis, par exemple, les dépenses réelles en biens de consommation durables ont augmenté de 17% pendant les douze mois se terminant au premier trimestre de 1976, mais le rythme de progression est ensuite revenu à moins de 4%, en taux annuel, pour le reste de l'année. On ne dispose généralement pas pour les autres pays de données sur les biens de consommation durables, mais il semble, d'après les immatriculations de voitures neuves en Allemagne et au Japon, que l'évolution n'a pas été très différente non plus dans ces deux pays. Toujours est-il que, dès le premier semestre de 1976, le rythme d'accroissement de la consommation a commencé à se ralentir, pays après pays, et qu'au second semestre il était presque partout nettement inférieur à la normale. Ce brusque changement a affaibli la confiance des milieux d'affaires et provoqué un nouveau fléchissement des stocks.

Si l'on examine les données annuelles, qui sont disponibles pour un plus grand nombre de pays, on constate que, l'an dernier, les dépenses de consommation ont varié considérablement d'un pays à l'autre. Les Etats-Unis, le Canada, la Suède et la Norvège ont enregistré des accroissements relativement importants, supérieurs aux moyennes de la période 1962-73. Pour la plupart des autres pays, Allemagne et Japon compris, le rythme est tombé à des valeurs situées entre 3 et 4½ %, s'établissant ainsi notablement en dessous du taux tendanciel de croissance. Le total des dépenses de consommation s'est même contracté au Royaume-Uni et en Suisse, alors qu'en Espagne la progression de cet agrégat a de nouveau fait preuve d'une faiblesse inhabituelle. Cette divergence d'évolution semble due en grande partie aux différences de croissance du revenu réel disponible.

Ces différences mises à part, comment expliquer un essoufflement aussi rapide des dépenses de consommation? Au nombre des raisons invoquées figure l'incidence du prélèvement fiscal, qui s'accroît à mesure que l'inflation des salaires et des prix pousse vers le haut les revenus nominaux avant impôts. Selon des estimations de l'OCDE, l'incidence exercée sur les ménages par les impôts nets (impôts directs et



Variations du produit national brut réel et de ses composantes

Pays	Années	Produit national brut en volume	De-mande finale*	Expor-tations	Impor-tations	Demande intérieure				
						Total	Consommation privée	publique	Investissement non rési-dentiel	résiduel
taux de variation annuels, en %										
Allemagne fédérale . . .	1962-73	4,6	4,6	10,1	9,9	4,4	4,6	3,8	5,5	3,5
	1974	0,4	1,6	12,5	4,7	- 1,4	0,2	4,5	- 8,2	- 8,7
	1975	- 2,5	- 2,6	- 9,1	0,8	1,1	2,5	3,6	0,4	- 9,0
	1976	5,5	3,6	10,4	10,8	3,6	3,3	2,9	6,5	2,5
Belgique . . .	1962-73	5,1	4,9	10,6	10,3	4,7	4,6	5,6	4,5	4,5
	1974	4,2	3,6	10,7	11,6	3,9	2,5	4,4	6,8	10,2
	1975	- 1,8	1,2	- 9,9	- 10,9	0,9	0,9	7,0	- 3,5	- 6,1
	1976	2,3	- 0,2	7,0	8,5	0,4	2,3	3,5	- 6,2	13,9
Canada . . .	1962-73	5,6	5,6	9,4	9,0	5,6	5,4	5,5	6,1	6,8
	1974	3,2	2,4	- 2,3	8,9	5,2	4,9	6,6	7,0	- 2,0
	1975	0,6	3,0	- 7,3	- 2,5	4,0	4,8	3,7	5,0	- 7,7
	1976	4,6	3,7	9,5	8,1	4,5	6,3	3,0	- 3,5	18,8
Espagne . . .	1962-73	6,9	6,8	12,6	12,0	6,8	6,2	5,9	9,3	
	1974	4,9	6,2	- 1,6	4,7	5,3	5,6	5,7	4,4	
	1975	0,8		- 2,7	- 2,0	0,9	2,1	3,6	- 3,5	
	1976	1,7		7,4	5,1	1,6	2,3	3,9	- 1,4	
Etats-Unis . . .	1962-73	4,0	4,0	7,5	8,1	4,0	4,3	2,5	4,7	4,2
	1974	- 1,7	- 1,1	10,6	1,0	- 1,8	- 1,1	1,7	- 1,5	- 27,8
	1975	- 1,9	- 0,1	- 7,0	- 17,0	- 0,7	1,5	2,9	- 12,0	- 16,3
	1976	5,9	4,3	5,9	16,2	4,9	5,5	2,9	0,6	20,0
France . . . .	1962-73	6,1	6,1	11,1	12,0	6,2	5,5	5,6	7,9	7,8
	1974	2,9	3,3	9,8	4,8	2,3	2,6	2,6	- 0,3	4,9
	1975	- 1,4	1,7	- 3,7	- 7,2	1,3	3,2	2,7	- 4,6	- 3,9
	1976	4,9		9,5	15,8		4,2	4,2		
Italie . . . .	1962-73	4,8	4,7	9,2	9,4	4,7	5,4	3,9	3,4	2,2
	1974	3,9	4,2	9,3	2,1	2,7	2,5	2,9	3,9	2,6
	1975	- 3,6	- 0,5	3,4	- 10,5	- 3,3	- 1,4	2,7	- 14,8	- 11,6
	1976	5,5	3,0	11,8	12,3	2,8	3,2	1,9	3,6	- 1,2
Japon . . . .	1962-73	10,2	10,1	14,4	14,2	10,2	8,8	6,2	12,6	15,1
	1974	- 1,3	- 1,6	19,2	11,7	- 2,5	1,4	4,3	- 10,4	- 11,7
	1975	2,4	4,6	4,3	- 8,5	0,7	6,0	6,8	- 5,9	7,9
	1976	6,1	6,1	15,8	7,6	3,0	4,3	4,3	3,6	9,8
Norvège . . .	1962-73	4,2	4,2	8,0	8,0	4,3	4,0	5,7	4,5	7,3
	1974	5,0	2,1	0,5	4,3	3,9	4,0	3,3	5,9	- 0,3
	1975	3,6	5,5	3,1	6,6	7,0	5,4	5,0	10,8	7,3
	1976	5,3	5,4	7,3	10,8	7,1	6,1	4,5	13,7	- 1,0
Pays-Bas . . .	1962-73	5,7	5,6	10,8	10,8	5,1	5,6	2,9	5,5	9,3
	1974	2,4	2,4	3,0	0,0	0,5	2,3	1,4	- 1,3	- 13,7
	1975	- 2,2	0,4	- 3,7	- 2,7	1,3	3,0	2,6	- 3,1	- 7,1
	1976	4,2	2,7	9,2	9,7	2,6	4,0	4,0	- 4,0	2,2
Royaume-Uni	1962-73	3,1	2,9	6,1	6,3	3,0	2,9	2,3	4,8	3,5
	1974	- 0,5	0,6	7,3	1,3	- 1,2	- 1,2	1,9	- 1,4	- 2,5
	1975	- 2,4	0,3	- 4,1	- 6,7	- 0,5	- 1,0	4,6	- 3,0	6,6
	1976	1,4		6,7	4,9	- 0,7	0,2	2,7	- 5,3	- 0,3
Suède . . . .	1962-73	3,8	3,8	9,1	7,5	3,4	2,9	4,4	4,1	2,7
	1974	4,0	1,5	8,1	14,9	3,2	4,3	2,9	3,8	3,2
	1975	0,6	- 0,1	- 9,0	- 2,1	2,1	2,9	5,5	- 1,5	2,1
	1976	1,0	4,9	6,8	5,5	4,5	3,2	2,9	0,3	4,5
Suisse . . . .	1962-73	4,2	4,3	7,2	7,5	4,2	4,2	3,6	4,1	5,3
	1974	1,7	- 0,4	1,9	- 0,6	- 1,4	- 0,5	1,6	0,0	- 17,4
	1975	- 8,0	- 2,6	- 7,0	- 15,4	- 5,6	- 2,9	1,4	- 8,3	- 39,3
	1976	- 0,1	- 2,0	8,9	10,4	- 2,0	- 1,7	6,0	- 6,9	- 4,8

\* Variation du produit national brut en volume, moins les investissements nets sous forme de stocks.

**Rapport entre l'épargne des ménages et les revenus disponibles<sup>1</sup>**

Pays	1965-69	1970-74	1975		1976	
			1er semestre	2e semestre	1er semestre	2e semestre
en %						
Allemagne fédérale . . .	12,2	14,3	16,8	14,8	14,5	14,8
Canada . . . . .	5,9	7,9	10,9	9,6	11,0	8,1
Etats-Unis . . . . .	6,5	7,8	8,1	7,5	7,0	6,0
France . . . . .	15,4	17,1	17,7		16,3	
Japon . . . . .	18,8	21,6	23,8	22,9	22,7	22,2 <sup>2</sup>
Royaume-Uni . . . . .	8,3	10,7	15,0	14,7	14,9	13,6

<sup>1</sup> Données désaisonnalisées provenant de sources nationales.      <sup>2</sup> Troisième trimestre.

cotisations de sécurité sociale, moins transferts sociaux) a sensiblement réduit, en 1976, la croissance du revenu réel disponible aux Etats-Unis, au Canada, en France, en Allemagne et en Italie. Une autre raison a été le drainage opéré sur le courant des revenus nationaux par les dépenses liées aux paiements supplémentaires consacrés aux importations pétrolières.

L'évolution de l'épargne des ménages a aussi joué un rôle. Certes, dans nombre de pays, la consommation a continué de tirer profit du fléchissement du taux de l'épargne des particuliers, qui avait atteint un niveau exceptionnellement élevé. Ce mouvement a néanmoins revêtu une ampleur limitée, se renversant même temporairement, et la propension à épargner a gardé en général une vigueur inhabituelle. En effet, l'inflation a encore réduit la valeur réelle des actifs financiers dans de nombreux pays, et les investisseurs financiers se sont efforcés de compenser cette érosion du patrimoine en augmentant l'épargne courante. D'autre part, le niveau élevé du chômage et les incertitudes pesant sur l'évolution des revenus et la sécurité de l'emploi ont encouragé un développement important de l'épargne de précaution.

La raison qui prévaut peut-être sur toutes les autres est que la progression des revenus disponibles des particuliers n'a pas été stimulée à mi-course, comme à l'accoutumée, par l'expansion de l'activité dans le secteur de la construction de logements et par les nouveaux investissements sous forme d'usines et d'équipements. Quels ont été les obstacles à la reprise dans ces secteurs ?

*Construction de logements.* Dans les cycles précédents, la construction résidentielle a constitué généralement un stabilisateur de première importance. D'habitude, au fur et à mesure que la situation se détend sur le marché du crédit en période de récession, les prêts hypothécaires deviennent relativement bon marché et abondants, et les nouvelles constructions exercent un effet d'entraînement sur l'activité économique; puis, lorsque les investissements en usines et équipements réagissent à la progression de la consommation et de la construction, les marchés du crédit se resserrent de nouveau, ce qui se traduit alors par un ralentissement de l'activité dans le secteur du logement.

Presque tout au long de la période d'après-guerre, l'évolution tendancielle de la construction résidentielle a suivi une courbe fortement ascendante dans la plupart

des pays. Dans nombre de cas, les mesures officielles d'encouragement à ce secteur — programmes publics de construction de logements, subventions, exonérations fiscales, plans d'épargne, entre autres — y ont puissamment contribué.

Or, dans le cycle actuel, la construction de logements n'a pas réagi avec le dynamisme habituel. En 1975, le point inférieur de la récession dans ce secteur a plus ou moins coïncidé, dans la plupart des pays, avec celui de l'activité industrielle générale. Dans maints pays — Etats-Unis, Japon, Allemagne, Pays-Bas, Suède et Suisse — le creux de la vague, fort accusé, a marqué le terme d'un mouvement de recul amorcé deux ou trois ans auparavant. La contraction a été également prononcée et prolongée en France et en Italie, mais elle y est survenue avec un retard notable. Dès 1975, un mouvement de reprise assez vif s'est fait sentir aux Etats-Unis et au Canada, et l'an dernier des signes de redémarrage se sont également manifestés en Belgique, aux Pays-Bas et en Suède; ailleurs, le secteur du logement est néanmoins resté relativement déprimé.

Comment expliquer la faiblesse persistante de ce secteur? Il semble peu probable que les difficultés de financement constituent l'obstacle majeur. Dans la plupart des pays, les établissements de crédit hypothécaire ont bénéficié, ces dernières années, d'apports de capitaux importants, de sorte qu'ils sont actuellement en mesure de consentir des prêts à des conditions favorables. Il n'est pas exclu que les taux d'intérêt hypothécaires, qui restent cependant assez élevés par comparaison avec le passé, dissuadent les candidats emprunteurs. Ce phénomène pourrait très bien se vérifier si, comme il semble probable, les perspectives de hausses des prix s'offrant aux emprunteurs en matière d'habitations sont beaucoup moins enthousiasmantes. A la vérité, le compartiment le plus faible du marché du logement a été celui des constructions d'immeubles à logements multiples, locatifs ou en accession à la propriété. C'est ce qui s'est produit par exemple en France, aux Pays-Bas, en Suisse et aux Etats-Unis. Dans ces programmes, évidemment, les marges bénéficiaires et l'espoir de réaliser des plus-values en capital à long terme jouent un rôle déterminant. En résumé, la récession dans le secteur de la construction résidentielle est en partie la conséquence du ralentissement de l'inflation survenant après une longue période de hausses accélérées des prix.

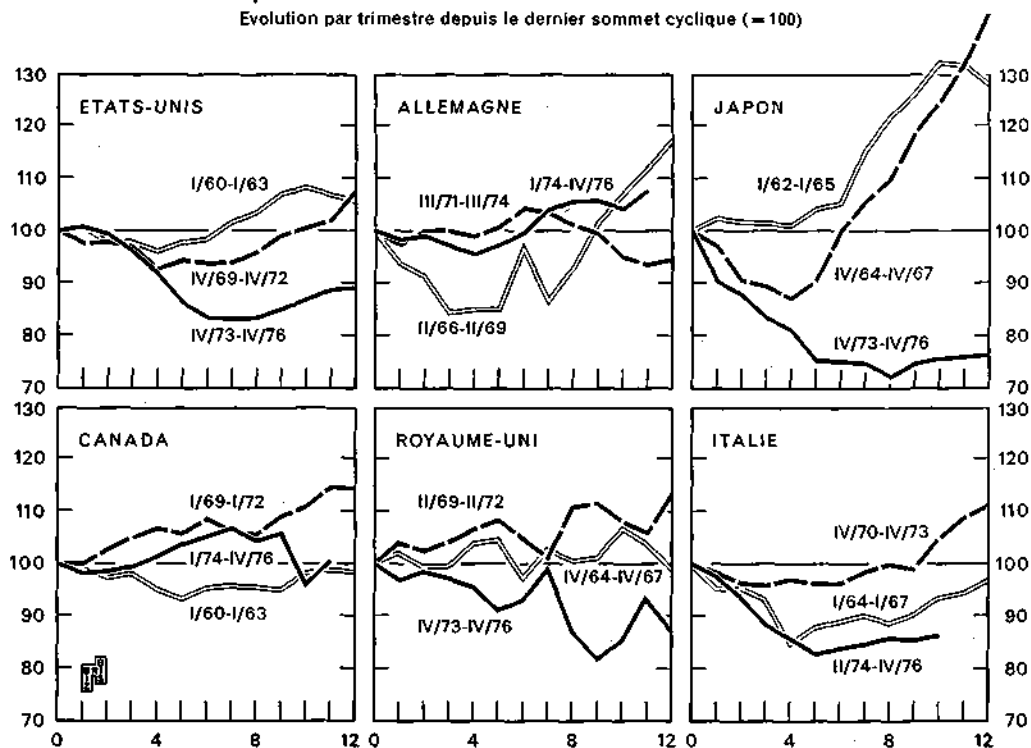
Il est possible que d'autres facteurs à plus long terme soient également entrés en jeu. L'histoire économique montre l'existence, avant la guerre, de cycles du logement de longue durée (une vingtaine d'années environ) et il se peut qu'un mouvement de cette nature, qui aurait pris naissance au cours de l'après-guerre, ait commencé à apparaître récemment. Dans nombre de pays, la capacité du secteur de la construction de logements a été axée, dès la fin de la guerre, sur la production accélérée de nouvelles habitations, et la progression s'est maintenue en moyenne à un rythme élevé pendant de nombreuses années. Depuis quelque temps toutefois, la demande de logements, notamment en Allemagne, en Suisse, aux Pays-Bas et en Scandinavie, donne des signes de saturation. Cette tendance a été renforcée quelquefois par l'évolution démographique, particulièrement marquée dans certaines régions, qui se traduit aussi bien par un ralentissement dans la croissance de la population que par une diminution du rythme de formation des ménages. Dans certains pays, comme en Allemagne et en Suisse, les autorités ont estimé nécessaire de comprimer graduellement la capacité

productive dans le secteur de la construction de logements. En définitive, les perspectives d'évolution dans ce domaine ne sont optimistes que dans un nombre limité de pays, alors que dans les autres on peut s'attendre à une progression modeste, voire à une nouvelle régression.

### Dépenses d'investissement fixe des entreprises

Au début de 1976, nombre d'observateurs escomptaient que le raffermissement des dépenses d'équipement des entreprises allait stimuler la reprise de l'activité dans le courant de l'année, comme cela s'était généralement produit lors des périodes de redressement précédentes. Or, à la fin de 1976, non seulement les dépenses réelles d'investissement fixe se situaient dans la plupart des pays, à l'exception de l'Allemagne, bien en dessous du niveau record atteint avant la récession, mais leur rythme de progression était de surcroît plus faible que celui noté au cours des cycles antérieurs. C'est ainsi qu'au Japon, aux Etats-Unis et en Italie, les dépenses réelles consacrées à la construction d'installations et à l'achat d'équipements n'avaient guère progressé depuis le creux de 1975. En Allemagne, les dépenses d'investissement ont été notamment stimulées par la prime instituée à la fin de 1974; mais, par rapport au niveau d'investissement atteint dès 1970, les progrès ont été modestes. La faiblesse persistante des dépenses en capital fixe des entreprises a joué un rôle essentiel dans la pause marquée par la reprise au milieu de l'année. En l'absence d'impulsions émanant de

Dépenses réelles d'investissement fixe non résidentiel  
Evolution par trimestre depuis le dernier sommet cyclique (= 100)



ce secteur, l'effet d'entraînement réciproque de l'accroissement de l'emploi, des revenus disponibles et des dépenses de consommation a fait long feu.

L'incitation des entreprises à investir sous forme d'usines et d'équipements est déterminée à la fois par le bénéfice qu'elles comptent retirer de l'investissement et par le coût du capital, c'est-à-dire par le taux de profit qu'elles sont tenues d'accorder aux actionnaires, eu égard aux rendements offerts par des formules concurrentes de placement. S'il est difficile de mesurer ces éléments, qui sont fondés en partie sur des anticipations, on peut toutefois essayer d'en approcher le comportement au cours de la reprise actuelle.

Le coût du capital est le prix que les entreprises doivent payer pour financer de nouveaux projets d'investissement. Le tableau ci-après indique les taux de rendement que les obligations de sociétés ont atteints, au cours des années indiquées, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. S'il est vrai que ces taux d'intérêt à long terme sont récemment descendus en dessous des niveaux records de 1974, ils figurent toujours parmi les plus élevés de l'histoire économique. Certes, en période de forte inflation, il est extrêmement difficile de juger si les taux nominaux sont effectivement bas ou élevés, étant donné qu'ils comportent une prime tenant compte de l'inflation anticipée. A cet égard, le ratio dividende/cours des actions constitue un critère plus fiable, puisqu'il est moins sensible à l'inflation – sans en être totalement à l'abri. Bien que ce taux ne corresponde pas exactement au coût du capital, il est néanmoins censé en refléter les variations de grande amplitude à moyen terme.

Les taux de rendement des actions aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne sont indiqués dans la partie droite du tableau. Dans chacun de ces trois pays, ils ont atteint des niveaux relativement élevés en 1974, en raison de l'importante prime de risque due aux incertitudes suscitées par la gravité de la récession et l'accélération de l'inflation. En 1976, cependant, ce taux est tombé en Allemagne à un niveau dépassant de peu celui de l'année 1972, qui fut marquée par un développement important des dépenses d'équipement. Au Royaume-Uni, en revanche, le taux de rendement des actions, en 1976, s'est nettement maintenu au-dessus des valeurs enregistrées au cours de périodes antérieures comparables; la même constatation vaut, à un degré bien moindre toutefois, pour les Etats-Unis. Ce niveau, rarement atteint dans l'histoire économique, traduit dans une certaine mesure la relative modicité des cours des actions. Ainsi, de 1963-65 à 1976, les cours des actions industrielles, après ajustement pour tenir compte de l'inflation, ont baissé en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis

Rendement des obligations à long terme et des actions des sociétés

Pays	Rendement des obligations à long terme des sociétés					Ratio dividende/cours des actions des sociétés				
	1964	1968	1972	1974	1976	1964	1968	1972	1974	1976
	moyennes annuelles									
Allemagne fédérale . . . . .	6,2	6,7	8,1	11,1	8,2	3,0	3,1	3,1	4,2	3,5
Etats-Unis . . . . .	4,8	6,9	8,2	9,5	9,8	3,0	3,1	2,8	4,5	3,8
Royaume-Uni . . . . .	6,5	8,3	9,8	16,7	15,2	4,7	3,7	3,3	8,2	6,0

de 45, 50 et 20% respectivement. Cette situation tient vraisemblablement à l'effet conjugué des incertitudes entourant les perspectives d'évolution des bénéfices et de la persistance de fortes anticipations inflationnistes. Il semblerait en tout cas que le capital soit demeuré assez onéreux et que cela ait contribué à dissuader les entreprises d'effectuer de nouveaux investissements.

En ce qui concerne l'autre aspect de l'incitation à investir, la réapparition des bénéfices des entreprises s'est opérée dans des conditions nettement meilleures dans certains pays que dans d'autres au cours de la reprise. Jusqu'à la fin de 1976, les bénéfices comptables après impôts ont plus que doublé aux Etats-Unis et au Japon par rapport à leur plus bas niveau du cycle, tandis qu'au Royaume-Uni, le résultat brut d'exploitation a enregistré une progression moindre, mais néanmoins appréciable. Les bénéfices des sociétés se tenaient cependant encore en dessous des niveaux antérieurs à la récession, au Japon et au Royaume-Uni. En Allemagne, ils se sont fortement accrus pendant le premier semestre de 1976 — grâce notamment à la reconnaissance par les syndicats de la nécessité d'améliorer les structures du capital des sociétés; mais ces progrès ont été en partie grignotés au cours du second semestre. Dans certains pays, par contre, la persistance des pressions à la hausse au niveau des coûts, conjuguée parfois à l'effet de réglementations limitant les ajustements de prix, a exercé un laminage continu des profits. La rentabilité a aussi été affectée dans quelques cas de façon significative par la dépréciation ou l'appréciation du taux de change.

Pourquoi, dans ces conditions, les investissements fixes des entreprises ne se sont-ils pas accrus plus tôt, au moins dans les pays où les bénéfices se sont bien redressés? L'une des raisons, déjà évoquée précédemment, est qu'en général la rentabilité du capital a rarement été aussi faible, eu égard à son coût notamment. L'année dernière, d'après des estimations préliminaires pour le Royaume-Uni, le taux de rentabilité avant impôts du capital des entreprises industrielles et commerciales ne se situait que légèrement au-dessus du creux de 3,5% atteint en 1975. Au cours des années 1964-66, il s'est établi en moyenne à 11,0% pour s'infléchir assez régulièrement par la suite. Si, aux Etats-Unis, l'amélioration a été plus sensible, la situation n'est pas encore de nature à entraîner une réanimation de l'investissement. Le taux de rentabilité après impôts du capital des sociétés non financières a progressé, selon des estimations, à 5% en 1976, contre 3,5% en 1974; mais il restait sensiblement en dessous de la moyenne de 8,0% enregistrée au cours de la période 1964-66. Cela n'est pas surprenant, si l'on considère l'ampleur des capacités encore inemployées et la forte hausse des coûts de remplacement des biens d'équipement au cours de ces dernières années. Il en a été ainsi partout où les principes de prise en considération de l'inflation, quelle qu'en soit la définition, ont été appliqués à la comptabilité des entreprises.

Une seconde explication est que, dans la plupart des pays, les sociétés ont mis à profit leurs bénéfices additionnels pour renforcer leur situation financière. Au cours de la longue période d'inflation accélérée, les entreprises ont contracté un volume croissant de dettes à intérêt fixe, qui, pour la plupart, étaient à court terme. Ainsi, devant l'aggravation de la récession et le laminage des marges bénéficiaires, nombre d'entre elles se sont trouvées confrontées à des problèmes aigus de liquidité et de remboursement de dettes, intérêts compris. En conséquence, elles ont mis en œuvre récemment des politiques financières empreintes d'une inhabituelle prudence et affecté

leurs bénéfiques essentiellement à l'amortissement de leurs dettes et au renforcement de leur position de liquidités.

Il est peu probable qu'on assiste prochainement à une réactivation de la formation de capital fixe des entreprises, à moins d'une amélioration substantielle de la rentabilité *escomptée* des nouveaux investissements. Dans cette perspective, nombre d'incertitudes se sont fait jour ces années récentes qui continuent de peser lourdement sur les décisions des investisseurs.

L'une des inconnues majeures concerne l'évolution probable des prix. On constate à cet égard que les modifications du climat inflationniste intervenues depuis deux ans environ ont exercé dans l'ensemble un effet de freinage sur la propension à investir. A partir du milieu des années soixante, qui furent marquées par l'intensification des anticipations inflationnistes et la modicité des taux d'intérêt réels, l'orientation à la hausse des prix semble avoir fortement favorisé l'essor des investissements, en particulier dans les secteurs où l'on pouvait escompter d'importants gains spéculatifs, tels que les projets de construction en tous genres. Deux faits se produisirent alors, juste après le boom inflationniste de 1973 et le relèvement du prix de l'énergie qui s'ensuivit. D'une part, les autorités nationales, principalement celles des Etats-Unis, de l'Allemagne et du Japon, accordèrent nettement la priorité à la lutte anti-inflationniste. D'autre part, les prix relatifs accusèrent d'importantes variations, ce qui aboutit à une plus grande dispersion par rapport à leur évolution moyenne. En réalité, l'hésitation des chefs d'entreprise à accroître les capacités de production semble être étroitement liée au fait qu'ils ignorent si l'inflation va s'accélérer ou se ralentir. Dans le cas d'une accélération, ils risquent de se trouver pris entre un accroissement des coûts et l'application d'un nouveau train de mesures restrictives, tandis qu'une décélération de l'inflation se traduit pour eux par un endettement plus lourd que prévu. Et, comme les taux courants de l'inflation (même lorsqu'ils ont pu être ramenés en dessous de 10%) se sont révélés dans le passé intrinsèquement instables, seul un retour progressif à une plus grande stabilité des prix, c'est-à-dire à une inflation voisine de zéro, permettra d'assurer une reprise de croissance saine et durable des investissements.

Une source connexe d'incertitude réside dans la flexibilité des taux de change. Contrairement à ce qui se passe dans un régime de changes fixes, les entreprises traitant des produits qui font l'objet de transactions internationales se heurtent désormais à de nouvelles inconnues, tant en ce qui concerne leur part de marché que les prix qu'elles perçoivent ou paient en monnaie nationale. Il est indéniable que les taux de change flexibles permettent dans une certaine mesure d'éviter, en matière d'investissement, les distorsions cumulatives qui peuvent se produire lorsque les taux de change sont maintenus par trop longtemps à des niveaux irréalistes. Le tassement de la formation de capital fixe dans un certain nombre de pays tient certes, entre autres raisons, au fait que leurs taux de change se sont appréciés au cours des dernières années pour se situer à des niveaux plus appropriés. Plus généralement, toutefois, les taux flexibles introduisent au niveau des prix et du marché un élément d'incertitude supplémentaire, qui peut en soi contrarier, d'une manière générale, les décisions des investisseurs.

Dans le domaine des coûts de fabrication également, les incertitudes semblent s'être multipliées. Le relèvement des prix de l'énergie a modifié l'efficacité relative

d'un grand nombre de techniques de production, et rien ne permet de savoir à quel niveau ces prix s'établiront par rapport aux coûts d'autres facteurs. De même, un doute sérieux plane sur l'évolution des cours des produits de base, dont l'instabilité considérable au cours des années soixante-dix peut avoir freiné l'investissement dans les industries de transformation des matières premières.

Au niveau gouvernemental lui-même, un certain nombre de développements récents ont atténué la volonté d'investir. Nous ne citerons pour exemple que l'incidence des nouvelles contraintes imposées par la protection de l'environnement, les incertitudes au sujet de la politique énergétique actuelle et future et, dans certains pays, le manque de stabilité politique. Tous ces facteurs se traduisent par un certain attentisme à l'égard des nouveaux investissements.

Il est toutefois réconfortant de constater que, dans quelques cas, le climat des investissements s'est récemment rasséréiné, même si le mouvement de reprise est assez contrasté. Aux Etats-Unis, la rentabilité des entreprises et la structure des bilans se sont maintenant nettement améliorées, et l'on note, en outre, un certain accroissement du taux d'utilisation des capacités. Les indicateurs récemment relevés montrent que les sommes provisionnées pour de nouveaux investissements ont atteint de nouveaux records, et qu'en valeur nominale les dépenses en usines et en équipements devraient augmenter de 15% ou plus en 1977. Au Royaume-Uni, on prévoit que le volume réel des investissements dans l'industrie de transformation s'accroîtra de plus de 10% cette année. En Allemagne également, les investissements en machines, équipements et bâtiments industriels ont progressé de 6,9% en 1976 et, selon les prévisions, pourraient de nouveau croître d'environ 7 à 8%. En France, on escompte pour 1977 une progression des extensions de capacité de 12%, en termes nominaux, et de 4% en termes réels, par rapport à 1976. Au Canada, les investissements en matériel et biens d'équipement se sont redressés vers la fin de 1976, mais l'activité dans le bâtiment industriel a été fortement déprimée. Au Japon, le raffermissement de la formation de capital fixe des entreprises s'est opéré très lentement, entravé qu'il est par un important excédent de capacités et par l'évolution incertaine de l'offre et de la demande; les prévisions pour l'exercice budgétaire en cours tablent sur une augmentation de 5% seulement en prix courants et sur un léger fléchissement en valeur réelle.

A l'évidence, les facteurs qui freinent l'investissement en capital fixe sont plus ou moins importants selon les pays, d'où la nécessité d'ajuster en conséquence les politiques destinées à combattre leur influence. Les similitudes sont pourtant suffisamment nombreuses dans le monde industriel occidental pour permettre de formuler quelques conclusions générales. D'abord, l'objectif devrait être de rétablir une rentabilité «réelle» appropriée du capital déjà investi. Sans un apport plus normal de bénéfices courants, les dépenses d'équipement ne s'accroîtront pas. Mais l'accroissement des bénéfices courants ne suffit pas: la gravité et la durée de la récession, les déséquilibres sectoriels, l'existence de capacités excédentaires et les multiples incertitudes déjà énumérées ont durement ébranlé la confiance des responsables dans l'aptitude des pays industrialisés occidentaux à retrouver une croissance équilibrée, non inflationniste. Il importe donc de mettre au point des politiques propres à restaurer cette confiance. Le Chapitre IV examinera le rôle de la politique monétaire dans cette perspective. Il convient maintenant de voir s'il existe une marge de manœuvre suffisante pour stimuler la demande finale au moyen d'une politique budgétaire volontariste.



### Politique budgétaire et régulation de la demande

L'année passée, le secteur public a enregistré des déficits un peu moins élevés qu'en 1975, où ils avaient atteint des niveaux records. Ce résultat est dû essentiellement à l'intensification de la reprise économique et à la diminution correspondante de l'incidence des stabilisateurs automatiques. De plus, à partir du printemps de 1975 environ, les autorités n'ont généralement administré de nouveaux stimulants budgétaires à l'économie qu'avec beaucoup de prudence. Certains pays, alarmés devant l'ampleur considérable de leurs découverts, ont même délibérément tenté de les réduire, souvent d'ailleurs dans le cadre d'un programme à moyen terme. Aussi la politique budgétaire a-t-elle revêtu l'année dernière un caractère modérément restrictif, et il est permis de penser que cette évolution a joué un rôle notable dans la pause économique observée après le premier semestre.

Malgré l'importance des capacités de production inutilisées dans la plupart des pays, l'ampleur inhabituelle des déficits du secteur public a exercé, qu'on le veuille ou non, un effet de freinage sensible sur la stimulation de la demande. Mais cette incidence varie d'un pays à l'autre, selon la dimension et les origines du déficit, la situation de la balance des paiements, le degré de sous-emploi de l'économie, la sensibilité des anticipations inflationnistes aux mesures de relance budgétaires et les priorités accordées par les autorités, soit à l'action contre la hausse des prix, soit à la lutte contre le chômage.

Comment expliquer l'existence de ces déficits considérables du secteur public? Et comment se fait-il que, malgré eux, l'économie reste si languissante? Le facteur déterminant a été, sans aucun doute, la gravité de la récession survenue après 1973, qui a entraîné automatiquement une réduction brutale des recettes fiscales et nécessité des transferts élevés, sous forme d'allocations de chômage et autres prestations sociales. En outre, les responsables nationaux ont mis en œuvre, à des degrés divers, des

**Administrations publiques: dépenses totales et besoin de financement net<sup>1</sup>**

Pays	Dépenses totales					Besoin de financement net (-)				
	1965	1970	1973	1975	1976	1965	1970	1973	1975	1976
	en % du produit intérieur brut									
Pays-Bas . . . . .	34,8	44,8	48,1	55,4	57,4	-0,8	-0,8	1,1	-1,8	.
Suède . . . . .	34,6	41,6	50,3 <sup>2</sup>	51,3	54,8	4,5	4,7	3,9 <sup>2</sup>	0,7	3,0
Royaume-Uni . . . . .	35,3	38,5	40,6	46,1	.	-2,1	2,6	-3,6	-5,2	-5,0
Italie . . . . .	32,9	32,7	40,0 <sup>2</sup>	48,2	46,2	-3,2	-3,1	-6,4	-13,3	-9,2
Allemagne fédérale . . . . .	36,0	36,9	39,7 <sup>2</sup>	46,7	45,9	-0,4	0,5	1,5	-5,8	-4,0
Belgique . . . . .	32,1	36,2	38,8	45,2	.	.	-2,4	-3,7	-4,4	.
France . . . . .	37,3	38,8 <sup>2</sup>	38,5	39,4	41,7	0,4	1,0 <sup>2</sup>	1,0	-2,3	-1,5
Canada . . . . .	28,1	34,6	35,1	40,1	39,7	0,4	0,9	1,1	-2,5	-2,3
Etats-Unis . . . . .	27,5	31,9	31,2	35,2	34,3	0,1	-1,0	0,5	-4,3	-2,7
Suisse . . . . .	20,9	22,4 <sup>2</sup>	24,6	27,2	30,5	-0,9	-0,5	-1,6	-1,6	-2,4
Japon . . . . .	19,5	18,5	20,6	25,0	.	-2,8 <sup>3</sup>	-0,8 <sup>3</sup>	-2,8 <sup>3</sup>	-7,4 <sup>3</sup>	-7,6 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Chiffres établis à partir de sources nationales. Les définitions varient d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Séries nouvelles. <sup>3</sup> Entreprises publiques comprises.

politiques d'intervention visant notamment à atténuer les effets déflationnistes des relèvements des prix du pétrole sur le revenu disponible des particuliers. Comme le fait apparaître le tableau qui précède, le besoin de financement net du secteur public s'est fortement gonflé dans la plupart des pays entre 1973 et 1975.

En 1973 déjà, avant même le début de la récession, le secteur public accusait d'importants déficits dans trois pays: un peu plus de 3,5% du produit intérieur brut en Belgique et au Royaume-Uni et près de 6,5% en Italie. Dans ces trois pays, et plus particulièrement au Royaume-Uni et en Italie, ces résultats traduisent une aggravation par rapport au cycle précédent, défini comme allant d'un sommet conjoncturel au suivant. Il semblerait donc que l'ampleur des déficits du secteur public, observée dans ces pays au cours des dernières années, soit l'indice d'un sérieux déséquilibre structurel.

Fait à noter, il ne paraît pas y avoir de corrélation étroite entre le volume de la dépense publique et le besoin de financement net. C'est ainsi que si l'on examine, par exemple, l'année de haute conjoncture que fut 1973, on constate que dans les trois pays à déficits élevés, les dépenses représentaient environ 40% du produit intérieur brut, alors que les chiffres comparables pour l'Allemagne, la Suède et les Pays-Bas, qui tous dégageaient des excédents, s'échelonnaient entre 40 et 50%. Cette constatation donne à penser que l'explication des différences constatées dans les résultats budgétaires globaux est à rechercher plutôt dans la possibilité et la volonté des autorités de lever des impôts que dans l'évolution divergente de la propension à dépenser. De même, l'existence de contraintes d'ordre fiscal peut signifier que, dans certains cas, les dépenses sont tout simplement trop élevées.

De toute façon, les préoccupations suscitées par les budgets du secteur public ne tiennent pas uniquement à l'ampleur des déficits, mais également à l'importance et à la composition des dépenses de l'Etat. Presque tous les pays ont enregistré entre 1973 et 1975 un accroissement notable, de caractère essentiellement conjoncturel, du montant total de leurs dépenses publiques par rapport au produit intérieur brut, mais, dans de nombreux cas, une tendance nettement ascendante était déjà perceptible entre 1965 et 1973, années de plein emploi (voir tableau). La progression de ce rapport était relativement faible en Allemagne, en France, aux Etats-Unis, en Suisse et au Japon. Dans tous ces pays, sauf en France, la situation des comptes courants extérieurs a été relativement forte ces temps derniers. Ainsi, même s'il ne semble pas exister de corrélation étroite entre le déficit du secteur public et l'évolution des balances de paiements, il apparaît néanmoins clairement que les tendances à long terme des dépenses publiques ont pu jouer un rôle dans certains cas.

La croissance des dépenses publiques est attribuable davantage à l'augmentation des transferts sociaux qu'à l'accroissement de la consommation de biens et services et de l'investissement du secteur public. Dans la progression des dépenses totales notée au cours de la période sous revue par rapport au produit intérieur brut, l'expansion des transferts entre pour plus de 90% en Italie et aux Pays-Bas, 60 à 70% aux Etats-Unis, au Canada et en Belgique, et 45 à 55% en Allemagne, en France et au Royaume-Uni. Dans certains pays, notamment en Autriche, au Canada, au Royaume-Uni et en Suède, la consommation publique de biens et services par rapport au produit intérieur brut a suivi une tendance ascendante, en termes nominaux bien plus qu'en termes réels.

Cette constatation amène à penser que les traitements et salaires du secteur public ont probablement enregistré une progression relativement forte au cours de cette période.

Les attitudes actuelles des autorités en matière de régulation de la demande varient considérablement d'un pays à l'autre, par suite des différences existant à la fois dans l'état de leurs finances publiques et au niveau des objectifs de politique économique.

Aux *Etats-Unis*, la nouvelle administration a annoncé au début de 1977 un programme de relance économique de \$31 milliards, échelonné sur deux années budgétaires, et destiné à stimuler la demande finale et, partant, les investissements fixes. Les mesures applicables la première année devaient porter essentiellement sur des dégrèvements fiscaux exceptionnels, système qui fut abandonné au mois d'avril étant donné que la reprise manifestait déjà une vigueur suffisante. Les autres mesures qui ont force de loi depuis la mi-mai, donneront lieu à environ \$20 milliards de dépenses, et mettent surtout l'accent sur des crédits temporaires visant à favoriser l'embauche. Dans une perspective à plus long terme, le gouvernement se propose cependant de consacrer une attention plus particulière à un programme de réformes de la fiscalité et des réglementations administratives, en vue d'améliorer le climat des investissements.

En *Allemagne*, les autorités considèrent que les limites de la stimulation budgétaire non inflationniste ont été atteintes et estiment, en tout état de cause, que toute nouvelle incitation est superflue. D'un côté, étant donné que le déficit du secteur public est très important, par comparaison avec les résultats enregistrés dans les autres pays, et que le budget de la sécurité sociale restera vraisemblablement déficitaire, tout stimulant délibéré engendrerait actuellement des réactions en sens inverse sur le marché. D'un autre côté, le mouvement d'expansion a repris au début de l'automne dernier et paraît connaître une évolution satisfaisante. Dans ces conditions, les efforts sont principalement axés sur un programme quadriennal d'investissements dans les infrastructures, qui vient d'être porté à DM 16 milliards et se propose de compléter et d'encourager les investissements privés en capital fixe.

Au *Japon*, les autorités n'ont pas décelé jusqu'à présent de signes donnant à penser que leur politique budgétaire est moins capable d'influencer la demande globale. Des mesures budgétaires, essentiellement orientées vers les investissements d'équipement collectif et les prestations sociales, ont été mises en vigueur à diverses reprises depuis 1974, mais toujours à dose modérée. Les nouvelles dispositions prises à la fin de 1976 sont destinées notamment à encourager les investissements fixes des entreprises et la construction de logements, ainsi qu'à accélérer les dépenses publiques. L'année passée, toutes les dépenses n'ont pas été engagées, en raison de retards dans la procédure parlementaire mais, pour l'exercice financier en cours, les dépenses devraient s'accroître de 17%. Une contrainte institutionnelle réside dans le désir affirmé de l'Etat de limiter le financement obligatoire à 30% des dépenses, tout en s'efforçant, dans le cadre d'un programme à moyen terme, d'éliminer le recours au financement par l'intermédiaire de « bons de déficit » au titre du budget général.

Au *Royaume-Uni*, les autorités, de plus en plus conscientes des embûches que comporte le réglage fin de la politique budgétaire, se sont employées à rechercher de nouvelles voies. Comme les dépenses publiques croissent plus rapidement que les

recettes fiscales, le solde du budget du secteur public s'est inversé, passant d'un excédent financier équivalant à 2,6% du produit intérieur brut en 1970 à un déficit égal à 5,0% en 1976. Ce déficit est imputable sans doute à raison de 50% maximum à des facteurs conjoncturels, et le gouvernement s'est efforcé d'en réduire l'importance en recourant essentiellement à un programme à moyen terme de compression des dépenses. Mais, en mars 1977, alors que le chômage atteignait des niveaux records et que les perspectives de la balance des paiements s'amélioreraient notablement, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé des aménagements budgétaires représentant approximativement, en année pleine, 1,7% du produit intérieur brut. Deux cinquièmes environ des allègements proposés ne seront toutefois accordés que sous réserve d'une conclusion favorable des négociations sur le renouvellement des accords salariaux applicables en août.

En *Italie*, le budget du secteur public a également subi une forte détérioration, puisque le déficit financier net, qui représentait approximativement 3% du produit intérieur brut en 1970, est passé à environ 13% en 1975. Cette aggravation est due en partie à des facteurs conjoncturels, ainsi qu'aux mesures prises pour atténuer l'incidence du lourd déficit pétrolier. Mais un certain nombre de modifications structurelles fort onéreuses sont également survenues: relèvement des prestations sociales, augmentation sensible des traitements et salaires du secteur public, indexation de certains types de dépenses, non-adaptation des tarifs des services publics en fonction des coûts, enfin, forte expansion des subventions aux entreprises publiques. Comme ces modifications ont eu pour résultat essentiel d'accroître le revenu disponible des particuliers, ainsi que la consommation et les importations, les autorités devront principalement s'attacher à moyen terme à réduire ce déficit et à dégager les moyens requis pour accroître les investissements productifs. Au cours de l'automne 1976, elles ont pris un certain nombre de mesures d'austérité, de caractère budgétaire surtout et, en avril 1977, la lettre d'intention que le gouvernement adressait au FMI en vue de l'octroi d'un prêt mettait l'accent sur la compression budgétaire. Il s'agit en particulier de ramener le déficit de trésorerie du secteur public de 13,4 à 9,7% du produit intérieur brut.

Ce tableau diversifié des problèmes et objectifs budgétaires vaut également pour d'autres pays. En France, où l'opinion publique est extrêmement sensible aux signes de déséquilibre budgétaire, le plan de stabilisation du gouvernement adopté en septembre dernier tendait à obtenir un rééquilibrage rapide du budget, bien qu'on s'attende maintenant à un déficit de FF 13 milliards en 1977. En Belgique et aux Pays-Bas, on constate que les fortes augmentations tendanciennes des transferts et du service de la dette, avec les problèmes de financement qui leur sont liés, contribuent à alimenter l'inflation par la demande et l'inflation par les coûts, et les programmes à moyen terme invitent à une plus grande modération en matière de dépenses. En Suède et au Canada, les autorités, qui se sont efforcées de soutenir la demande au lendemain de la crise pétrolière, ont imprimé récemment une orientation différente à leur action budgétaire. En Suède, les effets expansionnistes exercés par le secteur public se sont considérablement atténués entre 1974 et 1976, tandis que les mesures d'encouragement ont tenu une large place dans la politique canadienne en 1975 et 1976.

Quelles conclusions générales ces diverses expériences permettent-elles de formuler quant aux politiques à suivre? Le pessimisme à l'égard de la régulation de la demande est-il justifié? Ou bien doit-on se ranger à l'avis de ceux qui, devant la langueur de

la demande globale, préconisent un recours accru aux stimulants budgétaires? Pour tenter, fût-ce de façon très approximative, de répondre à ces questions délicates, il convient de faire certaines distinctions.

Si l'on considère la régulation de la demande en tant qu'instrument de réglage fin, alors assurément il faut y renoncer. Cela ne tient pas seulement aux incertitudes quant à son incidence relative sur les prix et la production, mais aussi au fait que nous sommes tout simplement incapables de prévoir avec exactitude l'évolution à très court terme de l'activité économique. Et dans cet état d'ignorance — qui ne semble guère près de disparaître — moduler l'intensité des stimulants budgétaires ne revient qu'à accroître l'incertitude. Prenons un exemple précis: lorsque les autorités allemandes *prévoient* pour 1977 une croissance de 5% du produit national brut en termes réels — après une expansion de 5,4% en 1976 — alors que d'autres prévisionnistes sont persuadés que la progression *sera* seulement de 3 à 4%, il serait déraisonnable de demander au gouvernement allemand d'augmenter délibérément son déficit. Force est de reconnaître que les prévisions se sont trop souvent révélées peu fiables, et que, les excès inflationnistes étant encore présents dans toutes les mémoires, un changement fondamental dans la politique budgétaire de l'Allemagne pourrait constituer une erreur. Ce serait courir le risque de saper sérieusement la confiance dans un pays dont les politiques ont constitué l'un des rares succès à porter à l'actif du monde industriel occidental.

Nous ne souscrivons pas pour autant à l'opinion extrême, selon laquelle les déficits des gouvernements devraient être réduits, quel que soit le niveau de l'emploi — c'est-à-dire, dans les pays où ces déficits ont été engendrés par une demande insuffisante du secteur privé. Aucune « éviction » ne s'est manifestée depuis le début de la récession. Il est clair que, là où l'inflation demeure rapide et où la balance des paiements est déficitaire, la politique budgétaire devrait rester ou devenir relativement restrictive. Mais dans les pays où le taux d'inflation se ralentit et sur lesquels ne pèse aucune contrainte extérieure, rien ne justifie une réduction délibérée à court terme des besoins d'emprunt du secteur public. Une telle réduction devrait résulter spontanément de la reprise de l'activité. Et l'on pourrait même soutenir — en émettant deux réserves importantes — qu'il faudrait accroître délibérément le déficit, en particulier dans les pays dits « forts », au cas où une stagnation de la demande privée paraît relativement certaine. Cela ne s'est pas présenté pour l'heure; mais les autorités de ces pays devraient préciser clairement que, dans de telles conditions, elles n'hésiteraient pas à intensifier leur action budgétaire. S'il est vrai que l'accroissement des dépenses des pouvoirs publics en 1973-74 — alors que sévissait une inflation par la demande caractérisée — s'est avéré désastreux pour nombre de pays, le recours à des stimulants budgétaires dans le contexte d'un essoufflement de la demande privée et d'un fort chômage n'aurait pas nécessairement les mêmes conséquences.

La première réserve à l'égard de cette recommandation d'une politique « de secours » est que toute stimulation délibérée de la demande devrait donner la priorité à l'investissement sur la consommation. Une telle mesure peut se révéler impopulaire à court terme, mais elle est la seule façon d'assurer le plein emploi à long terme. Seconde réserve: puisque le niveau de l'imposition semble avoir atteint dans beaucoup de pays la limite du supportable, économiquement et socialement, et que le volume global des dépenses publiques suscite une inquiétude légitime, l'accroissement des

besoins d'emprunt du secteur public devrait prendre la forme de dégrèvements fiscaux plutôt que celle de dépenses supplémentaires de l'Etat.

Pour créer un climat de confiance, la politique budgétaire devrait, avant tout, viser des objectifs à plus long terme. Comme certaines perturbations conjoncturelles sont inévitables, les autorités devraient refuser de réagir sur le champ au moindre signe de ralentissement de la reprise; elles devraient plutôt concentrer leur attention sur la nécessité de maintenir l'économie sur la voie d'une croissance modérée. Ce qu'il importe de garder présent à l'esprit est que les décisions d'investissement des entreprises reposent sur des projections allant du moyen au long terme. Et ces décisions ne seront favorables que si l'on est persuadé que les autorités éviteront de se laisser aller à des réactions du type «stop-go» et s'en tiendront aux objectifs qu'elles se seront assignés à moyen et à long terme.

### III. INFLATION ET CHÔMAGE

Parallèlement au malaise croissant suscité par la stagnation de l'activité économique et la persistance du chômage, une vive inquiétude s'est manifestée au cours des derniers mois en ce qui concerne les perspectives d'évolution des prix dans un proche avenir. Il semble que la lutte contre l'inflation se heurte à présent à des obstacles tenaces, et, en tout état de cause, un certain dérapage des prix pourrait bien se produire si la reprise venait à s'intensifier. Les pays industrialisés du monde occidental risqueraient donc de se trouver au seuil d'une phase critique de l'évolution des prix et des salaires. Cependant, cette perspective peu engageante n'enlève rien au fait que certains pays ont accompli à ce jour des progrès considérables dans la maîtrise de l'inflation. Il ne faut pas non plus en conclure que les efforts engagés pour juguler l'inflation soient devenus inefficaces et doivent être abandonnés. Il s'agirait plutôt d'aller dans le sens d'une intensification de cette action.

#### L'inflation des prix: tendances récentes et perspectives actuelles

Pour brosser un tableau de l'évolution récente, il n'est plus aussi facile que par le passé de tirer des conclusions générales des tendances inflationnistes mondiales. La raison essentielle en est que le passage d'un système de taux de change en majorité fixes à un régime de flottement contrôlé s'est accompagné d'une accentuation sensible de la dispersion des taux d'inflation des divers pays. Ainsi, tandis que pour les quinze pays figurant dans le tableau ci-après, l'augmentation des prix de détail s'échelonnait en 1972 entre 3,4% (Etats-Unis) et 7,9% (Pays-Bas), la gamme des hausses est beaucoup plus vaste en 1976, puisqu'elle s'étend de 1,3% (Suisse) à 22,0% (Italie).

Prix de détail

Pays	Variations sur douze mois						
	1972	1973	1974	1975	1976		1977
	décembre	décembre	décembre	décembre	juin	décembre	mars
en %							
Allemagne fédérale . . . . .	6,3	7,8	5,9	5,4	4,5	3,9	3,8 <sup>1</sup>
Autriche . . . . .	7,6	7,8	9,7	6,8	7,5	7,2	5,0
Belgique . . . . .	6,4	7,3	15,7	11,0	9,4	7,6	7,0 <sup>1</sup>
Canada . . . . .	5,1	9,1	12,5	9,5	7,8	5,8	7,6 <sup>1</sup>
Danemark . . . . .	7,1	12,6	15,5	9,6	7,7	7,7	8,6
Espagne . . . . .	7,3	14,2	17,9	14,1	19,0	19,8	21,2 <sup>2</sup>
Etats-Unis . . . . .	3,4	8,8	12,2	7,0	5,9	4,7	6,8 <sup>1</sup>
Finlande . . . . .	7,3	14,1	16,9	18,1	13,8	12,3	11,6 <sup>3</sup>
France . . . . .	6,9	8,5	15,2	9,6	9,2	9,9	9,1
Italie . . . . .	7,4	12,5	24,5	11,1	16,3	22,0	21,8
Japon . . . . .	5,3	19,0	22,0	7,7	9,5	10,4	9,4
Pays-Bas . . . . .	7,9	8,2	10,9	9,1	9,4	8,3	6,8 <sup>1</sup>
Royaume-Uni . . . . .	7,7	10,6	19,2	24,9	13,3	15,1	17,5 <sup>1</sup>
Suède . . . . .	6,2	7,5	11,6	8,9	11,1	9,6	9,5
Suisse . . . . .	6,9	11,9	7,6	3,4	1,1	1,3	1,1 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Avril.    <sup>2</sup> Janvier.    <sup>3</sup> Février.

L'examen de la situation dans les divers pays révèle néanmoins que certains d'entre eux ont encore obtenu des succès remarquables en 1976 dans leur combat contre l'inflation. Pour la troisième année consécutive, l'Allemagne et la Suisse ont réussi à contenir la hausse des prix de détail, ramenant ainsi leurs taux d'inflation à des niveaux bien inférieurs à ceux observés sous le régime des taux de change fixes. De même, pour la deuxième année de suite, les Etats-Unis, le Canada, la Belgique, le Danemark et les Pays-Bas sont parvenus à réduire les taux d'inflation des prix — qui ne s'écartent plus guère maintenant de ceux atteints en 1972. En France, au Japon et en Suède cependant, la hausse des prix à la consommation, qui s'était ralentie au cours de 1975, s'est stabilisée en 1976, mais à des niveaux bien supérieurs à ceux de 1972. En Italie par contre, l'inflation des prix de détail s'est accélérée pendant la majeure partie de 1976, annulant en grande partie les gains de l'année précédente. Au Royaume-Uni, après une accalmie spectaculaire au début de 1976, l'inflation s'est à nouveau intensifiée au cours du second semestre. En France, l'augmentation des prix à la consommation a commencé à se modérer au début de l'année 1977, sous l'influence du programme de stabilisation de septembre 1976, tandis que les Etats-Unis et le Canada ont enregistré un nouveau bond en avant, du fait surtout de conditions climatiques défavorables.

Les facteurs qui influencent le niveau des prix dans les divers pays peuvent être étudiés sous trois rubriques. La première concerne l'évolution des marchés mondiaux des matières premières, en particulier celles à usage industriel. Sur ces marchés, la situation de la demande mondiale continue à déterminer dans une large mesure les cours, qui revêtent pour les différents pays un caractère en grande partie exogène. En second lieu, il convient de considérer les fluctuations des taux de change comme étant l'origine de l'évolution des prix internes tout autant que leur reflet. Dans le troisième groupe figure toute une série de facteurs internes qui tiennent à la nature de la demande, des coûts et des institutions.

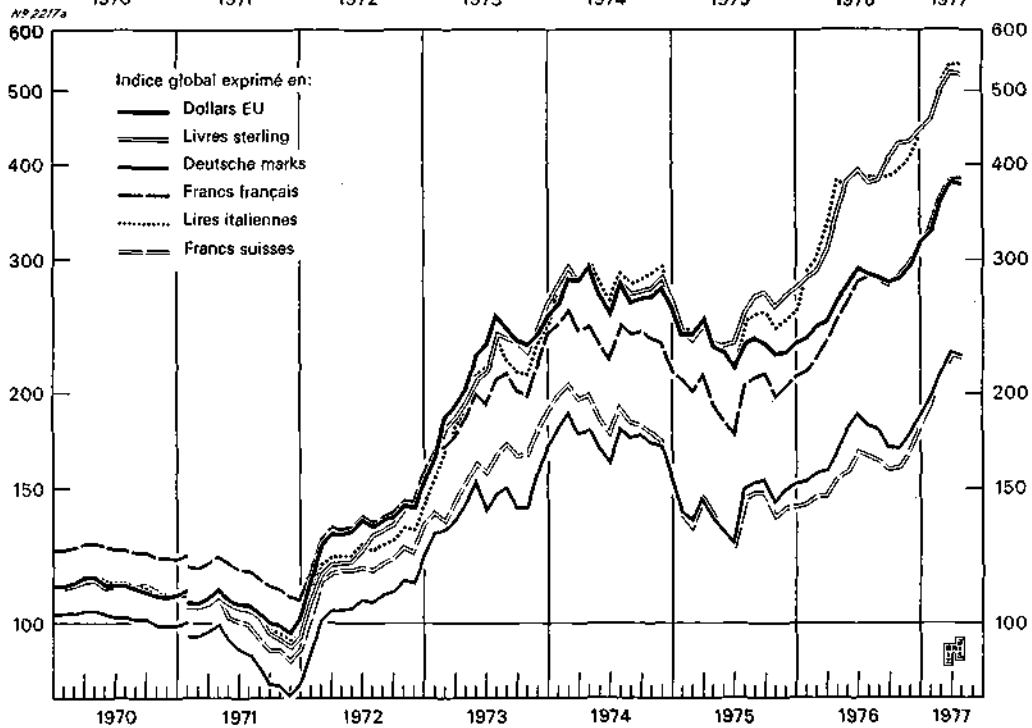
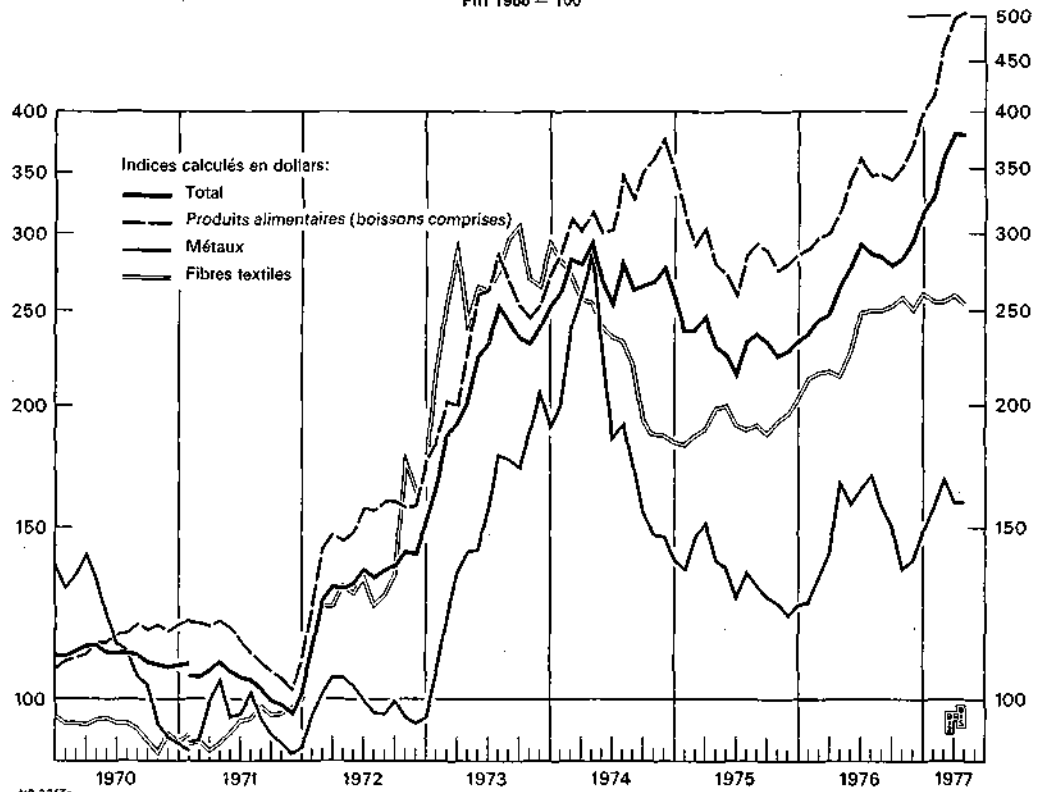
### **Les cours mondiaux des matières premières: allons-nous vers une répétition de l'histoire?**

L'une des raisons du malaise actuel suscité par l'inflation a été la sensibilité apparemment vive des cours internationaux des matières premières aux variations de la demande mondiale pendant ces dernières années. Lorsque la récession mondiale a atteint le creux de la vague en 1975, ces cours ont accusé un net repli par rapport à leurs niveaux records du début de 1974, et se situaient toujours, au commencement du printemps de 1976, bien en dessous de leurs sommets antérieurs. Les effets bienfaisants du fléchissement des cours des matières premières, à usage industriel notamment, se sont propagés progressivement aux prix de détail nationaux, ce qui explique en partie les meilleurs résultats enregistrés dans la plupart des pays au cours de l'année écoulée. Ces variations des prix des matières premières se sont bien sûr répercutées différemment au niveau des divers pays, selon l'évolution de leurs taux de change, ainsi qu'il ressort de la lecture du second graphique de la page 35.

Vers le milieu de 1975, toutefois, les cours des matières premières commencèrent en général à remonter, essentiellement sous l'effet du changement de sens du cycle de stockage. Les augmentations affectèrent dans un premier temps les boissons et



Cours mondiaux des matières premières:  
indicateur de l'«Economist»  
Fin 1968 = 100



les fibres textiles, mais, vers la fin de 1975, les prix des métaux avaient aussi amorcé leur mouvement de hausse. Au milieu de 1976, l'indice de l'«Economist» avait refait une grande partie du terrain perdu antérieurement. A partir du mois de juillet environ, les marchés des matières premières à usage industriel se mirent cependant à faiblir, et le recul se poursuivit, de façon irrégulière il est vrai, jusque vers la fin de l'année. A n'en pas douter, ce renversement de tendance est dû principalement à la pause générale de l'activité économique. En outre, l'abondance de l'offre de viande et le niveau élevé de la production mondiale de céréales ont exercé tout au long de 1976 une forte influence modératrice sur les prix des denrées alimentaires.

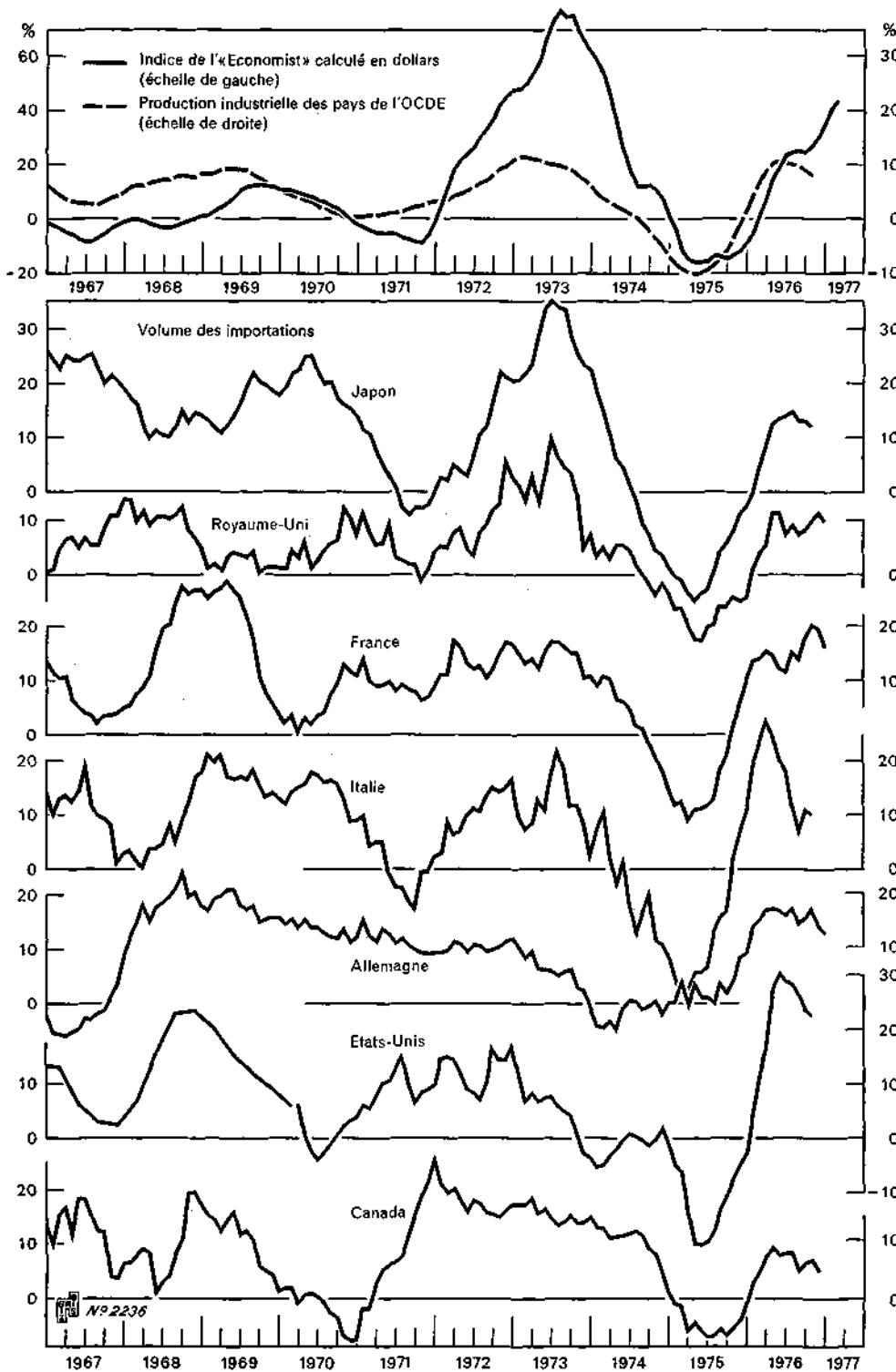
La phase la plus récente a débuté vers la fin de 1976. Une nouvelle fois, sous l'influence de l'accélération de l'activité en Allemagne, au Japon et aux Etats-Unis, les cours des produits de base se sont mis à grimper, assez fortement même dans certains cas. Dans le domaine des denrées alimentaires (boissons comprises), des facteurs spécifiques sont à nouveau entrés en jeu. Comme la production de café se trouvait fortement amputée par suite de revers climatiques, les prix de ce produit sont montés en flèche, entraînant dans leur sillage les cours du cacao et du thé; mais récemment, ces prix sont retombés quelque peu. Les cours des métaux ont également fléchi légèrement, après avoir retrouvé les niveaux records qu'ils avaient atteints en 1976. Enfin, le prix du pétrole brut, qui ne figure pas dans l'indice de l'«Economist», a subi un nouvel ajustement au début de 1977, sur la base différenciée cette fois de 5 et 10%.

Du point de vue de l'inflation interne, la nouvelle poussée des cours internationaux des produits de base constitue un motif d'inquiétude. Mais ces prix ne doivent pas être considérés sous ce seul angle, étant donné que ce sont eux qui déterminent en grande partie les recettes d'exportations des pays producteurs de ces matières premières, dont beaucoup sont actuellement tenus à de lourdes obligations, nées du déficit et du service de la dette extérieure. Le fait important est qu'une plus grande stabilité cyclique des cours des produits de base, en général, et des termes de l'échange des pays producteurs de matières premières, en particulier, serait en réalité hautement souhaitable. Ce n'est pas tant la hausse progressive de ces cours qui est indésirable que les fluctuations déstabilisatrices du genre de celles observées depuis 1971.

Le principal motif d'inquiétude réside dans la question de savoir si, alors que la reprise se confirme, on ne risque pas d'assister à une ascension incontrôlable des cours des matières premières et, partant, à une répétition des difficultés causées par le déferlement de la vague d'inflation de 1973-74. Pour évaluer la situation actuelle, il n'est peut-être pas inutile d'effectuer un bref retour sur les origines de la précédente flambée des cours des matières premières. Comme chacun sait, les prix mondiaux des produits de base ont alors été multipliés par trois au cours de la période de deux années 1972-73, et le prix du pétrole brut a quadruplé à la fin de 1973. Au cours des précédents booms de l'économie mondiale, tels que la vigoureuse expansion de 1968-69, les prix des matières premières avaient également enregistré une hausse, mais dans des proportions tout à fait différentes.

Il semble que ces deux périodes diffèrent sur un point fondamental: la synchronisation internationale du mouvement de reprise était plus marquée au cours du dernier cycle que pendant le précédent. Le graphique ci-contre fait apparaître que la reprise

Cours mondiaux des matières premières et volume des importations  
Variations sur 12 mois\*



\* Calculées sur la base de moyennes mobiles de cinq mois de données mensuelles non ajustées.

de la production industrielle dans la zone de l'OCDE a été plus brutale et plus prononcée dans les années 1972-73 qu'en 1968-69. Cette plus grande synchronisation se retrouve également dans les évolutions presque parallèles des volumes d'importations des principaux pays au cours de la dernière période, par comparaison avec les mouvements nettement disparates enregistrés pendant la précédente. En 1973, le taux d'accroissement record sur douze mois des couts des matières premières a coïncidé presque exactement avec le taux d'expansion maximum des importations au Japon, au Royaume-Uni, en France et en Italie, alors qu'en Allemagne, aux Etats-Unis et au Canada, le rythme de croissance des achats à l'étranger s'infléchissait, tout en se maintenant à un niveau élevé.

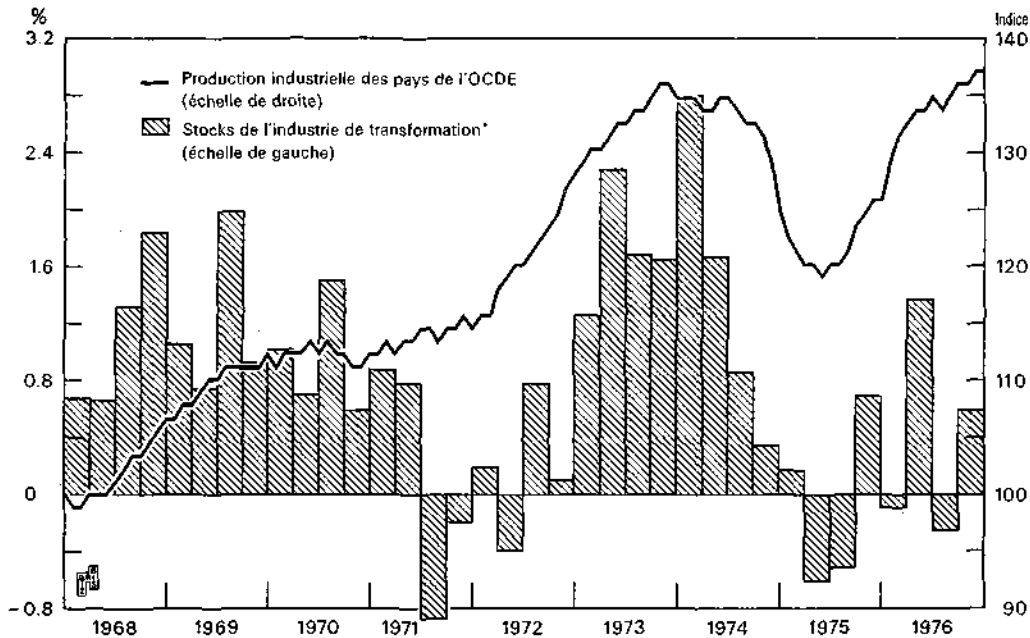
Outre le facteur de synchronisation, d'autres éléments sont également entrés en jeu. L'un d'eux a été l'ampleur inattendue de la progression de la consommation en 1972-73; ce facteur, survenant après plusieurs années d'investissements faibles, a provoqué des goulets d'étranglement au niveau de la production, plus particulièrement dans certaines industries de base, et n'est peut-être pas étranger à la forte propension marginale à importer. D'autres facteurs sont également intervenus, tels l'insuffisance des récoltes de céréales de 1972 et de 1974 - qui s'est traduite par une forte réduction de l'offre face à une demande croissante - et la vague généralisée d'achats spéculatifs de matières premières, souvent effectués en vue de se protéger contre les incertitudes des taux de change flottants et aussi contre la montée des prix.

Ces observations amènent à une question fondamentale: est-il vraisemblable qu'un degré élevé de synchronisation de la demande se manifeste cette fois encore?

Il semble improbable, du moins a priori, que nous nous acheminions vers une expansion rapide, étroitement synchronisée. Les nombreux pays qui connaissent actuellement d'importants déficits extérieurs et des problèmes de financement n'ont guère d'autre choix que de freiner la demande interne et d'attendre que se produise un mouvement de reprise sous l'impulsion des exportations. Un certain nombre d'entre eux orienteront de toute façon leurs actions dans ce sens, parce qu'ils ne croient plus guère que les taux de change flexibles leur procurent une plus grande liberté d'action dans la poursuite de politiques axées sur la gestion de la demande interne. Enfin, les pays moins assujettis aux contraintes extérieures, en particulier les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon, adoptent une politique expansionniste beaucoup plus prudente qu'au cours de la précédente reprise. Or, c'est précisément une reprise synchronisée qui semblait se développer jusqu'au milieu de 1976, mais ce mouvement était principalement provoqué, et cela dans la plupart des pays, par une reconstitution intensive des stocks de produits finis qui s'étaient dégarnis précédemment.

Il s'agit de savoir également si l'on risque d'assister à un retour en force de l'intense courant d'achats spéculatifs de matières premières observé lors de la flambée des prix de 1972-74. A cette époque, les achats de couverture et de spéculation engendrés par les fluctuations de grande envergure des taux de change ont joué un rôle important, et ce mouvement fut accentué, dans certains cas, par les difficultés croissantes d'approvisionnement en matières premières. L'accumulation et la thésaurisation par les industriels de stocks considérables de produits de base illustrent parfaitement cette situation,

Production Industrielle et évolution des stocks dans certains pays



N° 2234

\* Variations en %, par rapport au trimestre précédent, d'un indice composite à prix constants des stocks totaux de l'industrie de transformation américaine et des stocks de matières premières des industries de transformation japonaise et britannique.

Dans les grands pays pour lesquels on dispose de chiffres sur les variations des stocks en volume – Japon, Etats-Unis et Royaume-Uni – les stocks de matières premières se sont accrus de façon spectaculaire en 1973 et au cours du premier semestre de 1974, alors qu'ils avaient stagné dans chacun de ces pays pendant les dix-huit mois précédents. Ce renversement du comportement en matière de stocks, jusqu'alors empreint de prudence, aviva tout d'abord, puis perpétua les pressions qui s'exerçaient déjà sur les prix des matières premières, du fait du dynamisme de la demande mondiale de produits finis.

Des stocks inhabituellement élevés de produits de base se sont à nouveau constitués pendant le deuxième trimestre de 1976 et les cours ont grimpé brutalement. Mais cet épisode fut de courte durée et son extension géographique apparemment moindre que lors du boom précédent. De surcroît, il ne semble guère probable que le stockage spéculatif des matières premières se renouvelle au cours de la phase de reprise imminente de l'activité économique mondiale. Les stocks de matières premières sont, par rapport aux ventes, beaucoup plus élevés à l'heure actuelle qu'à la fin de 1972 – cet accroissement est même particulièrement important pour le Japon.

**Taux de change et inflation interne**

Il est encore trop tôt pour juger de l'incidence inflationniste nette exercée par les taux de change flottants à l'échelle mondiale. Un effet inflationniste éventuel est représenté par la prime de risque dont les entreprises commerciales, exposées à une incertitude plus grande, majorent leurs prix – mais il ne s'agirait là que d'un effet

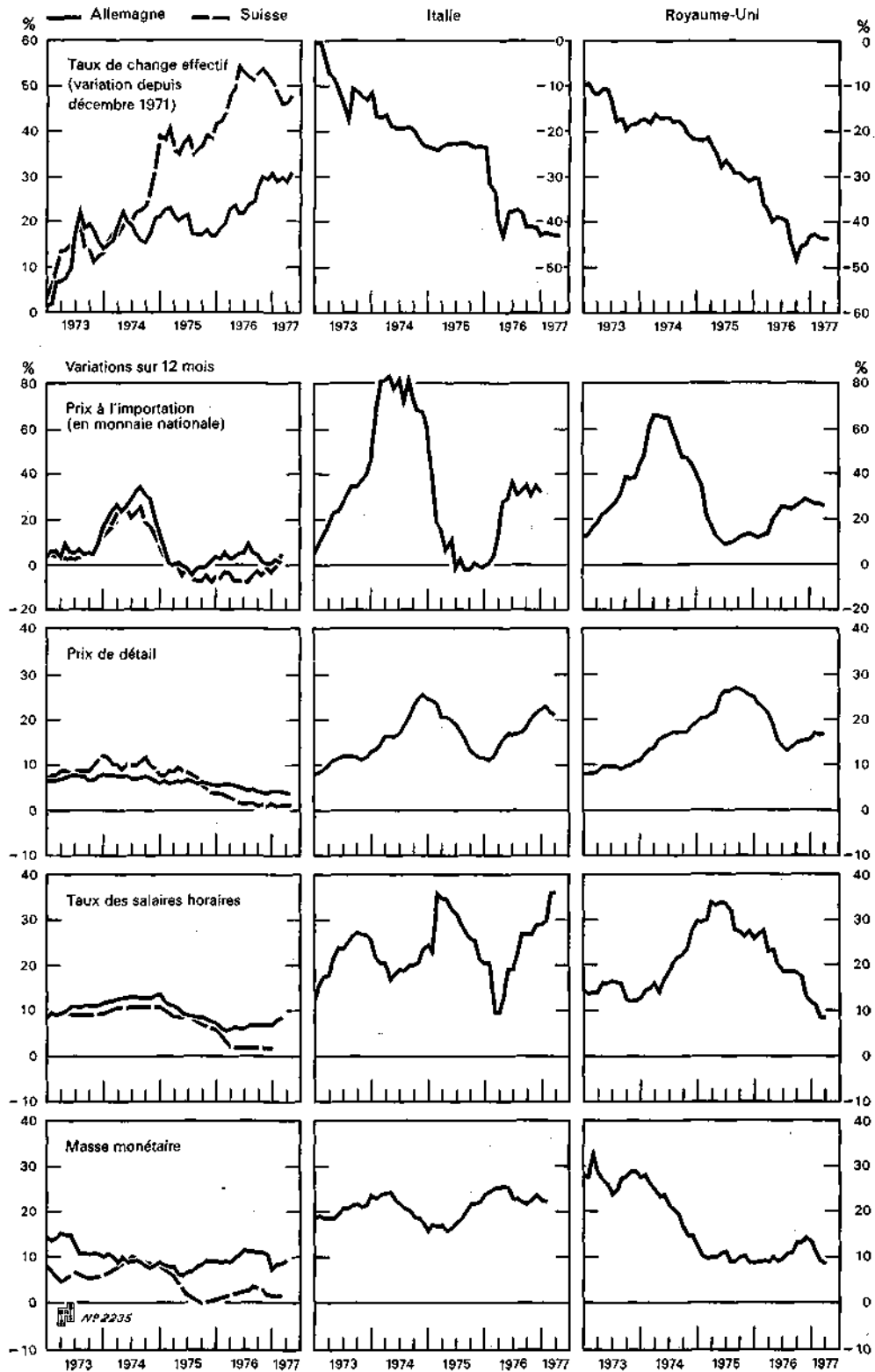
limité, d'un caractère non répétitif. On veut en voir un autre dans le comportement temporairement plus inflationniste de divers pays, qui estiment pouvoir réduire leurs besoins en réserves; cette thèse sera examinée — et réfutée — au Chapitre VII. Une troisième implication potentielle serait une espèce d'«effet de cliquet» à l'échelle internationale et s'expliquerait par le fait que les prix et salaires internes n'ont tendance à s'ajuster que dans le sens de la hausse. Mais ce phénomène se produirait plutôt dans un monde où le taux de change de telle ou telle monnaie tendrait à fluctuer assez fortement et ce, dans les deux sens; cela supposerait, en outre, que l'accélération de l'inflation dans certains pays ne peut pas être compensée par une décélération dans d'autres. Si ce troisième argument ne manque pas de vraisemblance, il n'est pas encore prouvé qu'un système de taux de change flottants soit, somme toute, plus inflationniste qu'un régime de taux fixes.

Il n'en reste pas moins que depuis la généralisation du flottement, au début de 1973, l'éventail des taux de change et des taux d'inflation s'est largement ouvert. D'une manière générale, cette évolution traduit simplement le fait que, dégagées de leurs obligations d'intervenir sur les marchés des changes, les autorités sont devenues directement responsables de leur comportement en matière monétaire. La disparité constatée dans l'exercice de cette responsabilité est attribuable, d'une part, à la diversité des structures économiques, sociales et politiques dans les divers pays, et, d'autre part, aux divergences qui se manifestent entre certains mécanismes de transmission (par exemple, les systèmes d'indexation) mis en œuvre ici ou là. Dans ces conditions, l'adoption d'un système de flottement a inévitablement engendré une plus grande dispersion des taux d'inflation.

Il est incontestable qu'un pays à taux de change flexibles est tenu de «digérer sa propre inflation». Mais, ceci mis à part, les mouvements des taux ont-ils exercé une autre incidence? Ont-ils contribué en fait à accentuer les différences fondamentales entre les propensions à l'inflation? Il apparaît clairement qu'il en a bien été ainsi. A une extrémité de l'échelle, les pays à fort penchant anti-inflationniste, réputés pour la gestion rigoureuse de leurs affaires, ont vu l'appréciation de leur monnaie renforcer l'impact direct de leur politique sur l'économie interne. Ces politiques, généralement axées sur le contrôle monétaire, ont eu un résultat annexe: l'appréciation de la monnaie a eu tendance à «précéder» les modifications relatives des parités de pouvoir d'achat, accentuant ainsi le freinage de l'inflation intérieure par la baisse des prix, exprimés en monnaie nationale, des produits faisant l'objet d'un commerce international. A l'autre extrémité de l'échelle, les pays dans lesquels l'action des pouvoirs publics a été entravée par des contraintes d'ordre politique et social se sont trouvés aux prises avec une sorte de spirale dépréciation/inflation, chaque baisse du taux de change tendant en retour à relancer l'inflation interne.

Dans leur phase initiale, les taux de change flottants ont donc été propices à l'apparition de cercles vertueux appréciation/stabilité des prix, comme à l'apparition de cercles vicieux dépréciation/inflation. Cette constatation ne signifie pas pour autant qu'un pays pris dans un tel cercle vicieux ne puisse pas s'en dégager ou que cet espoir lui soit refusé. Mais, affirmer qu'il suffit aux pays faibles de prendre des mesures énergiques pour redresser leur situation, tout en niant l'existence de ces tendances divergentes, relève de la gageure. Les problèmes d'ajustement de ces pays, en tout

### Taux de change, prix, salaires et masse monétaire



état de cause fort difficiles à résoudre, deviennent encore plus complexes avec le flottement, en raison des effets d'anticipation et du phénomène de «dépassement», selon lequel les baisses de taux de change sont entérinées après coup par le processus inflationniste qu'elles ont déclenché sur le plan interne.

Les événements intervenus jusqu'à présent sont peut-être le reflet de la phase transitoire d'un processus durable d'ajustement et d'adaptation à l'échelle internationale. Il se trouve que les pays qui sortent de la récession avec des taux d'inflation élevés sont ceux où les mécanismes institutionnels visant à garantir le maintien des revenus réels — notamment l'indexation officielle ou de fait des salaires et des prestations sociales — se sont particulièrement mal prêtés aux exigences de l'ajustement en régime de flottement. D'autre part, toute modification de ces dispositifs implique ordinairement des adaptations politiques lentes et douloureuses et nécessite l'encouragement ou l'approbation d'une large fraction de l'opinion publique. Qui plus est, dans certaines circonstances, le soutien de la collectivité économique internationale peut être indispensable pour assurer le succès des mesures de stabilisation.

Comme preuve à l'appui de cet argument, on peut évoquer l'évolution divergente des taux flottants dans les quatre pays figurant dans le graphique de la page précédente. L'Allemagne et la Suisse constituent des exemples de cercles vertueux, tandis que l'Italie et le Royaume-Uni sont l'illustration du phénomène du cercle vicieux.

La première constatation frappante mise en évidence par la lecture de ces graphiques est que le Royaume-Uni et l'Italie sont *entrés* dans le cercle vicieux pour des raisons économiques internes. Dans le cas du Royaume-Uni, la responsabilité incombe essentiellement à la politique monétaire: point n'est besoin d'être un monétariste orthodoxe pour voir dans la progression de 30% de la masse monétaire ( $M_3$ ) en 1973 la principale cause de la dégringolade du sterling pendant l'année en question. La situation a, de surcroît, été sérieusement aggravée pendant un temps par le système d'indexation des salaires à partir d'un certain «seuil», dispositif qui fut mis en vigueur au printemps de 1974, mais abrogé dans le courant de 1975. En Italie, l'expansion de la masse monétaire ( $M_2$ ) avait déjà atteint en 1973 une cadence excessive (qui n'a fait que s'intensifier au début de 1974) mais l'explosion des salaires survenue la même année a, de son côté, fortement contribué à affaiblir la lire sur les marchés des changes. En Allemagne comme en Suisse, au contraire, la progression de la masse monétaire au sens large et celle des salaires sont restées relativement modérées pendant cette année cruciale; ce fait, conjugué aux politiques restrictives poursuivies antérieurement, explique en partie la forte appréciation initiale de ces deux monnaies.

Les deux paires de pays se trouvaient donc dans des situations fondamentalement différentes au moment de la poussée mondiale des prix en 1973-74; le comportement des prix à l'importation (mesurés par les indices des valeurs moyennes) exprimés en monnaie nationale illustre les conséquences de cette disparité. Certes, même l'Allemagne et la Suisse ont dû «absorber» des hausses de prix à l'importation atteignant 25 à 35%, mais, pendant cette même période, les pourcentages d'augmentation ont atteint jusqu'à 80% en Italie et 60% au Royaume-Uni. Il n'est pas étonnant que l'inflation des prix de détail et des salaires ait pris une allure beaucoup plus rapide dans les deux derniers pays en 1974-75 qu'en Allemagne ou en Suisse.



Ce qui s'est passé depuis montre de façon éclatante combien il est difficile de *sortir* du cercle vicieux, si les pouvoirs publics n'ont pas la possibilité ni la volonté d'utiliser tous les moyens d'action dont ils disposent — y compris l'intervention sur le marché des changes. Nous disons bien *tous* les moyens — car l'intervention à elle seule ne saurait manifestement remplacer une politique intérieure appropriée.

Les mesures de restriction monétaire prises par l'Italie en 1974 ont donné de bons résultats: au début de 1975, le taux d'expansion de la masse monétaire avait été ramené à 16%. En même temps, la dépréciation de la lire s'était ralentie, en partie sous l'influence des interventions effectuées sur le marché des changes. La baisse des cours des matières premières aidant, il en est résulté une nette décélération de la hausse des prix de détail en 1975.

Les pouvoirs publics italiens ne sont toutefois pas parvenus à maîtriser l'évolution des salaires, dont la progression sur une année a atteint 30% au cours du premier semestre de 1975, du fait notamment que de nouveaux avantages furent accordés dans le cadre de leur dispositif d'indexation. A la même période, les autorités monétaires sont revenues à une politique expansionniste et, vers la fin de l'année, la croissance des agrégats monétaires avait retrouvé une fois de plus l'allure rapide de l'hiver 1973-74. Dans de telles conditions, les interventions officielles pour défendre le cours de la lire se révélèrent vaines, et l'arrêt des interventions, en janvier 1976, fut inévitablement suivi d'une forte dépréciation de la monnaie italienne. Il en résulta une hausse accélérée des prix à l'importation, puis une recrudescence de l'inflation des prix de détail d'abord, et des salaires ensuite.

Les enseignements à tirer de l'expérience italienne sont évidents. Il faudrait mettre à profit le répit procuré par la stabilisation relative de la lire au cours de l'année passée, tant pour contenir l'inflation salariale que pour freiner la rapide progression des agrégats monétaires, afin de permettre à l'Italie de se dégager du cercle vicieux. Dans la lettre d'intention qu'il a récemment adressée au FMI, le gouvernement italien a fait savoir qu'il accorde la priorité à cette tâche urgente dans les débats actuellement en cours sur la politique à suivre. Plusieurs initiatives ont déjà été lancées, mais on ignore encore dans quelle mesure les autorités réussiront à mettre au point, puis à faire admettre, le vaste programme de stabilisation qui s'impose dans les circonstances présentes.

Le cas du Royaume-Uni s'apparente sur un point à celui de l'Italie: l'accélération récente de l'inflation des prix de détail a été étroitement liée à la dépréciation de la livre sterling en 1976 et à la hausse simultanée des prix à l'importation. Mais là s'arrête la ressemblance, car, depuis quelque temps déjà, l'évolution intérieure n'alimente plus directement l'inflation. En raison du marasme de la demande et de l'adoption d'une politique des revenus, les autorités britanniques ont été en mesure de réduire de façon spectaculaire le taux d'inflation entre l'automne 1975 et l'été 1976. Le recul en 1976 de la valeur extérieure du sterling a été davantage imputable à la conversion des balances sterling par des détenteurs étrangers qu'à un excédent de livres sterling entre les mains des résidents. Depuis le début de 1975, le taux de croissance de la masse monétaire s'est tenu en moyenne entre 10 et 12%, soit à des niveaux à peine supérieurs aux chiffres correspondants notés en Allemagne. Aussi en est-il résulté une contraction sensible des encaisses monétaires réelles. De plus, pendant les premiers mois de 1977, le rythme d'accroissement des salaires, calculé sur douze mois, était

tombé à environ 10%. Ce résultat, ajouté au raffermissement du sterling depuis la fin de 1976, signifie que le Royaume-Uni a maintenant de bonnes chances de pouvoir rompre le cercle vicieux, à condition, bien entendu, que la politique de modération volontaire des rémunérations puisse être prorogée sur des bases satisfaisantes au-delà du mois d'août, terme de la présente phase.

### Prix, salaires et bénéfices: aspects internes

En raison de leur incidence sur la demande globale, les politiques monétaires et budgétaires exercent généralement, au bout d'un certain temps, une forte influence sur le comportement des prix et des salaires. Etant donné que ces politiques font l'objet d'une étude dans une autre partie du Rapport et que la situation économique a été caractérisée partout, l'année passée, par l'atonie de la demande et un degré de chômage élevé, la présente section est consacrée à d'autres aspects internes du processus inflationniste.

Compte tenu de la diversité d'évolution des cours mondiaux des matières premières et surtout des taux de change, les principaux éléments de l'indice du coût de la vie ont varié de façon très inégale, l'an dernier, dans les grands pays. On peut dire

Prix de détail: évolution des principales composantes

Pays	Période de douze mois s'achevant en mars	Ensemble	Alimentation	Produits non alimentaires	Services <sup>1</sup>
Etats-Unis . . . . .	1974	10,3	18,2	8,0	7,7
	1975	10,3	7,7	11,4	11,0
	1976	6,2	4,3	5,0	9,0
	1977	6,4	5,8	6,2	7,2
Canada . . . . .	1974	10,4	18,7	7,3	7,3
	1975	11,3	12,6	12,2	12,8
	1976	9,0	6,7	7,8	14,3
	1977	7,4	4,7	6,9	10,1
Japon . . . . .	1974	22,9	27,0	25,0	14,9
	1975	14,9	15,6	11,1	18,7
	1976	8,3	8,5	4,3	14,5
	1977	9,4	8,7	7,0	15,1
Allemagne fédérale . . . . .	1974	7,2	6,0	9,8	7,2
	1975	5,9	5,2	6,7	7,3
	1976	5,4	7,4	4,4	5,0
	1977	3,9	2,6	3,0	4,7
France . . . . .	1974	12,2	12,5	13,3	10,4
	1975	13,5	11,7	14,8	13,4
	1976	9,6	11,0	7,4	12,1
	1977	9,1	11,6	6,6	10,4
Royaume-Uni . . . . .	1974	13,3	17,9	10,9	9,3
	1975	21,4	25,6	23,1	20,1
	1976	19,8	15,4	19,4	30,5
	1977	16,7	21,8	15,7	11,7
Italie . . . . .	1974	16,0	14,4	24,5	9,4
	1975	20,3	22,1	19,5	18,3
	1976	13,9	14,4	11,8	15,5
	1977	21,8	19,9 <sup>2</sup>	25,8 <sup>2</sup>	15,0 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> A l'exclusion des loyers, sauf dans le cas de la France et de l'Italie.    <sup>2</sup> Février.

grosso modo que, suivant en cela avec un certain décalage la baisse des cours des matières premières, les prix intérieurs des produits manufacturés et, dans certains cas, ceux des denrées alimentaires ont progressé plus lentement en 1975-76. Comme les prix mondiaux des matières premières ont repris leur essor depuis quelque temps déjà, on doit s'attendre que leurs hausses continuent à se répercuter progressivement au niveau des prix de détail.

L'évolution des principaux éléments de l'indice des prix permet de mieux cerner certains facteurs essentiels d'inflation dans les divers pays. Par exemple, l'indice des prix alimentaires a bien moins augmenté que l'indice général aux Etats-Unis et au Canada, tandis qu'en France, en Italie et au Royaume-Uni, sa progression a été plus forte, du fait surtout de la hausse de 7½% des prix de soutien agricoles de la Communauté européenne. En outre, une grande partie de l'Europe occidentale a souffert l'été dernier d'une grave sécheresse, tandis qu'en Amérique du Nord, les récoltes ont été généralement très bonnes. Plus récemment, toutefois, les graves perturbations climatiques aux Etats-Unis y ont entraîné une vive hausse des prix alimentaires. Au sein de la Communauté européenne, en revanche, l'augmentation des prix de soutien agricoles devrait être limitée à 3½% en 1977.

Dans le secteur des services, le mouvement ascendant des prix s'est ralenti dans la plupart des pays depuis un ou deux ans. L'année passée cependant, à part deux cas notables — l'Italie et le Royaume-Uni — leur progression a encore été forte par rapport à l'augmentation moyenne des autres éléments de l'indice du coût de la vie. Cette disparité tient sans aucun doute à la relative faiblesse des gains de productivité dans ce secteur.

Le principal facteur interne qui influe sur le rythme d'inflation est évidemment l'interaction des salaires et des prix. L'an dernier, comme le montre le tableau ci-après, l'éventail des augmentations de salaires nominaux (ou de taux de salaires) a été extrêmement large, allant d'environ 2% en Suisse à près de 33% en Espagne. Dans la majorité des pays, en revanche, la croissance des gains nominaux s'est ralentie, dans presque tous les cas pour la seconde année de suite, à l'exception surtout de l'Italie et de l'Espagne; dans d'autres pays également — Allemagne et Etats-Unis — il semble, au vu des nouvelles conventions collectives, que les salaires aient tendance à se relever. Il en est allé de même au Canada et en France, malgré les programmes de stabilisation conçus pour faire fléchir leur rythme de progression.

C'est principalement en Belgique, au Danemark, en Finlande, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni que le freinage des hausses excessives de salaires s'est montré particulièrement efficace. Sauf en Finlande et au Royaume-Uni, ce processus a traduit l'existence, l'an dernier, d'un cercle vertueux d'appréciation du taux de change, de ralentissement de l'inflation des prix et de diminution des revendications salariales. Il convient d'ajouter que les politiques des prix et des revenus appliquées dans tous ces pays ont grandement contribué à cette amélioration, malgré des différences notables tenant à leur ampleur et à leur nature. Si, en Suède, les gains nominaux ont beaucoup moins progressé que l'année précédente, cela est dû au fait que l'augmentation en question correspond à la seconde étape d'un accord d'une envergure inhabituelle, conclu au printemps de 1975 pour une durée de deux ans.

Gains nominaux et réels dans l'industrie

Pays	Gains nominaux <sup>1</sup>				Gains réels <sup>1</sup>			
	Moyenne 1969-73	1974	1975	1976	Moyenne 1969-73	1974	1975	1976
en %								
Allemagne fédérale . . .	12,7	13,3	7,0	6,6	7,4	7,0	1,5	2,6
Autriche . . .	7,9	15,3	10,4	7,2	2,2	5,1	3,5	—
Belgique . . .	12,9	24,4	16,2	9,5	7,2	7,5	4,7	1,8
Canada . . .	8,4	16,6	13,8	12,9	3,8	3,6	3,9	6,7
Danemark . . .	15,1	21,6	14,8	11,9	7,2	5,3	4,7	3,9
Espagne . . .	16,4	30,7	27,4	32,7	7,5	10,9	11,7	10,6
Etats-Unis . . .	6,6	8,7	6,8	7,0	1,0	-3,1	-0,2	2,2
Finlande . . .	13,9	24,6	17,2	14,3	6,4	6,6	-0,8	1,8
France . . .	11,7	20,3	14,8	15,1	4,8	4,4	4,7	4,7
Italie . . . . .	15,9	24,0	20,3	28,9	8,4	-0,4	8,2	5,7
Japon . . . . .	19,6	25,6	14,5	11,2	7,7	3,0	6,3	0,7
Pays-Bas <sup>2</sup> . . .	12,5	16,6	13,9	8,0	4,9	5,1	4,4	-0,3
Royaume-Uni . .	12,1	27,6	20,7	12,3	4,1	7,0	-3,4	-2,4
Suède . . . . .	10,3	13,7	18,7	11,0	3,6	1,9	9,0	1,3
Suisse . . . . .	7,8	10,7	5,7	1,7	1,2	2,9	2,2	0,4

<sup>1</sup> Variations de décembre à décembre des gains mensuels, hebdomadaires ou horaires, sauf pour les chiffres en italique, qui s'appliquent à des taux de salaires. <sup>2</sup> Octobre.

Pour évaluer les objectifs et l'incidence des politiques des prix et des salaires, il importe de considérer le comportement des gains réels. Un critère unique ne suffit pas pour mettre en parallèle ces comportements, le taux tendanciel d'amélioration de la productivité du travail dans l'ensemble de l'économie variant notablement d'un pays à l'autre; il s'ensuit une variation semblable au niveau des possibilités d'augmenter la rémunération réelle des travailleurs. Le tableau de la page 50 montre que l'évolution de la productivité a été fort disparate, bien que, l'an passé, le marasme de la production ait pu fausser sensiblement le taux tendanciel d'accroissement de la productivité dans certains pays. Ces temps derniers, toutefois, les pays industrialisés avaient deux raisons impératives de freiner, voire d'inverser temporairement, la progression normale des gains réels: la forte détérioration de leurs termes de l'échange et, parfois, un amenuisement de longue durée du rendement des investissements fixes.

La détérioration des termes de l'échange provoquée par la hausse des prix du pétrole a obligé les pays industrialisés à modérer progressivement l'accroissement de leur revenu réel - dans des proportions suffisantes pour leur permettre de développer leurs exportations à destination des pays producteurs de pétrole. Pour certains, cet ajustement nécessaire sur le plan extérieur a été rendu encore plus difficile par le besoin effectif dans lequel ils se trouvaient de corriger la surévaluation de leur monnaie, alors qu'en Allemagne ou en Suisse, par exemple, le fardeau de l'ajustement s'est trouvé allégé par la sous-évaluation antérieure de leurs devises. Dans tous les cas, il était inévitable que la fraction importante du revenu national affectée aux salariés supportât une grande partie de l'amputation du revenu réel.

On pourrait d'ailleurs faire remonter l'origine de la faiblesse de la rentabilité dans les pays industrialisés aux très fortes augmentations de salaires intervenues vers

la fin des années soixante et le début des années soixante-dix. Dans nombre de cas, les entreprises n'ont pas pu, par suite de réévaluations des taux de change et de contrôles intérieurs des prix, répercuter intégralement les charges salariales sur les prix. Le symptôme le plus net de cette distorsion dans la rémunération des facteurs a été l'amenuisement des profits, même au plus fort de la vague expansionniste de 1972-73. Ainsi, pour des raisons d'ordre purement intérieur, de nombreux pays se sont vus obligés de corriger la répartition du revenu, en favorisant le capital au détriment du travail.

Depuis un an ou deux, l'augmentation des gains réels s'est sensiblement ralentie dans maints pays industrialisés. Cette évolution donne à penser que l'économie interne s'est ajustée à des termes de l'échange moins favorables et que la rentabilité s'est accrue, bien que certains facteurs conjoncturels masquent quelque peu l'amélioration effective des bénéfices. Si le freinage de l'augmentation des salaires réels a contribué à résoudre certains problèmes structurels, il risque toutefois de compliquer le problème conjoncturel de la régulation de la demande globale. Il importe notamment que les progrès de la rentabilité aillent pratiquement de pair avec un redressement des investissements, sinon la croissance plus faible des revenus du travail entraînera simplement un tassement de la consommation et ajoutera au marasme général de l'économie.

En Allemagne et aux Etats-Unis, les gains réels ont progressé modérément l'an dernier, tandis qu'au Japon et en Suisse, ils n'ont pratiquement pas varié. Tous ces pays ont eu recours essentiellement à des politiques de régulation de la demande pour freiner la spirale salaires/prix.

Une amélioration assez analogue semble s'être produite dans les pays scandinaves et dans ceux du Benelux. Si aucun de ces pays n'a officiellement adopté de politique des revenus, chacun d'eux a pris des mesures qui s'en inspirent. Tous ont recouru peu ou prou au contrôle des prix, du moins en ce qui concerne les procédures de notification préalable des augmentations et les limites de répercussion des hausses de coûts. De plus, là où les systèmes d'indexation des salaires jouaient un rôle important, les autorités se sont efforcées d'aménager ces mécanismes. C'est ainsi que la Belgique a suspendu temporairement le système applicable aux revenus les plus élevés, cependant que les Pays-Bas ont également cherché à ajuster le degré d'indexation. Au Danemark, un nouvel accord salarial conclu au printemps de 1977 a prévu des relèvements qui, sans tenir compte de la dérive des salaires, n'atteignent que 6% en termes nominaux.

Le Royaume-Uni offre l'exemple d'un pays où, jusqu'en 1975, le «financement» du surcroît de progression des salaires réels par rapport aux gains de productivité avait été assuré par un déficit croissant des comptes extérieurs et, dans le cadre d'un contrôle exercé sur les prix, par une forte compression des bénéfices. La réduction sensible subie par les gains réels depuis 1975 a toutefois contribué quelque peu à redresser la situation. L'amélioration découle en majeure partie de la limitation générale imposée aux augmentations des rémunérations au titre des deux premières phases d'une politique des revenus, mais l'intensité plus forte que prévu de la dépréciation du taux de change et de l'inflation a également joué un rôle. Peut-être l'incidence cumulative de tels ajustements des salaires réels facilitera-t-elle à présent une reprise beaucoup plus rapide de l'emploi? Le gouvernement s'efforce pour l'heure de proroger

pour un an la politique salariale, en y apportant toutefois des assouplissements, et a proposé des allègements fiscaux dans le budget de mars 1977, sous réserve de cette prolongation.

L'évolution récente des salaires réels en Italie met bien en lumière certains aspects de la spirale salaires/prix. Au cours des négociations récemment menées avec le FMI pour l'octroi d'un prêt, le vaste dispositif italien d'indexation des salaires (système dit de la «scala mobile») a fortement retenu l'attention, et le gouvernement s'est efforcé de l'appliquer de façon plus sélective, mais ses efforts n'ont guère été couronnés de succès. Comme dans les autres pays, un tel système peut compliquer sérieusement le problème de l'inflation, si la hausse initiale des prix est engendrée par des modifications au niveau de l'offre, de la fiscalité indirecte et des tarifs des services publics, ou par une détérioration des termes de l'échange. Il faut néanmoins ajouter qu'en Italie les efforts de freinage du coût de la main-d'œuvre ont été contrecarrés par les très fortes augmentations prévues dans les conventions salariales qui se sont ajoutées, ces dernières années, aux ajustements dus à la hausse du coût de la vie.

En ce qui concerne l'indexation des salaires, la question essentielle est donc de savoir si elle peut être adaptée en souplesse aux modifications des situations internes. Certains pays européens ont constaté en effet qu'en temps normal, sans aucune perturbation exogène des prix, ce système exerce une influence modératrice sur leur marché du travail. De même, aux États-Unis, le recours de plus en plus fréquent à la clause d'échelle mobile, au lieu et place des relèvements de salaires nominaux échelonnés dans le cadre de conventions collectives pluri-annuelles, a contribué à freiner la progression des rémunérations au cours des deux dernières années. Fort heureusement, l'utilisation accrue de ce mécanisme d'indexation ne s'est faite qu'après les dévaluations du dollar et les fortes hausses des cours mondiaux du pétrole et des matières premières qui se sont ensuivies.

### **Chômage conjoncturel et structurel**

La plupart des pays sont toujours confrontés au grave problème du sous-emploi de la main-d'œuvre et le resteront sans doute encore quelque temps. Mesurer le chômage et en évaluer les multiples dimensions s'avère bien complexe. Même du point de vue — très superficiel — du taux général de chômage, on constate que les indices disponibles couvrent des domaines très variables d'un pays à l'autre; quant aux données sur le chômage partiel, elles ne permettent pas d'effectuer des comparaisons valables. Aussi, les taux de chômage figurant dans le tableau ci-contre ne sont-ils significatifs que pour indiquer les tendances pour chaque pays pris isolément, et encore avec quelque réserve.

Les données de ce tableau indiquent clairement, toutefois, que les taux de chômage récents se situent, en général, sensiblement au-dessus des taux annuels maximums observés entre 1957 et 1973, bien que la production industrielle ait pratiquement retrouvé ses niveaux records antérieurs. Cette évolution s'explique en partie par la gravité exceptionnelle de la récession et par la durée de la reprise, et s'insère dans le contexte d'une dépression de «croissance» durant laquelle le potentiel de production a continué d'augmenter (Chapitre II). Elle est également due à la distorsion du coût des facteurs de production, qui a amené les entreprises à réfréner leurs

**Taux de chômage<sup>1</sup>**

Pays	Taux annuel moyen maximum en		1974 décembre	1975 décembre	1976 juin	1976 décembre	1977 avril
	1957-65	1966-73					
en %							
Allemagne fédérale . . .	3,5	2,1	3,6	4,8	4,6	4,4	4,6
Belgique . . . . .	6,3	4,5	5,3	8,7	8,1	9,8	9,5
Canada . . . . .	7,1	6,4	5,9	7,0	7,0	7,4	8,3
Etats-Unis . . . . .	6,8	5,9	7,2	8,3	7,5	7,8	7,0
France . . . . .	1,4	2,2	2,9	4,4	4,1	4,3	4,8
Italie . . . . .	8,2	3,9	3,1	3,5	3,8	3,9 <sup>2</sup>	.
Japon . . . . .	1,5	1,4	1,7	2,1	2,1	1,9	1,9 <sup>3</sup>
Pays-Bas . . . . .	2,3	2,7	4,0	5,4	5,6	5,2	5,1
Royaume-Uni . . . . .	2,4	3,8	2,8	5,0	5,4	5,6	5,6
Suède . . . . .	2,5	2,0	1,5	1,6	1,5	1,5	1,8 <sup>3</sup>
Suisse . . . . .	—	—	0,1	1,0	0,7	0,6	0,5

<sup>1</sup> Exprimés en pourcentage de la population active civile (en Belgique, population active assurée). Séries désaisonnalisées sauf pour la Belgique, l'Italie, la Suède et la Suisse. <sup>2</sup> Octobre. <sup>3</sup> Février.

investissements fixes, à réduire leurs effectifs et à accorder la préférence à ceux permettant de réaliser des économies de main-d'œuvre.

Dans certains pays, tels les Etats-Unis et le Canada, l'accroissement rapide des effectifs ces dernières années explique en partie la gravité du chômage, notamment parmi les jeunes et la main-d'œuvre féminine. Souvent, des travailleurs qui s'étaient retirés du marché du travail à un stade antérieur du cycle réapparaissent dans la population active au moment où la reprise se développe, gonflant ainsi les statistiques sur le chômage, en dépit de l'amélioration du marché de l'emploi. Au cours de l'actuel mouvement de redressement, les Etats-Unis et l'Italie ont connu de pareils phénomènes, puisque le niveau de l'emploi et la population active civile se sont accrus l'un et l'autre assez fortement depuis le milieu de 1976. Dans d'autres pays industrialisés, par contre, la croissance de l'emploi a été lente et le marché du travail ne s'est guère élargi. De fait, la tendance à la baisse de la population active en Allemagne et en Suisse, au cours de ces récentes années, a permis de maintenir le taux de chômage à un niveau bien inférieur à ce qu'il aurait été autrement.

Si, depuis le mois de décembre 1975, le taux de chômage a baissé aux Etats-Unis, aux Pays-Bas et en Allemagne, il s'y maintient toutefois à des niveaux inhabituellement élevés. Au Japon, où les employeurs essaient traditionnellement d'éviter de licencier du personnel, et en Suisse, où l'on observe d'importants départs de travailleurs étrangers, le taux de chômage a également baissé, par rapport à des niveaux déjà faibles, il est vrai. Dans d'autres pays, en revanche, il s'est encore accru pendant la période correspondant en gros à l'année 1976.

En ce qui concerne la politique macro-économique, les réactions des gouvernements, devant l'évolution décevante de la situation de l'emploi, ont été en général empreintes d'une certaine prudence. Si ce comportement tient en partie à leurs préoccupations au sujet de l'inflation et de l'équilibre extérieur, il reflète aussi l'opinion selon laquelle le problème du chômage revêt, dans une certaine mesure, un caractère structurel qui échappe à l'influence de la régulation de la demande. Les éléments structurels ont trait essentiellement aux difficultés spécifiques de certaines industries

Population active, emploi et productivité

Pays	1961-70			1970-76		
	Population active civile <sup>1</sup>	Emploi civil	Productivité <sup>2</sup>	Population active civile <sup>1</sup>	Emploi civil	Productivité <sup>2</sup>
taux de croissance annuel composé, en %						
Allemagne fédérale . . . . .	—	0,2	4,6	-0,4	-1,1	3,5
Autriche . . . . .	-1,2	0,3	4,4	-0,1 <sup>3</sup>	-0,2 <sup>3</sup>	4,0 <sup>3</sup>
Belgique . . . . .	0,5	0,8	4,1	2,3 <sup>3</sup>	0,4 <sup>3</sup>	3,4 <sup>3</sup>
Canada . . . . .	2,7	3,0	2,4	3,5	3,2	1,4
Danemark . . . . .	1,3	1,4	3,3	0,9 <sup>3</sup>	0,2 <sup>3</sup>	2,1 <sup>3</sup>
Espagne . . . . .	0,8	0,8	6,6	0,9 <sup>3</sup>	0,3	4,5
Etats-Unis . . . . .	1,8	2,0	2,2	2,0	1,8	0,9
Finlande . . . . .	0,3	0,2	4,7	0,7 <sup>3</sup>	0,2	3,3
France . . . . .	0,8	1,0	4,7	0,9 <sup>3</sup>	-0,2	4,0
Italie . . . . .	-0,9	-0,7	5,8	0,6	0,3	2,6
Japon . . . . .	1,4	1,4	6,7	0,7 <sup>3</sup>	0,5	5,1
Norvège . . . . .	0,7	1,5	3,3	2,5	1,7	1,9
Pays-Bas . . . . .	1,2	1,2	4,4	0,4 <sup>3</sup>	-0,2 <sup>3</sup>	3,2 <sup>3</sup>
Royaume-Uni . . . . .	0,2	0,1	2,7	0,5	—	1,6
Suède . . . . .	0,7	0,8	3,6	1,0	1,0	1,1
Suisse . . . . .	0,9	0,9	3,5	-1,7	-2,0	2,6

<sup>1</sup> La population active comprend la population active civile, pourvue ou non d'un emploi, et les forces armées. <sup>2</sup> Evolution du produit national brut en volume par travailleur civil pourvu d'un emploi. <sup>3</sup> 1975.

ou régions géographiques, mais découlent également des modifications de la pyramide des âges et de la composition de la population active.

Aussi, pour tenter de résoudre le problème du chômage, les gouvernements ont-ils recouru de plus en plus à des mesures sélectives. Certaines visent surtout à atténuer l'incidence du sous-emploi de la main-d'œuvre sur des catégories de personnes bien définies et consistent pour l'essentiel en une amélioration du montant et de la durée des indemnités de chômage. Dans quelques pays, ces prestations sont ainsi devenues fort substantielles, au point qu'elles ont fait l'objet de critiques leur reprochant, notamment, d'exercer un effet dissuasif sur la recherche et la conservation d'un emploi. Quoi qu'il en soit, ces mesures ont contribué à rendre socialement et politiquement plus supportable la permanence d'un taux de chômage élevé.

Dans certains pays scandinaves, où les exportations de produits de base et semi-finis occupent une place importante, les autorités ont subventionné les stocks en vue de soutenir l'emploi. Mais, comme la récession mondiale a été plus longue que prévu, l'application de ces programmes s'est heurtée à certaines difficultés. En Suède, où les subventions avaient contribué l'an dernier à maintenir les stocks à près de 2% du produit national brut, ce programme est en cours de réduction. L'application de mesures de compression analogues, prévues en Norvège, a été différée.

Dans leur lutte contre le chômage, maints pays ont principalement recouru à des actions sélectives pour stimuler la formation brute de capital fixe. Certains ont mis un accent tout particulier sur les travaux publics classiques générateurs d'emplois, et ce, souvent dans des régions à taux de chômage élevé ou à faible croissance. D'autres,



par contre, se sont orientés vers des formules plus vastes et ont appliqué des programmes à moyen terme d'investissements publics, axés essentiellement sur les dépenses d'infrastructure (Allemagne) ou sur les industries nationalisées (France). Aux Pays-Bas, les autorités ont proposé un plan à moyen terme en vue de favoriser les investissements créateurs d'emplois jusqu'en 1980. Ce plan, qui vise surtout à réduire les coûts des investissements privés, préconise, entre autres, un système de primes variables selon le type et la localisation du projet concerné. Bien plus, dans certains pays, les autorités ont appliqué ou renforcé des mesures d'incitation à l'investissement privé de type traditionnel, telles que crédits d'impôt, abattements pour amortissements, bonifications de taux d'intérêt. Enfin, deux pays au moins (les Pays-Bas et le Royaume-Uni) ont procédé à des ajustements fiscaux pour atténuer les effets de l'inflation sur les bénéfices imposables.

### **Inflation et chômage: les choix politiques**

Les pertes cumulatives provoquées par le sous-emploi considérable de la main-d'œuvre et des équipements ont suscité des inquiétudes et des mécontentements qui sont allés croissant. Une partie de l'opinion est d'avis que la lutte contre l'inflation est devenue excessivement coûteuse, en termes de production réelle et d'emploi, alors que la pression des prix et des salaires ne s'est guère relâchée en contrepartie. Dans ces conditions, il devient urgent de mettre en œuvre des politiques de régulation de la demande plus dynamiques, en particulier dans les grands pays, de façon à revenir assez rapidement à des niveaux d'activité élevés.

Le présent Rapport, s'il reconnaît pleinement la gravité du problème du chômage, ne souscrit pas pour autant à cette thèse. Il est vrai que la régulation prudente de la demande, visant à obtenir un taux de croissance raisonnablement stable, a un certain rôle à jouer, au même titre que les mesures sélectives destinées à encourager l'investissement, à améliorer la formation professionnelle, à augmenter la mobilité et, d'une façon générale, à relever le niveau de l'emploi. Mais, pour l'essentiel, ce Rapport épouse plutôt le courant de pensée, selon lequel l'accélération de l'inflation pendant les années soixante et le début des années soixante-dix a en grande partie résulté de la volonté affirmée des autorités de maintenir le plein emploi, alors qu'étaient négligés les effets potentiels sur la stabilité des prix du resserrement des marchés du travail et de la pénurie de capacités. Il y est considéré, en outre, que les taux d'inflation élevés et plus diversifiés qui en sont résultés, tout comme l'extrême vulnérabilité aux anticipations inflationnistes qu'ils ont engendrée, sont principalement à l'origine de la faiblesse de la demande et du chômage. Enfin, l'avis y est émis que, si la propagation de l'inflation traduit surtout, en ce moment, la persistance d'une poussée à la hausse sur les coûts, les dangers de l'inflation par la demande sont toujours bien présents dans les mémoires et prêts à refaire surface.

Les raisons qui sous-tendent cette opinion sont évoquées dans diverses parties du Rapport. Elles aboutissent à la conclusion que les marchés actuels sont devenus extrêmement sensibles aux craintes inflationnistes. Dans les milieux financiers, tout renforcement de ces craintes amène désormais les investisseurs à accorder la préférence à la liquidité, provoquant ainsi une tendance ascendante des taux d'intérêt à long terme et une réduction du volume des capitaux à long terme disponibles aux

fins d'investissements. Dans le secteur de l'industrie, les entreprises sont dissuadées d'effectuer des dépenses d'équipement pour deux raisons: elles craignent, en premier lieu, de se trouver prises entre la montée des coûts et une nouvelle vague de mesures restrictives ou, ce qui est pire, d'être soumises à un nouveau régime de contrôle des prix; ensuite, elles savent par expérience que l'inflation elle-même engendre des incertitudes supplémentaires. Le taux d'inflation augmente ou diminue, mais il ne reste jamais stable; bien plus, un fort taux d'inflation *moyen* entraîne, presque inmanquablement, une dispersion accrue des modifications de prix, dans les divers pays. Dans le secteur des ménages, l'inflation est désormais associée à l'évolution incertaine des revenus et de l'emploi, ainsi qu'à la dépréciation du pouvoir d'achat des patrimoines financiers, et il s'ensuit une incitation à réduire les dépenses et à accroître l'épargne.

Dans de telles conditions, les responsables de la politique économique courent des risques de plus en plus grands en ne tenant pas compte des conséquences inflationnistes de leurs initiatives. Ce faisant, ils risquent de voir leurs interventions aller à l'encontre du but recherché, par suite des réactions du marché, laissant le dilemme inflation/chômage se poser avec encore plus d'acuité qu'auparavant. Dans l'évaluation des «coûts» de l'inflation, il convient donc d'examiner dans quelle mesure l'inflation elle-même est une cause de chômage. Encore ne doit-on pas non plus minimiser les coûts plus connus, liés aux inégalités dans la distribution des revenus, au manque d'efficacité et à des distorsions dans la répartition des ressources et, enfin, aux désordres sociaux et politiques engendrés par ceux qui ne cessent de manœuvrer pour s'attribuer la plus grosse part du revenu.

Mais quelles sont les solutions de rechange? Les efforts de longue haleine entrepris pour réduire les taux d'inflation ont-ils été aussi vains qu'on le prétend parfois? En fait, les progrès enregistrés sont loin d'être négligeables. Alors qu'en 1974 la plupart des pays industrialisés connaissaient des hausses de prix de détail s'échelonnant entre 10 et 25%, nombre d'entre eux ont ramené ces taux entre 6 et 9% au printemps de 1977, l'Allemagne et la Suisse obtenant même des résultats nettement meilleurs. Il est clair également que l'atonie de la demande et la détente sur le marché du travail ont exercé sur l'inflation un effet de freinage bénéfique — illustré par ce qu'on est convenu d'appeler la «courbe de Phillips». Bien plus, en Allemagne et aux Etats-Unis, les progrès accomplis sur le front des prix s'accompagnent depuis deux ans d'une réduction appréciable du chômage, et il n'est pas exclu que d'autres pays soient également arrivés à un tournant à cet égard. Enfin, les bénéfiques, qui, dans de nombreux cas, ont subi de fortes compressions lorsque l'inflation par les coûts a fait suite à l'inflation par la demande, semblent s'être renforcés sensiblement dans quelques pays depuis un an ou deux. La route est encore longue cependant et beaucoup de temps et de patience seront nécessaires.

Pour ce qui est de la régulation de la demande, il semblerait donc souhaitable, pour les pays, de poursuivre dans la voie d'une croissance modérée et soutenue. Quant à ceux qui éprouvent des difficultés en matière de balances de paiements, l'expansion de la demande *interne* devrait y être moins forte qu'ailleurs, de façon à réserver une marge suffisante en cas de reprise induite par les exportations. D'ailleurs, l'expérience n'a cessé de montrer que la dépréciation du taux de change ne peut

pas suppléer à une telle politique, même si elle en est quelquefois le complément nécessaire.

Une politique d'expansion modérée n'est évidemment pas une politique de non-intervention. Elle suppose une croissance régulière, dans des limites raisonnables, des agrégats monétaires, qui peut à son tour requérir, à un rythme dégressif il est vrai, un certain financement monétaire des déficits du secteur public. Autrement dit, si l'on s'en remet uniquement à la régulation de la demande, il faudra attendre longtemps avant de retrouver un niveau d'emploi satisfaisant.

De quelle façon les pouvoirs publics peuvent-ils accélérer ce processus? Ils pourraient, par exemple, s'engager publiquement à respecter certains objectifs généraux, destinés à réduire ou à freiner l'inflation. Ces objectifs, pour autant qu'on leur confère une certaine crédibilité, peuvent contribuer à établir le cadre prévisionnel nécessaire à un retour plus rapide de l'équilibre interne.

D'autre part, il serait possible, dans de nombreux cas, de sortir plus rapidement du dilemme inflation/chômage en adoptant ce qu'on peut appeler, d'une manière plus générale, une «politique des revenus». Dans le cadre d'une telle politique, ou dans le contexte d'un large consensus en matière de répartition des revenus, les accords passés pour des périodes limitées peuvent grandement contribuer à établir les conditions d'une croissance stable. Comme on l'a vu précédemment, les fortes disparités d'inflation dans les divers pays sont davantage le fait de différences existant au niveau des mécanismes indigènes de transmission ou de propagation que des impulsions inflationnistes initiales elles-mêmes.

Evidemment, il est fréquent que les mécanismes et les habitudes inflationnistes soient profondément implantés et opposent une forte résistance au changement. Ceci est particulièrement vrai dans le cas des dispositifs généraux d'indexation des salaires, qu'ils soient institués officiellement ou de fait; mais ce même phénomène se retrouve également dans la réticence manifestée vis-à-vis des ajustements nécessaires des revenus réels ou des prix et salaires relatifs. Dans certaines circonstances, pourtant, de tels ajustements seraient extrêmement pertinents: ainsi, dans le cas d'une diminution du revenu national réel consécutive à la détérioration des termes de l'échange résultant, par exemple, d'une hausse du prix du pétrole ou des matières premières. Une telle politique peut aussi s'avérer nécessaire lorsque, comme cela s'est produit dans de nombreux pays, un amenuisement progressif des marges bénéficiaires entrave sérieusement la propension des entreprises à effectuer des investissements générateurs d'emplois.

Les partenaires sociaux concernés — salariés et patronat notamment — ne peuvent bien sûr accepter que difficilement une plus grande modération en matière de salaires et de prix, à plus forte raison si un accroissement de la part relative des bénéfices conditionne à l'évidence l'augmentation des investissements et du rythme de croissance, ce qui se passe actuellement dans nombre de pays. Mais même de tels ajustements relatifs, lorsque les autorités responsables sont en mesure d'en justifier pleinement le besoin, peuvent engendrer dans tous les secteurs des avantages substantiels à bref délai. Car, en l'absence d'un comportement convenable du couple salaires/prix, le seul moyen dont disposent les pouvoirs publics pour juguler l'inflation consiste

à freiner la demande globale, ce qui se traduit inévitablement par une détérioration de l'économie et de l'emploi. De surcroît, en cas de recours à une forme quelconque de régulation de la demande, plus les augmentations de salaires et de prix seront modérées, plus la marge de manœuvre s'élargira pour permettre l'accroissement des revenus réels et de l'emploi. Enfin, cette modération peut également conférer aux autorités responsables une plus grande liberté pour introduire des mesures complémentaires visant à stimuler la demande.

#### IV. LES MARCHÉS NATIONAUX DU CRÉDIT ET LES POLITIQUES MONÉTAIRES

La précarité de la reprise économique a incontestablement marqué l'évolution des principaux marchés financiers au cours de l'année écoulée. Pourtant, des différences importantes ont été enregistrées d'un pays à l'autre, qui ont tenu à la disparité des taux d'inflation et au fait que les économies ont continué de se cristalliser autour de la force respective de leurs positions extérieures.

En ce qui concerne les analogies entre les divers pays, la restructuration de bilans déséquilibrés n'a cessé généralement d'être une préoccupation d'ordre financier dans le secteur des entreprises, malgré un certain regain des emprunts à court terme observé dans les pays où le mouvement de reprise a gagné en vigueur. Dans le même temps, le secteur des ménages a dans l'ensemble recouru davantage à l'emprunt, en continuant néanmoins d'accumuler des actifs liquides à un rythme élevé. L'amélioration de la liquidité du secteur privé a été liée à la persistance des déficits du secteur public qui, tout en étant en général légèrement inférieurs aux maximums atteints en 1975, n'en sont pas moins demeurés fort élevés par comparaison avec les niveaux antérieurs.

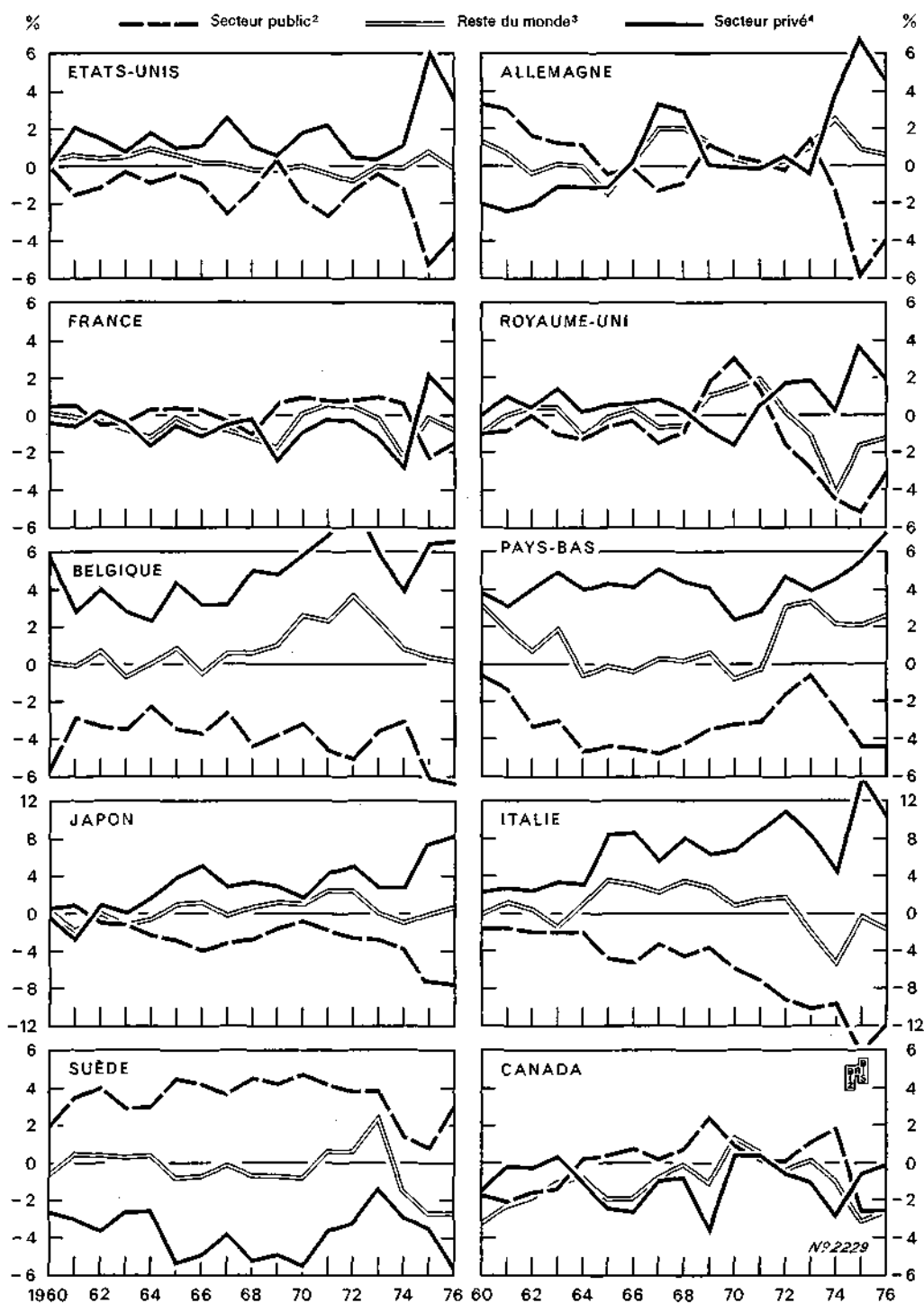
Les différences entre pays se retrouvent dans les orientations divergentes imprimées aux politiques monétaires. Dans les pays où les taux d'inflation ont été relativement faibles et qui bénéficiaient de positions extérieures fondamentalement fortes – Etats-Unis, Allemagne, Japon et Suisse – les autorités ont adopté des politiques de stabilité monétaire en vue d'accentuer le freinage de l'inflation, mais également pour favoriser la reprise conjoncturelle. Dans presque tous les autres pays, un durcissement considérable de la politique monétaire s'est avéré nécessaire pour pallier la faiblesse de la position extérieure – due essentiellement aux déséquilibres internes. Parfois, le dispositif de protection monétaire a pu être en partie assoupli, lorsque les marchés des changes eurent recouvré quelque calme. Mais, dans d'autres cas, les autorités monétaires, de plus en plus conscientes de la vulnérabilité de la position extérieure de leur économie, en ont davantage tenu compte dans l'élaboration de leur politique.

Les divergences des situations et des politiques monétaires se sont nettement reflétées dans l'évolution des taux d'intérêt. Le glissement sensible des taux d'intérêt à long et à court terme en 1975 a été suivi l'an dernier, dans le premier groupe de pays, par une quasi-stabilité, voire par une diminution modérée de ces taux, en dépit d'un léger raffermissement noté depuis le début de 1977 sur certains marchés. Ailleurs, en revanche, les taux sont remontés, atteignant de nouveaux records, et se sont maintenus à des paliers relativement élevés, sauf dans les pays dont la situation des comptes extérieurs s'est nettement renversée.

##### Évolution par secteur des positions financières

Par suite de la reprise de l'activité économique, l'évolution anormale de la situation financière, observée antérieurement durant la période de profonde récession,

Excédents et déficits financiers par secteur<sup>1</sup>  
En % du produit national brut



<sup>1</sup> Chiffres établis à partir de sources nationales. <sup>2</sup> Ensemble des collectivités publiques. Pour la Belgique et les Pays-Bas, besoin de financement comprenant certains emprunts destinés à des opérations de prêt. <sup>3</sup> Excédent financier (+) de l'économie nationale vis-à-vis du reste du monde. <sup>4</sup> Calculé par différence.

N° 2229

a commencé à se retourner. Ce mouvement s'est produit essentiellement sous l'influence des facteurs suivants: le revirement du cycle des stocks, une certaine reprise des bénéfices des entreprises non financières, le fléchissement des taux d'épargne des ménages et l'effet du renouveau d'expansion sur les déficits budgétaires des pouvoirs publics.

Presque partout, ces déficits se sont quelque peu contractés l'an passé, par rapport aux niveaux records atteints en 1975 (voir Chapitre II), les principales exceptions étant le Japon, la Belgique et les Pays-Bas. Pour une large part, évidemment, cette évolution a eu comme résultante un fléchissement des excédents financiers du secteur privé, qui demeurent toutefois historiquement très élevés. Dans le graphique ci-contre, les soldes extérieurs correspondent approximativement à la situation des balances courantes, le signe plus indiquant un excédent du pays concerné.

Une relation nettement positive semble avoir existé au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, au vu des résultats des dernières années, entre l'évolution des soldes du secteur public et celle des comptes courants — même si ce parallélisme a été moins marqué ces derniers temps qu'au cours des années antérieures. Certains observateurs en ont conclu que la situation budgétaire est un facteur clé de l'équilibre externe. En Italie, il semble qu'il y ait une corrélation entre la détérioration tendancielle, depuis le milieu des années soixante, des finances publiques et celle des comptes extérieurs. Certes, ces dernières années, divers pays ont délibérément admis que les déficits du secteur public devaient être acceptés comme une contrepartie interne des déficits extérieurs d'origine pétrolière. Dans la plupart des cas, cependant, on constate habituellement que les modifications de la situation des comptes courants extérieurs ont été davantage liées aux fluctuations des excédents du secteur privé, alors que le déficit du secteur public, allant à l'encontre de cette double évolution, a constitué un élément de stabilisation.

Au cours des deux ou trois années écoulées, les déficits du secteur public ont non seulement contribué à soutenir la demande, mais aussi joué un rôle décisif dans la restructuration financière, en permettant aux ménages, aux entreprises et aux établissements financiers de se procurer des actifs sûrs et de moins recourir à l'emprunt. En particulier, l'extension des créances de portefeuille sur le secteur public a concouru de façon positive au développement de la liquidité secondaire de l'économie, sans pour autant engendrer indûment des moyens monétaires supplémentaires ni de nouvelles menaces inflationnistes. Dans les cas où les déficits du secteur public ont été à l'origine d'une création monétaire excessive ou d'un déséquilibre extérieur, leur incidence a été moins favorable et s'est même révélée quelquefois nettement pernicieuse.

Dans le secteur privé, le déficit du secteur des entreprises, qui s'était fortement contracté en 1975, s'est à nouveau élargi l'an passé dans beaucoup de pays par suite du raffermissement des investissements bruts (stockage compris). L'excédent financier du secteur des ménages a fléchi dans un certain nombre de pays entre 1975 et 1976, mais, considéré dans une perspective à long terme, il est demeuré partout élevé.

*Financement des entreprises.* L'année dernière, la gestion financière des entreprises est restée influencée par les efforts visant à rétablir les marges brutes d'autofinancement et à améliorer les bilans. Ces derniers, dont la structure ne cessait de se détériorer

depuis fort longtemps déjà dans de nombreux pays, ont subi une nouvelle érosion durant le boom inflationniste de 1972-74. Bien que le processus de restructuration soit à présent bien engagé dans maints pays, les entreprises ne manifestent encore que peu d'empressement, en général, à développer leurs investissements.

Le tableau ci-dessous illustre quelques-unes des modifications importantes survenues depuis quelques années dans le financement des entreprises (les chiffres pour l'Allemagne concernent le secteur des entreprises, à l'exclusion du logement). D'une façon générale, on peut dire qu'à la période 1972-74, marquée par un affaiblissement de la capacité de financement interne, un montant élevé de dettes à court terme et une détérioration des positions de liquidité, ont succédé deux années caractérisées par une expansion vigoureuse des emprunts à long terme, au détriment des emprunts à court terme, et par une accumulation rapide de liquidités. En même temps, le recours au financement externe a fortement diminué, d'abord sous l'effet d'une compression des investissements, et, par la suite, de plus en plus grâce à la formation de ressources

**Secteur des entreprises : épargne, investissement  
et opérations financières**

Pays	Années ou moyenne annuelle	Epargne brute et transferts en capital	Investissement brut (-)	Déficit financier (-)	Variations correspondantes			
					des avoirs liquides <sup>1</sup>	de l'endettement à court terme <sup>2</sup> (augmentation--)	de l'endettement à long terme <sup>3</sup> (augmentation--)	des autres créances <sup>4</sup> (chiffres nets)
en % du produit national brut								
Etats-Unis . . .	1963-65	7,9	- 8,3	- 0,4	0,5	- 1,1	- 1,4	1,6
	1973	6,4	- 9,5	- 3,1	0,5	- 2,7	- 2,9	2,0
	1974	5,5	- 9,5	- 4,0	0,2	- 3,1	- 2,8	1,7
	1975	6,8	- 6,3	0,5	1,2	0,8	- 3,3	1,8
	1976	7,2	- 8,2	- 1,0	1,3	- 0,3	- 2,8	0,8
Japon . . . .	1963-65	11,9	- 18,1	- 6,2	7,1	- 13,9	- 2,5	3,1
	1973	12,9	- 19,1	- 6,2	4,4	- 13,6	- 1,8	4,9
	1974	10,9	- 18,6	- 7,7	2,4	- 9,9	- 1,1	0,9
	1975	8,8	- 12,4	- 3,6	4,4	- 10,3	- 1,9	4,2
	1976	.	.	- 3,2	4,3	- 9,1	- 1,2	2,8
Allemagne <sup>5</sup> . . .	1963-65	12,5	- 16,8	- 4,3	0,9	- 1,2	- 3,2	- 0,8
	1973	11,4	- 15,4	- 4,0	1,5	- 0,9	- 2,7	- 1,9
	1974	10,6	- 13,1	- 2,5	0,4	- 1,5	- 2,3	0,9
	1975	11,1	- 12,1	- 1,0	1,6	0,9	- 3,2	- 0,3
	1976	12,3	- 13,7	- 1,4	1,5	- 1,0	- 3,1	1,2
France . . . .	1973	7,4	- 12,3	- 4,9	1,4	- 3,5	- 4,4	1,6
	1974	6,0	- 12,7	- 6,7	1,8	- 6,1	- 4,8	2,4
	1975	5,6	- 9,0	- 3,4	2,2	- 0,6	- 5,7	0,7
	1976	6,1	- 11,4	- 5,3	0,7	- 1,9	- 6,3	2,2
Royaume-Uni	1963-65	9,8	- 8,6	0,2	0,5	- 1,8	- 1,8	3,3
	1973	11,5	- 11,5	0,0	3,6	- 6,2	- 1,5	4,1
	1974	10,7	- 14,6	- 3,9	0,1	- 5,4	- 0,1	1,5
	1975	8,8	- 9,1	- 0,3	2,4	- 0,6	- 1,5	- 0,6
	1976	10,0	- 10,5	- 0,5	1,5	- 2,1	- 1,3	1,4

<sup>1</sup> Principalement dépôts et effets à court terme. Aux Etats-Unis, ce compte inclut tous les titres d'Etat. <sup>2</sup> Comprend tous les prêts bancaires à l'exception des hypothèques aux Etats-Unis, des prêts bancaires à long terme en Allemagne et des crédits à moyen et à long terme en France. Comprend certains prêts des établissements financiers non bancaires et, pour les Etats-Unis et l'Allemagne, des émissions de titres à court terme éligibles sur le marché. <sup>3</sup> Principalement émissions d'obligations et d'actions, mais dans certains pays, également, prêts hypothécaires et crédits à long terme. <sup>4</sup> Principalement créances non éligibles sur le marché, en particulier, les crédits commerciaux et les opérations de participation avec les non-résidents. Comprend l'écart statistique. <sup>5</sup> Secteur des entreprises à l'exclusion du logement.



de financement internes. Cette amélioration semble surtout s'être amorcée, puis s'être le plus développée, aux Etats-Unis et en Allemagne, bien que les autres pays aient également constaté un redressement considérable. Si l'on veut établir un parallèle avec les années précédentes, il convient de ne pas perdre de vue que les chiffres de 1975 et de 1976 se rapportent à un produit national brut très bas.

Si l'amélioration de la situation des bilans semble avoir compensé l'affaiblissement prononcé du début des années soixante-dix, elle ne leur a pas permis de recouvrer la totalité de leur vigueur des années précédentes. C'est ainsi que le pourcentage des dépôts et du portefeuille de titres d'Etat des sociétés américaines, par rapport au montant total de leurs engagements courants, est passé de moins de 0,16, minimum sans précédent enregistré à la fin de 1974, à près de 0,20 au milieu de 1976, ce qui correspond approximativement aux normes de liquidité qui étaient celles de la période 1969-71. A noter toutefois qu'au début des années soixante, ce ratio se tenait à plus de 0,35. Au Royaume-Uni, le rapport entre les avoirs liquides des entreprises commerciales et industrielles et leur endettement auprès des banques s'est progressivement accru en 1975 et 1976, mais, à la fin de cette dernière année, il demeurait encore sensiblement en dessous de son niveau d'avant 1973. La persistance de l'inflation a certainement pu inciter les entreprises à réduire leurs encaisses liquides. En Allemagne, les avoirs financiers des entreprises semblent avoir progressé considérablement, par suite principalement de l'acquisition de valeurs mobilières; cependant, les ratios endettement-capital social sont maintenant bien supérieurs à ce qu'ils étaient au cours des années soixante. Au Japon, le redressement des finances des entreprises a été lié à des emprunts à court terme d'un montant modeste, et cela pour la troisième année de suite.

Le processus de restructuration étant très avancé, au moins aux Etats-Unis et en Allemagne, on a constaté l'an passé une certaine recrudescence des emprunts à court terme qui, combinés aux ressources d'origine interne, ont financé le léger accroissement des investissements des entreprises. Etant donné que ces dernières ont toujours bien présentes à l'esprit les difficultés financières qu'elles ont connues ces dernières années, leur réticence à s'exposer à une nouvelle détérioration de la situation de leur bilan peut expliquer, en partie, les raisons pour lesquelles leurs dépenses d'équipement sont restées, somme toute, assez modestes.

Les entreprises ont continué l'an dernier de faire appel, de manière assez intensive, au marché des capitaux. Aux Etats-Unis, les émissions d'obligations dans le public par les sociétés américaines (\$26 milliards) ont représenté environ 85% du volume record de 1975, et les placements privés de titres d'emprunts — qui ont particulièrement bénéficié aux sociétés industrielles de seconde catégorie — se sont accrus de 50% pour atteindre plus de \$15 milliards. Le volume global des émissions d'actions, avec \$11 milliards, est pratiquement identique à celui de 1975, même si la cadence s'est ralentie au cours du second semestre. En France, en Allemagne et au Royaume-Uni également, les offres de valeurs à revenu variable n'ont que légèrement diminué l'année dernière par rapport aux niveaux élevés de 1975. Les placements nets d'obligations par le secteur des entreprises ont été importants en France, mais, en Allemagne et au Royaume-Uni, tout comme en 1975, ils ont été faibles, voire négatifs. Au Japon, les émissions nettes d'obligations par les sociétés (hormis les compagnies d'électricité) sont tombées à environ un quart du niveau de 1975 et le volume des émissions d'actions a pratiquement diminué de moitié.

A un stade inhabituellement tardif de la reprise, la demande de crédit bancaire émanant des entreprises s'est renforcée dans certains pays au cours de l'année passée. Aux Etats-Unis, les prêts bancaires sollicités par les entreprises, après avoir fléchi deux années durant, se sont redressés en automne. En Allemagne, on a observé un raffermissement des emprunts des entreprises auprès des banques, en particulier à long terme, mouvement qui n'est pas sans rapport avec l'augmentation relativement satisfaisante des investissements fixes dans ce pays. En France, en Italie, en Belgique, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, les entreprises ont recouru davantage aux banques. A noter cependant que, dans la plupart des cas, cet accroissement n'était pas, semble-t-il, le signe précurseur d'une reprise soutenue des investissements fixes, mais était plutôt associé à la reconstitution des stocks, à la persistance de l'inflation et à l'action de facteurs temporaires. Au Japon, il apparaît jusqu'à présent que la demande de crédits bancaires des entreprises est demeurée relativement faible.

*Situation financière des ménages.* L'an dernier, les investissements financiers nets (c'est-à-dire, le solde des opérations financières connues) du secteur des ménages

**Secteur des ménages:  
variations des avoirs et engagements financiers**

Pays	Années ou moyenne annuelle	Investissement financier net	des engagements financiers (augmentation = -)	Variations correspondantes des avoirs financiers			
				total	circulation fiduciaire et dépôts <sup>1</sup>	effets du marché monétaire et valeurs mobilières <sup>2</sup>	divers
en % du produit national brut							
Etats-Unis <sup>3</sup>	1963-65	2,6	- 5,7	8,3	5,0	0,5	2,8
	1973	3,8	- 7,2	11,0	6,2	1,6	3,2
	1974	5,5	- 4,2	9,7	4,5	2,1	3,1
	1975	6,9	- 4,1	11,0	6,0	1,4	3,6
	1976	4,9	- 6,0	10,9	6,6	0,3	4,0
Japon	1963-65	8,2	- 4,7	12,9	9,8	1,7	1,4
	1973	8,9	- 10,1	19,0	15,0	1,5	2,5
	1974	10,5	- 4,8	15,3	12,0	1,3	2,0
	1975	10,8	- 7,2	18,0	13,3	2,2	2,5
	1976	11,5	- 6,4	17,9	12,9	2,5	2,5
Allemagne <sup>4</sup>	1963-65	2,7	- 4,2	6,9	4,6	1,2	1,1
	1973	3,1	- 5,0	8,1	5,2	1,5	1,4
	1974	5,4	- 2,6	8,0	5,5	1,1	1,4
	1975	6,8	- 2,7	9,5	7,0	1,0	1,5
	1976	5,2	- 3,3	8,5	5,2	1,9	1,4
France	1973	3,6	- 6,4	10,0	7,3	1,4	1,3
	1974	4,6	- 5,0	9,6	7,5	0,1	2,0
	1975	6,7	- 3,1	9,8	8,9	0,1	0,8
	1976	5,4	- 4,9	10,3	9,0	0,5	0,8
Royaume-Uni	1963-65	3,4	- 2,6	6,0	4,0	- 1,5	3,5
	1973	5,2	- 5,8	11,0	8,6	- 1,6	4,0
	1974	7,8	- 2,9	10,7	6,7	0,0	4,0
	1975	5,3	- 3,3	8,6	4,7	- 0,4	4,3
	1976	6,1	- 4,2	10,3	4,8	0,9	4,6

<sup>1</sup> Y compris les fonds placés auprès des organismes d'épargne-logement et, dans le cas du Japon et du Royaume-Uni, les créances sur les fonds de placement et l'épargne nationale liquide respectivement. <sup>2</sup> Y compris les créances sur les fonds communs de placement. <sup>3</sup> Ménages plus entreprises agricoles et autres non constituées en sociétés. <sup>4</sup> Ensemble du secteur des ménages et du secteur du logement. Ne comprend pas les entreprises non constituées en sociétés.

ont fléchi aux Etats-Unis, en Allemagne et en France, par suite de la faible progression des revenus disponibles et de la recrudescence des dépenses de consommation, tandis qu'au Japon et au Royaume-Uni ils ont continué de s'accroître. Ces évolutions divergentes traduisent essentiellement l'intensité plus ou moins forte du mouvement de reprise des emprunts. Dans tous les pays, l'accumulation d'actifs s'est maintenue à un niveau élevé ou s'est accélérée.

L'expansion du crédit à la consommation, parallèlement à celle des dépenses en biens de consommation durables, est évidemment un phénomène conjoncturel normal. On ne peut manquer d'être frappé, d'autre part, par le développement prononcé des emprunts hypothécaires enregistré l'an dernier aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni et au Japon. Au cours du présent cycle, toutefois, ces emprunts ont été en grande partie liés à des acquisitions de logements déjà existants, voire à des dépenses sans rapport avec le secteur du logement. Si le volume global, par rapport au produit national brut, des emprunts du secteur des ménages n'a atteint qu'un niveau relativement modeste l'an dernier, comparé à la hausse vigoureuse de la période 1972-73, il n'en reste pas moins à l'origine d'une part importante de l'accroissement du montant total des crédits bancaires. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis la progression des concours bancaires s'explique, à concurrence des trois quarts, par les prêts à la consommation et par les crédits immobiliers. En outre, les établissements financiers non bancaires ont considérablement développé leurs prêts hypothécaires. En fait, l'augmentation des emprunts des ménages a pratiquement compensé l'incidence exercée sur l'ensemble des flux du marché du crédit par le fléchissement, l'an dernier, de l'endettement du secteur public.

L'accumulation d'actifs par le secteur des ménages s'est maintenue à des niveaux rarement atteints auparavant, bien qu'en léger recul par rapport au produit national brut dans trois des cinq pays figurant dans le tableau. Elle a été en effet beaucoup plus forte, par rapport au produit national brut, depuis 1970 qu'au début des années soixante, et ce dans tous les pays. Au cours du boom de 1972-73, toutefois, les ménages avaient abondamment recouru au crédit, et ce n'est que depuis le début de la récession que l'excédent financier net de ce secteur a pris des proportions importantes.

En Allemagne, au Royaume-Uni et, à un degré moindre, en France et au Japon, on a noté l'année dernière un certain regain de faveur pour les placements en valeurs mobilières, sous forme de titres d'Etat principalement. Aux Etats-Unis, par contre, une certaine désaffection s'est à nouveau manifestée à l'égard des placements en effets du marché monétaire et en titres. Les créances sur les compagnies d'assurance, qui entrent traditionnellement pour une bonne part, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, dans l'accumulation recensée des actifs du secteur des ménages, semblent s'être développées dans maints pays au cours des deux dernières années, probablement parce que les particuliers ont tenté par ce moyen de se prémunir contre la baisse de la valeur réelle des créances due à l'inflation.

A noter, cependant, que les dépôts représentaient encore une part importante de la formation des actifs du secteur des ménages. Les acquisitions de créances liquides de ce secteur, qui avaient connu un tel essor lorsque la valeur des actifs financiers existants s'était trouvée fortement entamée par l'accélération de l'inflation, se sont quelque peu ralenties, l'an dernier, dans la plupart des pays où la hausse des prix s'est modérée. Il est intéressant de noter, toutefois, qu'au Royaume-Uni l'accumulation

de créances liquides par les ménages par rapport au produit national brut a connu un rythme beaucoup plus lent au cours des deux dernières années d'inflation que lors de la phase d'explosion monétaire de 1973-74.

*Financement des besoins d'emprunt du secteur public.* Par suite de la contraction des déficits budgétaires, les besoins financiers des administrations centrales et du secteur public en général – qui comprennent les emprunts effectués aux fins de prêts – se sont inscrits en baisse l'année passée. Parmi les principaux pays, seuls le Japon, la Belgique et les Pays-Bas ont enregistré de nouvelles augmentations. Pourtant, ces besoins ont été partout bien supérieurs, par rapport au produit national brut, à ce qu'ils étaient avant la récession. Le tableau ci-dessous présente une répartition approximative du financement de l'administration centrale, excepté dans le cas de l'Allemagne, où cette ventilation porte sur l'ensemble des collectivités publiques sauf la sécurité sociale.

Financement du secteur public<sup>1</sup>

Rubriques	Années	Alle- magne fédérale	Belgique	Etats- Unis	France	Italie	Japon	Pays-Bas	Royaume Uni
		en % du produit national brut							
Besoin de financement du secteur public <sup>2</sup>	1973	1,0 <sup>3</sup>	3,8	1,0	- 0,5	11,2	.	1,4	4,0 <sup>4</sup>
	1974	2,7 <sup>3</sup>	3,8	1,7	0,1	9,7	.	2,7	5,8 <sup>4</sup>
	1975	6,3 <sup>3</sup>	5,9	6,1	3,6	14,7	.	5,2	7,5 <sup>4</sup>
	1976	4,3 <sup>3</sup>	6,6	4,3	1,7	11,8	.	5,1	5,0 <sup>4</sup>
Besoin de financement de l'administration centrale	1973	0,3	4,0	1,0	- 0,6	9,1	0,8	- 0,3	3,2 <sup>5</sup>
	1974	1,0	3,7	1,3	- 0,3	8,6	2,0	0,6	4,2 <sup>5</sup>
	1975	3,3	5,8	5,7	3,0	12,4	3,7	3,1	8,1 <sup>5</sup>
	1976	2,7	5,9	4,0	1,1	9,5	4,8	3,7	5,6 <sup>5</sup>
Couvert par: la banque centrale	1973	- 0,15 <sup>3</sup>	- 0,03	0,65	- 0,47	6,08	1,11	- 1,06	
	1974	- 0,17 <sup>3</sup>	0,16	0,14	0,17	6,44	2,27	- 0,96	
	1975	0,68 <sup>3</sup>	- 0,03	0,25	1,38	4,75 <sup>6</sup>	1,47	0,05	
	1976	- 0,31 <sup>3</sup>	0,76	0,47	0,74	5,84 <sup>6</sup>	0,66	0,47	1,66
les banques	1973	0,81 <sup>3</sup>	2,30	- 0,56	- 0,54	1,05	- 0,22	- 0,47	0,11
	1974	2,16 <sup>3</sup>	1,26	0,16	- 0,03	1,55	- 0,26	0,16	- 0,15
	1975	4,32 <sup>3</sup>	1,35	2,00	0,81	4,18	1,38	0,88	
	1976	3,41 <sup>3</sup>	1,72	0,96	- 0,33	0,46	2,40	0,86	
d'autres sources nationales	1973	0,24 <sup>3</sup>	1,89	0,88		1,93		1,24	2,25
	1974	0,66 <sup>3</sup>	2,31	0,83		0,58		1,38	2,29
	1975	1,04 <sup>3</sup>	4,52	2,94		3,46		2,20	5,58
	1976	0,65 <sup>3</sup>	3,43	2,15	0,36	3,19	- 0,11	2,53	4,60
des sources étrangères	1973	0,06 <sup>3</sup>	- 0,20	0,02 <sup>7</sup>	- 0,48	0,86	0,81	-	- 0,75 <sup>7</sup>
	1974	0,08 <sup>3</sup>	- 0,08	0,16 <sup>7</sup>	0,69	0,01	1,72	-	1,79 <sup>7</sup>
	1975	0,28 <sup>3</sup>	- 0,07	0,51 <sup>7</sup>		-	-	-	0,48 <sup>7</sup>
	1976	0,56 <sup>3</sup>	-	0,46 <sup>7</sup>		0,01	-	- 0,13	1,11 <sup>7</sup>

<sup>1</sup> Variations nettes des emprunts et des encaisses, compte tenu des emprunts aux fins de prêts. Chiffres établis en partie sur la base d'estimations de la BRI. <sup>2</sup> Administration centrale, collectivités locales et régime de sécurité sociale, sur la base des règlements. <sup>3</sup> Ensemble des collectivités publiques sauf la sécurité sociale. <sup>4</sup> A l'exclusion du financement des entreprises publiques. <sup>5</sup> Y compris les prêts de l'administration centrale aux entreprises publiques (équivalant à environ 1,3% du PNB en 1976). <sup>6</sup> Ne comprend que la dette à court terme entrant dans le calcul de la base monétaire. <sup>7</sup> Y compris les prélèvements (+) et les accroissements (-) de réserves monétaires extérieures officielles.

Aux Pays-Bas, les sources nationales non bancaires ont davantage participé au financement l'année dernière, tandis qu'en France et au Royaume-Uni elles ont couvert une part beaucoup plus large des besoins, moins importants il est vrai. En France, l'Etat a émis un emprunt à long terme, et une nouvelle formule de bons du Trésor, offerts en souscription au public et assortis d'un taux d'intérêt progressif, a remporté un vif succès. Au Royaume-Uni, les cessions de fonds d'Etat au secteur non bancaire ont porté sur des montants élevés, notamment vers la fin de l'année. Les ventes de titres de cette nature, qui se sont également accrues au Japon, ont de nouveau atteint un volume assez considérable aux Etats-Unis, en Allemagne et en Belgique. Dans certains pays, les ventes de titres à court terme au secteur non bancaire de l'économie ont encore représenté une forte proportion du total, mais, aux Etats-Unis en particulier, des actions résolues furent entreprises pour allonger l'échéance des titres de la dette publique.

Le recours de l'administration centrale au financement monétaire a diminué l'an dernier en valeur absolue en France, en Allemagne et aux Etats-Unis, mais a progressé en Belgique et aux Pays-Bas. Il est demeuré une source importante de financement officiel dans tous les pays sauf au Royaume-Uni, où la situation s'est renversée de façon spectaculaire. Les concours du système bancaire ont couvert les besoins totaux pour plus du tiers en Belgique, en France, aux Pays-Bas et aux Etats-Unis, et à concurrence de plus des deux tiers en Allemagne et au Japon. En Italie, près des deux tiers des besoins de financement de l'administration centrale ont été satisfaits par voie d'emprunts auprès de l'institut d'émission.

Les sources étrangères ont permis de faire face à une partie des besoins globaux de financement aux Etats-Unis, et surtout au Royaume-Uni. Le chiffre anormalement élevé pour l'Allemagne est dû à la fois aux emprunts contractés par les collectivités publiques auprès de banques étrangères et aux ventes de titres d'Etat effectuées par des banques allemandes à des non-résidents.

Dans certains pays, notamment aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon, le volume élevé des besoins financiers des collectivités publiques ne semble pas avoir, pour l'heure, provoqué de tensions par trop fortes sur les taux d'intérêt, ni entraîné de création monétaire excessive. Le recours du secteur public au système bancaire a certes été intense, mais il semble avoir simplement compensé la faiblesse de la demande de crédit du secteur privé et contribué ainsi à maintenir une cadence d'expansion monétaire assez régulière. En outre, les appels étendus adressés au marché des capitaux n'ont pas empêché, sauf sur de courtes périodes, les taux d'intérêt de se stabiliser, ni même de s'inscrire en baisse. En effet, l'attente d'un recul des taux d'intérêt a permis le développement des ventes de titres d'Etat, facilitant ainsi la tâche des autorités monétaires. Certains observateurs ont émis l'idée que si les autorités adressent des appels trop étendus à l'emprunt à long terme, la tendance au fléchissement des taux d'intérêt s'en trouve entravée, ce qui a pour effet de décourager l'investissement privé (voir Chapitre II); cet inconvénient doit néanmoins être rapproché de l'effet bénéfique exercé par les déficits sur la stimulation de la demande et l'amélioration de la liquidité du secteur privé au sens large du terme.

Dans d'autres pays, l'ampleur du financement monétaire du secteur public semble une fois de plus avoir posé des problèmes de contrôle monétaire et contribué aux pressions inflationnistes, ainsi qu'à l'affaiblissement de la position extérieure.

Le fait que ce soit précisément dans les pays les plus vulnérables que les taux d'intérêt se sont tendus semble souligner l'influence capitale qu'exercent sur ces taux les anticipations — fortement imbriquées — concernant l'inflation et les taux de change. A la vérité, l'incertitude entourant les taux d'intérêt a parfois ajouté à la difficulté de financer les déficits budgétaires par des moyens non monétaires. Dans certains pays à fort taux d'inflation, il a été récemment envisagé d'émettre des instruments de la dette publique assortis, sous une forme ou sous une autre, de taux d'intérêt variables, afin de réduire les incertitudes, qui pèsent aussi bien sur les emprunteurs que sur les prêteurs lorsqu'ils prennent des engagements financiers à long terme. Un emprunt de ce type a été annoncé pour la fin mai au Royaume-Uni.

### **Évolution de la situation monétaire et politiques suivies**

La persistance de l'inflation et des déséquilibres extérieurs a fortement réduit le champ d'action des autorités monétaires dans les divers pays. D'une part, on se rend de plus en plus compte que l'application de puissants stimulants monétaires se traduira vraisemblablement à moyen terme par des taux d'inflation élevés et que, à court terme, dans un contexte extrêmement sensible à l'inflation, ces mesures n'auront peut-être qu'une influence limitée sur la production. D'autre part, hormis quelques rares cas, les autorités semblent généralement avoir intensifié leur recours aux mesures de resserrement monétaire, eu égard à la fragilité de la position extérieure. Quoiqu'il en soit, la politique monétaire au cours de l'année écoulée semble avoir joué tout au plus un rôle d'accompagnement dans les pays dits « forts », alors qu'elle a pris une orientation sensiblement restrictive dans la plupart des autres.

*Politique monétaire.* Aux Etats-Unis, en Allemagne, au Japon et en Suisse, les politiques monétaires, nettement axées sur l'évolution à moyen terme, n'ont guère été modifiées en 1976 par rapport à l'année précédente. Sauf au Japon, il s'agissait avant tout de stabiliser la croissance de la masse monétaire. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a continué de fixer régulièrement des objectifs à moyen terme pour l'expansion monétaire. L'idée fondamentale était d'abaisser ces objectifs à mesure que l'inflation s'atténuerait; en fait, ils n'ont subi que des changements mineurs l'an passé. En Allemagne, les autorités, qui avaient assigné une croissance de 8% à la monnaie de banque centrale en 1975, ont conservé pour 1976 et 1977 cet objectif, mais en l'établissant sur la base d'une moyenne annuelle. En Suisse, la norme de 6%, retenue pour la croissance moyenne de  $M_1$  en 1976, a été ramenée à 5% pour 1977. Au Japon, les pouvoirs publics ont maintenu, par mesure de précaution, l'encadrement des crédits bancaires (système dit « window guidance ») en dépit de la faiblesse de la demande de tels prêts. Pour fixer ces plafonds et pour agir sur le financement des besoins d'emprunt officiels, les autorités se sont fondées sur des prévisions d'expansion monétaire, qui n'ont toutefois pas été publiées.

Etant donné que les politiques étaient essentiellement tournées vers la consolidation des résultats déjà obtenus dans le freinage de l'inflation, les possibilités d'exercer à court terme une action stimulante sur la demande étaient fort restreintes. Néanmoins, en ne calquant pas la réduction des objectifs sur le ralentissement de l'inflation et en les appliquant avec une certaine souplesse, les autorités ont voulu dégager une marge suffisante pour l'expansion de l'activité économique.

Les changements survenus en cours d'année dans le choix des moyens d'action reflètent cette attitude relativement libérale, qui s'explique certainement aussi par l'inquiétude suscitée par la pause de la croissance du second semestre de 1976. Après une période d'expansion monétaire rapide, les autorités américaines ont mené, au cours de l'été, des opérations restrictives sur l'open market. Par la suite, elles se sont montrées plus généreuses, en fournissant aux banques des réserves suffisantes pour leur permettre de faire face à la demande, toujours faible, de crédits bancaires. Cet assouplissement s'est également manifesté sous les formes traditionnelles d'une réduction des réserves minimums des banques en août et en décembre, et d'un abaissement du taux d'escompte de 5½ à 5¼% au mois de novembre. En Allemagne, l'évolution de la situation a été quelque peu différente l'année dernière. Les autorités ont majoré les coefficients des réserves obligatoires des banques, au printemps de 1976, et sont intervenues sur l'open market à l'automne, afin de freiner la progression des réserves libres des banques. Cette action était destinée à contrecarrer les effets expansionnistes exercés sur le marché des changes, dans le cadre du flottement concerté des monnaies, par les interventions officielles et par les variations des dépôts de l'Etat auprès de la Bundesbank. Les contingents de réescompte des banques ont été relevés à deux reprises, en mars et juin 1977, au titre d'un aménagement technique visant à assurer une croissance suffisante de la masse monétaire. Au Japon, le système du « window guidance » a été assoupli dans le courant de l'année et le taux d'escompte abaissé de 6½ à 5% en deux étapes, en mars et avril 1977.

Dans d'autres pays, qui connaissaient pour la plupart des taux d'inflation plus élevés, la faiblesse réelle ou potentielle de la situation extérieure a fini l'an passé par entraver considérablement la politique monétaire. Comme les déficits de longue date des comptes extérieurs risquaient de se prolonger ou de s'accroître et que l'endettement extérieur était dans certains cas élevé, le financement par des emprunts à l'étranger sous l'égide des pouvoirs publics n'offrait plus le même intérêt. Les autorités monétaires se sont également rendu compte de plus en plus qu'une dépréciation des taux de change risquait de ranimer l'inflation interne.

Les problèmes de fond de l'Italie et du Royaume-Uni semblent avoir été amplifiés par les difficultés qu'ont récemment éprouvées les autorités, en matière de contrôle monétaire. En Italie, où la situation des finances publiques et les facilités de crédit préférentielles accordées à l'exportation avaient provoqué une explosion de la base monétaire, la lire a commencé de déraiper au début de 1976, déclenchant ainsi une vigoureuse spirale salaires/prix. Les mesures d'urgence adoptées l'année dernière – dépôt obligatoire de 50% sur les importations, relèvement des réserves obligatoires des banques et augmentation par étapes du taux d'escompte, porté de 6% au début de l'année à 15% au mois d'octobre – ont contribué à freiner l'expansion de la composante autonome de la base monétaire. Mais le déficit du Trésor est demeuré considérable et la demande de crédits bancaires du secteur privé s'est fortement accrue. Comme les autorités cherchaient depuis longtemps à enrayer la progression des taux d'intérêt, elles ont dû imposer un plafonnement du crédit, afin que l'accroissement du crédit intérieur total ne dépasse pas sensiblement la limite de Lit 29.500 milliards fixée pour l'année. Ce plafonnement a été prorogé jusqu'à la fin du mois de mars 1978.

Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt avaient été abaissés au début de 1976. Lorsque des pressions se sont exercées au printemps sur la livre sterling, l'expansion

du crédit interne s'est accélérée, et la croissance monétaire, bien que contenue quelque temps par des sorties de capitaux, a atteint des taux très élevés au cours du troisième trimestre. Le taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre avait été relevé de 2,5 points en avril-mai, mais, en dépit des pressions dont la livre faisait encore l'objet par intermittence, les pouvoirs publics n'étaient guère enclins à un relèvement des taux d'intérêt. Toutefois, au cours de la période septembre-novembre, ils ont fini par annoncer une augmentation des dépôts spéciaux, ont rétabli les réserves obligatoires sur l'accroissement des exigibilités rémunérées des banques au-delà d'un certain plafond («le corset») et porté le taux minimum d'avances à 15%.

L'annonce de la conclusion d'arrangements internationaux pour soutenir la livre a provoqué un brusque retournement de la situation sur les marchés du sterling et des fonds d'Etat. Grâce aux apports de capitaux et à la diminution des besoins d'emprunt du secteur public, le crédit interne et la masse monétaire se sont même contractés au début de 1977. L'accélération qui s'était produite au cours de l'été de 1976 s'est ainsi trouvée compensée, si bien que, vers le milieu du mois d'avril 1977, le taux de croissance sur douze mois de la masse monétaire ( $M_3$ ) en sterling était revenu à 7,5% seulement. Les autorités ont parfois essayé de freiner la baisse des taux d'intérêt; mais, lorsqu'au milieu du mois de mai 1977 le taux minimum d'avances fut ramené à 8%, d'aucuns se sont demandé si, compte tenu de la persistance d'un taux d'inflation élevé, les taux d'intérêt n'accusaient pas, peut-être, un fléchissement trop rapide et trop prononcé.

Les autorités françaises, confrontées à des problèmes économiques fondamentaux moins aigus, ont encouragé la hausse des taux sur le marché monétaire, afin de limiter la dépréciation du franc; elles ont illustré cette politique en portant le taux d'escompte de 8 à 10½% entre juillet et septembre. A l'automne, elles ont également pris des mesures pour atténuer l'incidence des forces inflationnistes internes: resserrement des normes d'expansion du crédit bancaire, rétablissement du système des réserves obligatoires sur la progression des concours bancaires et annonce d'une limite supérieure de 12½% pour la croissance de la masse monétaire en 1977.

Mais ce furent précisément les pays dont les monnaies étaient liées au deutsche mark au sein du bloc de flottement européen qui ont essayé de s'opposer à tout prix aux pressions dont leurs monnaies faisaient l'objet sur les marchés des changes, en autorisant ou en encourageant comme il convenait la hausse du loyer de l'argent sur le marché interne. C'est ainsi qu'au cours des périodes d'agitation du «serpent» de mars-avril et de juillet-octobre, les autorités belges ont cédé des devises jusqu'à ce qu'un resserrement des marchés monétaires s'ensuive et ont accentué ce mouvement en limitant les possibilités de refinancement auprès de la banque centrale, tout en relevant le coût de celles-ci. De ce fait, le taux de l'argent au jour le jour, qui se tenait à 4% en janvier, a atteint un niveau record de 18,5% au début d'octobre, avant de redescendre à un taux moyen de 7,4% en décembre. Aux Pays-Bas également, des techniques de resserrement du marché monétaire ont été utilisées pour lutter contre la spéculation à la baisse du florin, qui s'était manifestée pendant un certain temps entre les mois de juillet et d'octobre. Très vite cependant, en raison de la vigueur intrinsèque de la balance des paiements courants, les autorités ont à nouveau encouragé les sorties de capitaux en maintenant les taux d'intérêt internes à un niveau relativement bas; enfin, à la suite d'une accélération brutale de la croissance monétaire, le plafonnement du crédit



bancaire fut introduit au printemps de 1977. Au Danemark et en Suède, les mesures de protection ont porté sur un encadrement du crédit bancaire destiné en partie à orienter la demande de crédit vers des sources étrangères.

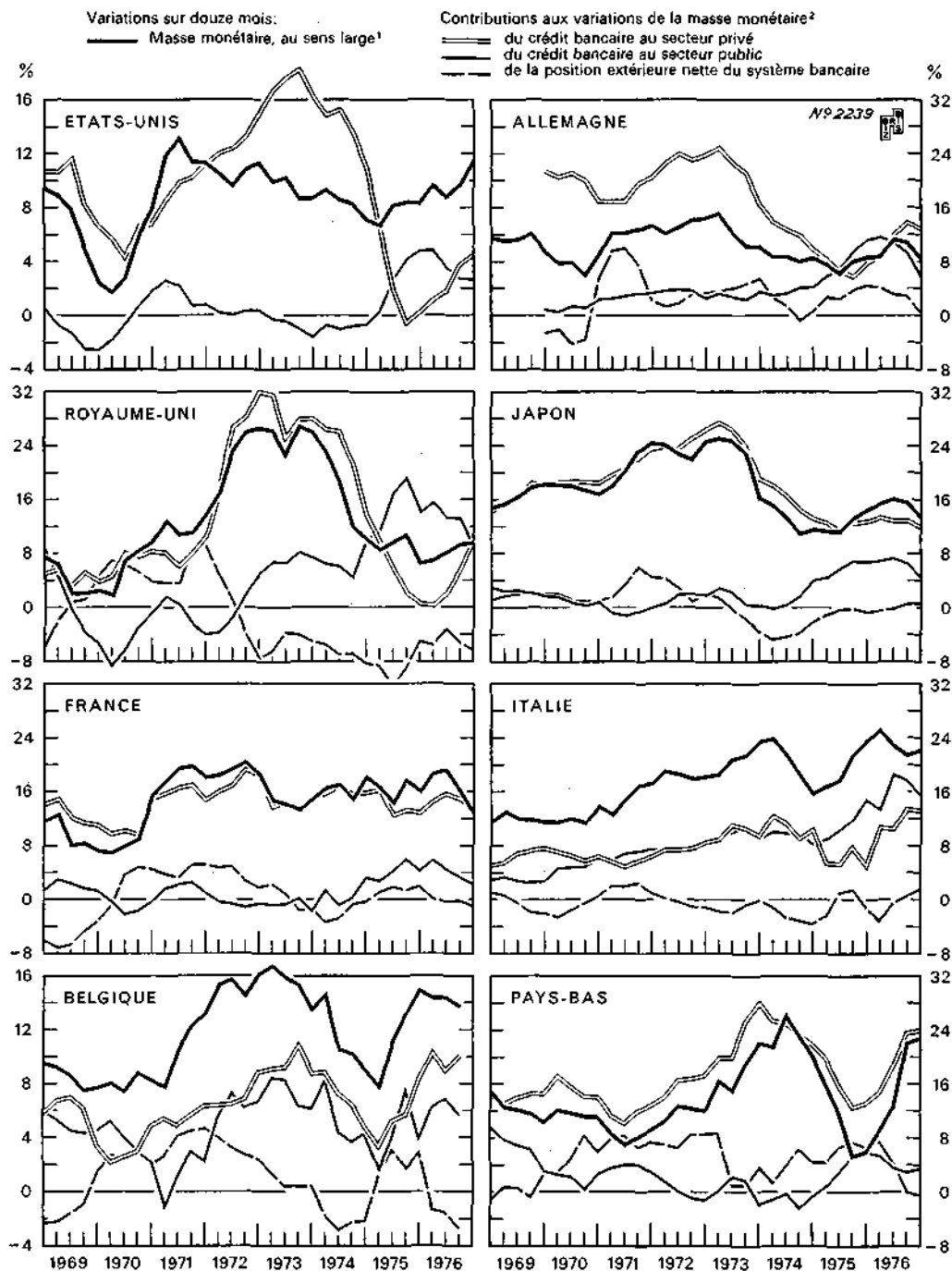
*Evolution des agrégats monétaires.* Le rythme d'expansion de la masse monétaire a en général continué de varier sur une vaste échelle. Dans de nombreux pays, les taux de croissance sur douze mois de la masse monétaire au sens large se sont tendus, à la fin de 1975 et pendant le premier semestre de 1976, pour atteindre des niveaux qui, dans les pays du Benelux, en France et en Italie, étaient proches des maximums enregistrés au début des années soixante-dix. Mis à part surtout l'Italie, les Pays-Bas et les Etats-Unis, les divers pays ont généralement enregistré un ralentissement notable à la fin de 1976 et au début de 1977, par suite de la pause de la reprise et, dans de nombreux cas, en raison de l'incidence de politiques restrictives et du retour au calme sur les marchés des changes. Aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon, les taux de croissance de la masse monétaire sont restés relativement modérés en comparaison avec les expériences passées, mais ceux notés dans la plupart des autres pays, reflètent encore la persistance d'une forte dérive tendancielle des prix.

Les crédits accordés au secteur public constituent toujours un facteur essentiel d'expansion monétaire. Leur contribution à la croissance monétaire a diminué l'année passée en France, en Allemagne, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni — ce qui révèle, à des degrés divers, une contraction des déficits des finances publiques et un recours accru au financement non monétaire — mais elle est devenue encore plus importante en Belgique et en Italie. En France et aux Pays-Bas, l'ensemble des emprunts du secteur public auprès du système bancaire et des crédits contractés à l'étranger a représenté moins d'un cinquième de l'expansion du crédit interne l'année dernière; dans les autres pays en revanche, cette proportion s'est échelonnée de 33% environ à plus de 50%.

Le crédit bancaire au secteur privé s'est redressé ou accéléré assez sensiblement au cours de l'année écoulée, malgré l'allure modérée de la reprise économique. Comme nous l'avons précisé plus avant, cette expansion est imputable dans certains cas aux prêts hypothécaires et au crédit à la consommation, ainsi qu'aux crédits bancaires accordés aux entreprises en vue de la reconstitution de leurs stocks et de leur restructuration financière. Mais il est symptomatique qu'une progression marquée se soit produite dans des pays qui ont connu, au cours de l'année, des difficultés dans leurs paiements extérieurs. Si l'on fait abstraction de l'incidence de taux d'inflation relativement élevés, l'expansion du crédit bancaire semble avoir été liée à des sorties de capitaux (ou à des modifications dans les conditions des règlements commerciaux avec l'étranger) ainsi qu'à l'accroissement inhabituel de la rentabilité relative des instruments du marché monétaire interne. Le développement important du crédit interne a donc été la conséquence directe, dans ces cas, de la précarité de la position extérieure. Il est également décelable au niveau de l'impact négatif du secteur extérieur sur la création monétaire de ces pays, ainsi qu'au niveau de la pression exercée sur les taux de change.

Le mouvement de reprise du crédit au secteur privé a eu tendance l'an passé à supplanter en partie le crédit bancaire au secteur public en tant que source de création monétaire; le graphique ci-après en fournit l'illustration dans le cadre d'une évolution à plus long terme. Les courbes indiquent les variations en pourcentage, sur douze

### Variations de la masse monétaire et contributions de ses contreparties



<sup>1</sup> Chiffres établis à partir de sources nationales; M<sub>2</sub> pour l'Allemagne et le Royaume-Uni; M<sub>1</sub> (disponibilités monétaires et quasi monétaires) pour les autres pays. <sup>2</sup> La somme des contributions (en %) des contreparties correspond à la variation (en %) de la masse monétaire; les écarts sont dus à des postes de bilan non repris ici - principalement aux engagements non monétaires des banques à l'égard de l'économie interne.

mois des agrégats monétaires au sens large, ainsi que les contributions à ces modifications des variations sur douze mois des diverses contreparties.

Aux Etats-Unis, les crédits bancaires consentis aux secteurs public et privé ont eu longtemps tendance à évoluer suivant des directions opposées, s'équilibrant mutuellement selon un processus plus ou moins anti-cyclique. Dans la plupart des autres pays, l'évolution de la masse monétaire a, en règle générale, fidèlement reflété les fluctuations du crédit au secteur privé. En France, au Japon et en Allemagne, en particulier, le rôle important joué par le crédit au secteur public en tant qu'instrument de régulation conjoncturelle a constitué un trait caractéristique assez nouveau de la récente récession. En Italie et au Royaume-Uni, par contre, le financement monétaire du secteur public a tendance depuis quelque temps à s'accroître. En Belgique et aux Pays-Bas, le crédit au secteur public, en 1975 et en 1976, a été à l'origine d'une création monétaire importante, mais non exceptionnelle. En Belgique, fait assez surprenant, le crédit au secteur public semble avoir varié à certains moments, au cours des années passées, dans le même sens que le crédit au secteur privé.

La contrepartie extérieure des variations de la masse monétaire correspond en gros à la situation globale de la balance des paiements. On a observé, dans un certain nombre de pays, que les amples fluctuations de l'expansion du crédit intérieur (montant total du crédit bancaire aux secteurs privé et public) avaient tendance, à long terme, à se traduire par des mouvements opposés de la contrepartie extérieure. Cette tendance n'apparaît pas seulement pour les années où les taux de change étaient fixés de façon rigide, mais également au cours de la période récente. Mais, si au Royaume-Uni une corrélation inverse semble exister souvent entre les variations de la contrepartie extérieure et celles du crédit bancaire au secteur public, en Italie, ce phénomène se produit, semble-t-il, par rapport au crédit au secteur privé. Cependant à long terme, la progression du financement monétaire du secteur public en Italie a été liée également à l'évolution défavorable de la balance des paiements. Des relations inverses entre l'expansion du crédit interne et la position extérieure, notées au cours des années précédentes en France, apparaissent clairement en Belgique et aux Pays-Bas. L'Allemagne semble avoir connu elle aussi une évolution de même nature, mais certainement beaucoup moins nette, au moins jusqu'à la période du flottement. Dans certains cas, cette correspondance peut traduire le fait que des sorties ou des entrées de capitaux (ou bien des variations du solde de la balance des paiements courants) dues à l'entrée en jeu de facteurs non monétaires, ont engendré une augmentation ou une diminution des besoins de l'économie en crédits auprès du système bancaire national. Mais ces relations semblent avoir plus souvent résulté d'incitations à importer ou à exporter des capitaux, nées d'une accentuation du resserrement ou du desserrement des politiques monétaires internes, par rapport à celles suivies dans les autres grands centres financiers.

#### **Le recours aux objectifs monétaires: problèmes posés et politiques suivies**

Ces dernières années, les autorités monétaires d'un assez grand nombre de pays ont adopté le principe de la fixation et de la publication d'objectifs officiels de croissance des agrégats monétaires. C'est le cas depuis 1975 des Etats-Unis, de l'Allemagne, de la Suisse et du Canada, tandis que la France et le Royaume-Uni ont publié des

**Objectifs monétaires publiés et taux effectifs d'expansion monétaire**

Pays	Agrégat monétaire	Période couverte par l'objectif	Objectif	Résultat effectif
			accroissement en %	
Allemagne fédérale . . .	Monnaie de banque centrale	moyenne 1975 - moyenne 1976	8,0	9,2
		moyenne 1976 - moyenne 1977	8,0	.
Canada . . . . .	M <sub>1</sub>	2ème trimestre 1975 - 2ème trimestre 1976	10-15	12,0 <sup>1</sup>
		Février-avril 1976 - 2ème trimestre 1977	8-12	.
Etats-Unis <sup>2</sup> . . .	M <sub>1</sub>	1er trimestre 1976 - 1er trimestre 1977	4,5-7,0	6,1
		1er trimestre 1977 - 1er trimestre 1978	4,5-6,5	.
	M <sub>2</sub>	1er trimestre 1976 - 1er trimestre 1977	7,5-10,0	10,8
		1er trimestre 1977 - 1er trimestre 1978	7,0-9,5	.
	M <sub>3</sub>	1er trimestre 1976 - 1er trimestre 1977	9,0-12,0	12,7 <sup>3</sup>
		1er trimestre 1977 - 1er trimestre 1978	8,5-11,0	.
France . . . . .	M <sub>2</sub>	12 mois s'achevant en décembre 1976	—	12,8
		12 mois s'achevant en décembre 1977	12,5 <sup>4</sup>	.
Royaume-Uni . .	Expansion du crédit interne	12 mois s'achevant à la mi-avril 1977	£ 9,0 milliards <sup>4</sup>	£ 4,2 milliards
		12 mois s'achevant à la mi-avril 1978	£ 7,7 milliards <sup>4</sup>	.
	Masse monétaire en £ (M <sub>3</sub> )	12 mois s'achevant à la mi-avril 1977	9-13 <sup>5</sup>	7,5
		12 mois s'achevant à la mi-avril 1978	9-13 <sup>5</sup>	.
Suisse . . . . .	M <sub>1</sub>	moyenne 1975 - moyenne 1976	6,0	8,0
		moyenne 1976 - moyenne 1977	5,0	.

<sup>1</sup> Taux d'expansion entre le 2ème trimestre 1975 et la période février-avril 1976, cette dernière période étant retenue pour éviter l'incidence des grèves des services postaux. <sup>2</sup> Objectifs à moyen terme. <sup>3</sup> Pour le mois de mars, estimations. <sup>4</sup> Limite supérieure. <sup>5</sup> Fourchette déclarée compatible avec l'objectif fixé à l'expansion du crédit interne (DCE).

normes pour la première fois l'an passé. Aux Pays-Bas, les autorités ont assigné à la croissance monétaire un objectif exprimé sous la forme d'un rapport entre cette croissance et le taux d'expansion du revenu national net.

Le tableau ci-dessus établit un parallèle entre les normes annoncées et les résultats effectifs des grandeurs concernées, pour la période révolue la plus récente, et indique les normes actuellement en vigueur.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale annonce régulièrement, sous forme de fourchettes, les objectifs de croissance de M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> et M<sub>3</sub> pour des périodes mobiles de quatre trimestres civils. Ces fourchettes tiennent compte d'une certaine marge d'erreurs, et les objectifs peuvent être modifiés pendant la durée de leur application, pour prendre en considération aussi bien une atténuation progressive de la hausse tendancielle des prix internes que des variations dans la préférence du public pour les différentes catégories d'actifs monétaires. En vue de maintenir la croissance monétaire sur la pente à moyen terme ainsi tracée, le Comité de l'open market fixe, au cours de ses réunions mensuelles, des tolérances à court terme, qui constituent des points de repère pour le «System Account Manager» dans ses interventions sur le marché. Ces tolérances s'appliquent à des périodes mobiles de deux mois et concernent la croissance moyenne des trois agrégats monétaires ainsi que le taux des «fonds fédéraux». On n'a pas toujours accordé la même importance à la réalisation des objectifs fixés aux divers agrégats.

En Allemagne, l'objectif de croissance annuelle moyenne de la monnaie de banque centrale a été fixé à 8%, tant en 1976 qu'en 1977. En annonçant l'objectif pour 1977, les autorités ont clairement laissé entendre qu'en raison de la forte

progression de la monnaie de banque centrale à la fin de 1976, l'augmentation de 8% en moyenne annuelle impliquait une croissance maximum de 6 à 7% pendant l'année. Dans ce pays, la monnaie de banque centrale comprend par définition la monnaie en circulation et les réserves obligatoires – calculées sur la base de coefficients constants – constituées par les banques en contrepartie des engagements envers les résidents. Bien qu'elle figure au bilan de l'institut d'émission, la monnaie de banque centrale ne peut donc pas être contrôlée à court terme de façon précise ou directe par les autorités monétaires. Elle subit, par contre, l'influence de toute mesure portant sur les réserves libres des banques et sur le coût du refinancement auprès de la banque centrale. De fait, la monnaie de banque centrale est la somme pondérée des composantes de la masse monétaire au sens large, les coefficients de pondération des divers types de dépôts étant équivalents aux coefficients de réserves. Ces derniers varient en fonction de la nature du dépôt et reflètent, dans une certaine mesure, les différences dans les degrés de liquidité. Dès lors qu'ils eurent été fixés, les objectifs choisis pour l'année n'ont jamais subi, jusqu'à présent, de modifications ultérieures.

Au Canada, une fourchette-objectif a été fixée pour  $M_1$ . On a notamment considéré, en choisissant cet agrégat, que le comportement des autres agrégats est fortement tributaire des variations des écarts entre les taux d'intérêt, qui sont, pour certaines, déterminées par des facteurs institutionnels qui échappent, à court terme, au contrôle direct des autorités. La limite inférieure de chacune des fourchettes annoncées à ce jour correspondait à la limite fixée aux augmentations de salaires, dans le cadre de la politique des revenus suivie par les autorités pour la période en cause, tandis que la limite supérieure ménageait ce que l'on considère être une marge de manœuvre adéquate. Pour atteindre son objectif, la Banque du Canada s'en remet essentiellement à sa faculté d'influer sur les taux d'intérêt du marché monétaire. En Suisse, la variable choisie est également  $M_1$ , mais les valeurs de l'objectif n'ont guère changé au cours des ans.

En France, le gouvernement a annoncé, en septembre 1976, que l'expansion de  $M_2$  en 1977 ne devrait pas dépasser 12½%. Cet objectif s'inscrivait dans le cadre d'un programme de stabilisation économique comprenant, entre autres, des mesures visant à réduire le déficit budgétaire et des normes restrictives pour l'expansion du crédit bancaire. L'objectif retenu, légèrement inférieur à l'estimation officielle de la croissance du produit national brut nominal entre 1976 et 1977, s'est révélé très proche du taux d'expansion monétaire effectivement enregistré en 1976. Au Royaume-Uni, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé, en juillet 1976, l'adoption pour  $M_3$  d'une norme de croissance de 12% pour l'exercice se terminant en mars 1977, ainsi que des compressions budgétaires destinées à diminuer les besoins d'emprunt du secteur public. Cette norme a été remplacée, en décembre, par une limitation de l'expansion du crédit interne fixée, en accord avec le FMI, à £9,0 milliards et £7,7 milliards pour les deux périodes de douze mois s'achevant à la mi-avril 1977 et à la mi-avril 1978 respectivement. Compte tenu des hypothèses formulées à propos de l'évolution de la balance des paiements, ces objectifs ont été estimés compatibles avec une progression de 9 à 13% de  $M_3$ , qui ne comprend, dans sa nouvelle définition, que des éléments libellés en sterling.

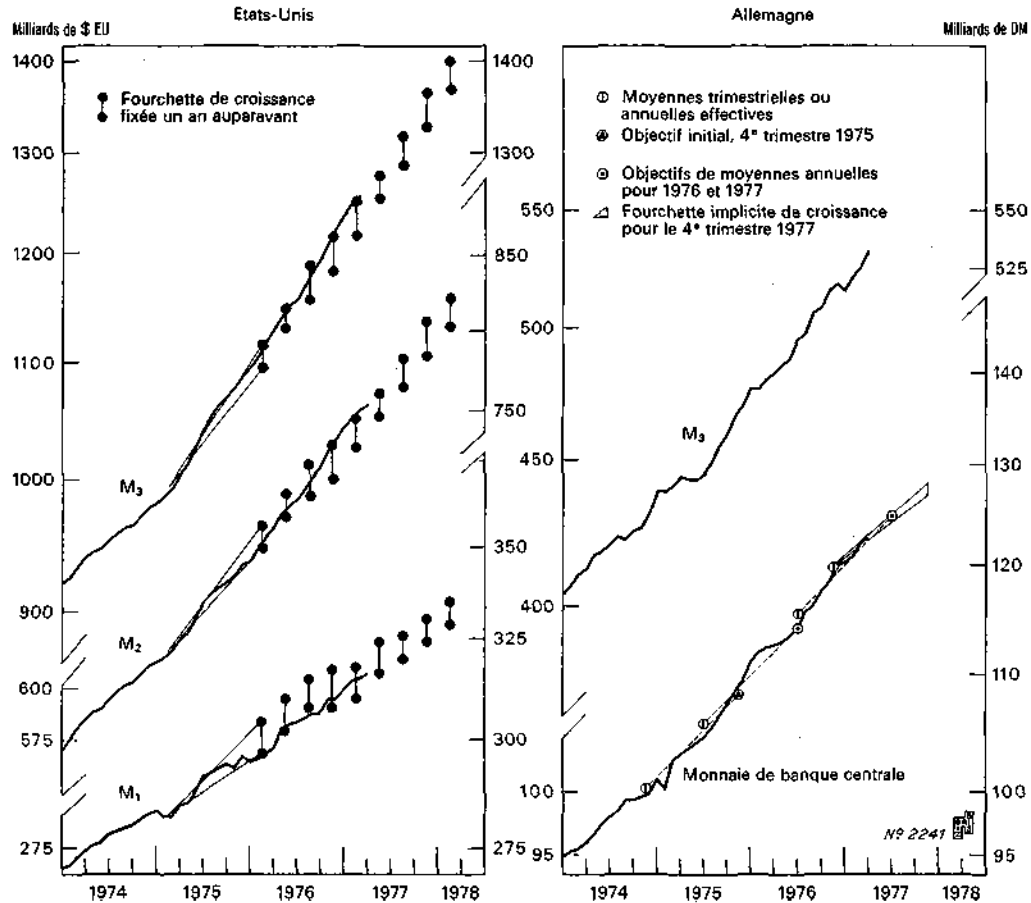
Aux Pays-Bas, les autorités consacrent depuis plusieurs années une attention particulière à l'évolution du rapport entre  $M_2$  et le revenu national net (le «ratio

national de liquidité»). Ce ratio est passé de 37,5 à 41% dans le courant de 1976, et la Nederlandsche Bank a annoncé qu'il conviendrait de le réduire d'au moins un point par an d'ici à 1980. A noter encore qu'en Italie une limite a été définie, en accord avec le FMI, pour tenir compte de l'expansion des crédits accordés par l'ensemble des circuits bancaires et non bancaires. Cette limite a été fixée à Lit 30.000 milliards pour la période de douze mois se terminant en mars 1978. Compte tenu du redressement escompté de la balance des paiements et de l'acquisition d'avoires non monétaires par l'économie, on peut déduire de cette limite une norme implicite pour l'expansion monétaire.

Il convient de signaler enfin qu'en dehors de ces objectifs publiés un certain nombre d'autres objectifs ou prévisions monétaires – auxquels les pouvoirs publics attachent une importance plus ou moins grande – sont maintenant formulés, mais non publiés, dans divers pays d'Europe et au Japon pour orienter la politique monétaire.

*Résultats effectifs et écarts observés.* Dans le tableau de la page 70, les objectifs initiaux sont rapprochés de l'accroissement effectif des agrégats monétaires pendant

Etats-Unis et Allemagne:  
objectifs et expansion monétaires



les périodes considérées. Le graphique ci-contre retrace, pour les Etats-Unis et l'Allemagne, l'évolution de l'expansion monétaire en fonction des objectifs.

Bien qu'elle ait été relativement modérée et régulière dans ces deux pays, la croissance de la masse monétaire s'est quelquefois écartée assez nettement de sa trajectoire, en raison de difficultés techniques dans l'exercice du contrôle monétaire et de la nécessité de tenir compte d'autres objectifs. Aux Etats-Unis, le taux d'expansion de  $M_1$  est parfois tombé en dessous de la limite inférieure de la fourchette, alors que ceux de  $M_2$  et de  $M_3$  ont eu tendance à se situer au-delà des limites supérieures. Ces divergences s'expliquent, semble-t-il, par l'apparition d'une nouvelle forme de dépôts d'épargne négociables, ainsi que par les modifications apportées aux réglementations et par la baisse relative des taux d'intérêt des titres à court terme. En Allemagne, les contraintes imposées par le bloc européen de flottement concerté semblent avoir contribué à provoquer un gonflement momentané des réserves bancaires et, indirectement, une accélération de l'expansion de la monnaie de banque centrale. Bien que les autorités se soient aperçues très tôt de cet état de choses, elles ont, malgré tout, délibérément évité de prendre des mesures plus restrictives. En Suisse également, les autorités ont laissé  $M_1$  croître au-delà d'un objectif qui, par rapport au taux d'inflation, a pu paraître large en soi. Toujours est-il que cet accroissement a été révélateur, au moins en partie, d'une propension plus marquée à détenir des encaisses liquides à mesure que les taux d'intérêt fléchissaient. De fait, la progression de  $M_2$  a été très modérée.

Au Canada, comme la croissance de  $M_1$  avait continuellement tendance à descendre en dessous de la limite inférieure de la fourchette, les autorités ont réagi en abaissant progressivement le taux d'escompte officiel. Au Royaume-Uni, l'expansion monétaire s'est fortement accélérée au cours de l'été de 1976, mais, lorsque le climat s'est modifié sur les marchés des fonds d'Etat et des changes, l'expansion du crédit interne a commencé de se ralentir et le rythme de croissance de la masse monétaire a fortement fléchi. Pour l'ensemble de la période de douze mois se terminant à la mi-avril 1977, la limite fixée à l'expansion de ce même crédit a été nettement respectée, tandis que la croissance de  $M_3$  en sterling était également bien en dessous de la limite inférieure de la fourchette.

*Problèmes liés à la mise en place des objectifs.* Bien qu'un grand nombre de banques centrales aient maintenant adopté des normes monétaires, les autorités ont toujours pris grand soin de souligner, en annonçant les objectifs ou en expliquant leur choix, que toute une série de considérations, autres que la croissance de la monnaie, continueraient d'être retenues dans la formulation de la politique monétaire. Cette entreprise est en effet hérissée de bien des difficultés et soumise à certaines limites.

C'est ainsi que nulle part la croissance monétaire ne peut être contrôlée sur une base hebdomadaire, ni même mensuelle, avec une grande précision. Les fluctuations à court terme ont été fort amples, là où les autorités, pour atteindre leur objectif, ont surtout agi sur les taux d'intérêt du marché monétaire et sur les liquidités bancaires; il en a été de même pour les pays qui s'en sont remis à des contrôles plus ou moins directs du financement monétaire du secteur public et du crédit bancaire à l'économie. A court terme, les changements de sens des opérations du Trésor, de la situation des comptes extérieurs et des soldes de compensation peuvent exercer une incidence imprévisible sur la masse monétaire. La préférence du public pour la liquidité ou

diverses catégories de dépôts bancaires est sujette à variation, de même que peut évoluer l'intérêt des banques à l'égard des réserves libres ou empruntées. L'aptitude des autorités à contrôler l'évolution de la masse monétaire à court terme, et, en fait, l'opportunité d'un tel contrôle, sont assujetties aux changements de climat soudains et intenses sur les marchés des changes, aux menaces de perturbations sur les marchés privés du crédit et aux modifications dans l'attrait qu'exercent sur le public les fonds d'Etat — notamment quand l'ampleur des déficits du secteur public prend un tour chronique.

On objecte souvent que les inévitables fluctuations à court terme de l'expansion monétaire n'ont sans doute qu'une bien mince influence, lorsqu'il s'agit de stabiliser ou de freiner l'inflation. Il n'en reste pas moins qu'il n'est guère facile de distinguer les perturbations fortuites des tendances naissantes. De plus, en ce qui concerne les taux d'intérêt et les taux de change, qui jouent un rôle capital dans le processus inflationniste (voir Chapitre III), les autorités se trouvent, en quelque sorte, enfermées dans un dilemme. Si elles essaient de maintenir l'expansion monétaire à court terme dans d'étroites limites, il peut parfois en résulter des fluctuations prononcées des taux d'intérêt et, partant, des taux de change. Il est tout aussi vrai, d'autre part, que si les autorités ne parviennent pas à maintenir l'expansion monétaire sur la trajectoire fixée, cet échec peut avoir lui aussi une influence néfaste.

Sur une période un peu plus longue, la vitesse de circulation de la monnaie tend évidemment à varier de façon systématique tout au long du cycle économique, du fait essentiellement que la préférence du public pour telle ou telle catégorie d'avoirs monétaires est influencée par les écarts de taux de rendement; d'ailleurs, ce facteur entre, d'une certaine façon, en ligne de compte dans la fixation et la révision des objectifs monétaires, mais jusqu'à un certain point seulement, puisque ces taux d'intérêt, qui sont parfois dictés par des traditions, des conventions ou des règlements, peuvent évoluer indépendamment de la situation monétaire.

De surcroît, en raison des bouleversements économiques de ces dernières années et par suite même de l'importance toute nouvelle accordée aux politiques axées sur la régulation systématique des agrégats, il est devenu, semble-t-il, plus difficile de prévoir la demande de monnaie dans de nombreux pays. A noter que les efforts déployés pour maîtriser l'expansion des principaux agrégats monétaires, après leur explosion des années 1972-73, se sont accompagnés dans beaucoup de pays d'un recul anormalement lent, voire d'une accélération, de la vitesse de circulation de la masse monétaire. Il s'agissait sans aucun doute, dans une certaine mesure, d'une réaction à des baisses antérieures tout aussi anormales de la vitesse de circulation. Il est donc permis de se demander si certains pays, à l'heure actuelle, ne misent pas trop sur la capacité de reprise cyclique de cette variable et, partant, sur son aptitude à contribuer au financement du redressement de la production. Il a été souligné, en particulier, que, même en tenant compte de l'inflation escomptée, les taux d'intérêt à long terme pratiqués dans certains pays à taux d'inflation modérés semblent maintenant exceptionnellement élevés, et que ce facteur risque de freiner l'essor des investissements. D'autres pensent qu'un certain assouplissement de la politique monétaire dans ces pays aurait pu permettre un fléchissement des taux d'intérêt réels. D'autres estiment, au contraire, que si des politiques moins rigoureuses que celles mises en



œuvre avaient été appliquées, elles n'auraient pas permis une telle atténuation des anticipations inflationnistes et n'auraient fait qu'entraver la baisse des taux d'intérêt nominaux.

Les relations entre la croissance des divers agrégats monétaires, d'une part, et l'évolution du niveau des prix et de l'activité économique, d'autre part, peuvent également varier sous l'effet de changements structurels et d'innovations introduits dans le système financier. C'est ainsi que, ces dernières années, la vitesse de circulation de  $M_1$  semble s'être accrue, du fait que les banques ont été davantage disposées à faciliter les transferts portant sur des dépôts productifs d'intérêt. En principe, on peut dans une large mesure éviter les difficultés liées aux modifications des relations unissant les diverses catégories d'avoirs, en choisissant comme variable un agrégat très large; un tel choix peut, bien sûr, conduire à des objectifs sur lesquels les actions officielles n'ont que peu de prise. Enfin, même un agrégat de cette nature se ressentira des changements qui surviendront dans la préférence pour les dépôts ou pour les valeurs mobilières.

*Normes d'expansion du crédit interne.* Pour une série de raisons, fort valables, l'attention a été concentrée ces dernières années davantage sur l'évolution de la masse monétaire que sur les modifications du volume global du crédit bancaire. Dans certaines circonstances, il est néanmoins indispensable de garder la maîtrise de l'évolution du total des avoirs du système monétaire. Mis à part les variations des engagements non monétaires des banques, l'écart entre les modifications du crédit bancaire et celles de la masse monétaire au sens large reflète essentiellement l'évolution de la position extérieure du système bancaire ou, plus généralement, le solde global de l'économie vis-à-vis de l'extérieur.

En fait, les normes appliquées aux agrégats généraux du crédit bancaire sont semblables, sous maints rapports, aux normes imposées à la croissance de la masse monétaire. Mais elles tiennent compte, en outre, des impulsions monétaires d'origine interne qui se répercutent sur les déficits ou les excédents extérieurs, sans influencer l'expansion monétaire interne. Lorsque les autorités sont amenées à intervenir pour soutenir le cours de change, l'expansion du crédit interne est une variable de contrôle plus indiquée que la masse monétaire. L'application de normes restrictives à l'expansion du crédit interne peut s'imposer, notamment, dans le cas de pays qui sont obligés d'accorder une priorité absolue au redressement de leur déficit extérieur. Etant donné que le financement du secteur public par emprunt à l'étranger peut contribuer à affermir le taux de change et être en partie à l'origine d'impulsions monétaires expansionnistes, de la même façon que le recours aux réserves officielles de change, il peut être bon de l'inclure dans l'expansion du crédit interne, comme le fait le Royaume-Uni. Dans ce cas, l'écart entre les modifications de l'expansion du crédit interne et celles de la masse monétaire reflétera, sur le plan extérieur, le solde de la balance des paiements courants, plus les flux nets des capitaux privés.

*Utilité des normes monétaires.* Ce n'est pas tant, semble-t-il, pour fixer des objectifs à court terme que les banques centrales ont incorporé le concept des normes monétaires dans leur politique, mais plutôt parce qu'il est apparu qu'à plus long terme les taux d'expansion monétaire tendent à se répercuter étroitement sur le rythme de l'inflation.

En outre, les taux d'intérêt nominaux ne constituent manifestement plus un indicateur fiable de l'orientation de la politique monétaire dans un environnement inflationniste, et il a été estimé que l'évolution des agrégats monétaires pourrait constituer un critère utile, même dans les pays où les autorités continuent de considérer les taux d'intérêt comme la pièce maîtresse de leur politique.

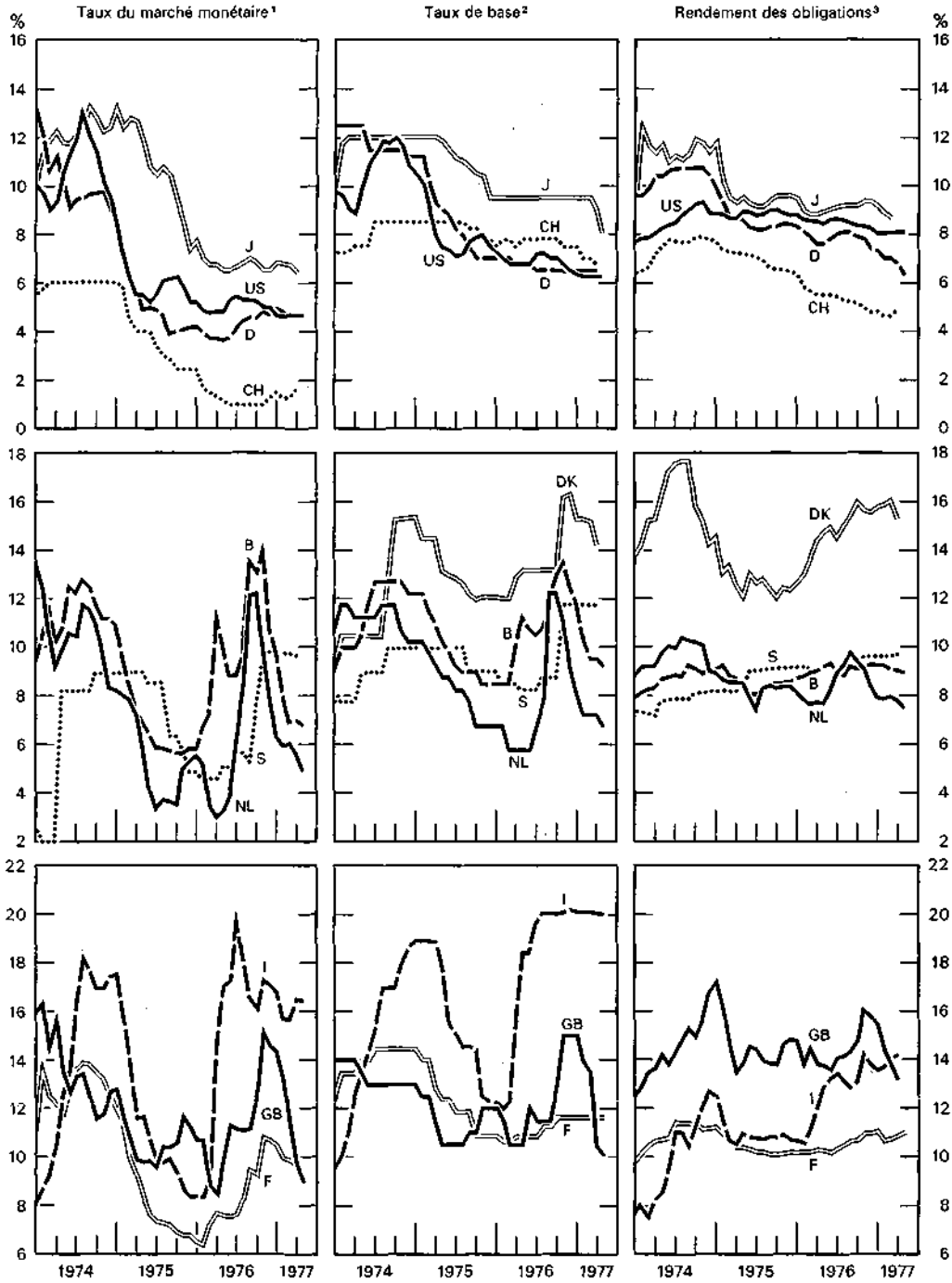
Autre fait important, l'annonce d'objectifs a également permis aux autorités monétaires d'un certain nombre de pays de mieux maîtriser les sources de création monétaire et de faire comprendre au public qu'elles sont fermement décidées à réduire les taux d'inflation. Aux États-Unis, en Allemagne et en Suisse, les politiques axées sur le contrôle des grandeurs monétaires paraissent avoir particulièrement réussi à opérer ce ralentissement. En Allemagne, par exemple, les objectifs ont apparemment exercé une influence modératrice sur les revendications salariales formulées lors des négociations annuelles; plus récemment en France et au Royaume-Uni, l'adoption de normes monétaires a été, pour les autorités, un moyen efficace d'exprimer leur résolution de réduire le déficit du secteur public. Au cours de ces dernières années, la perspective d'une dérive générale des prix a incontestablement joué un rôle croissant dans la formation des salaires et des prix à tous les niveaux de l'économie. Dans de telles conditions, les objectifs monétaires ont pu contribuer utilement et de façon assez directe à la stabilisation et à la modération des anticipations inflationnistes. Ils ont permis par ailleurs de faire ressortir, au niveau de la production et du chômage, les conséquences des hausses de salaires et de prix incompatibles avec les limites imposées par ces normes.

L'expérience prouve, d'autre part, que beaucoup de pays, en particulier ceux qui ont les économies les plus ouvertes et, partant, des positions extérieures vulnérables, peuvent avoir intérêt à surveiller de près non seulement la croissance de la masse monétaire, mais également d'autres indicateurs, notamment l'expansion du crédit interne. Bien que l'on puisse réduire considérablement le risque de voir apparaître des tensions sur les marchés des changes, lorsqu'on met tout en œuvre pour que les normes monétaires restrictives soient respectées, maints pays ont estimé utile également d'agir directement sur les écarts de taux d'intérêt. Cependant, pour être efficace, l'écart devra être suffisamment important pour tenir compte des différences entre les taux d'inflation escomptés dans les divers pays. Même dans ce cas, des situations de crise ne peuvent pas être exclues, étant donné que les marchés des changes réagissent à toute une série de facteurs à court terme. Aussi, certains pays ont estimé avantageux, somme toute, de permettre aux taux d'intérêt internes de se maintenir temporairement à des niveaux très élevés.

### **Taux d'intérêt**

Après le recul prononcé de 1975, les taux d'intérêt, dans les pays «forts», ont en général continué de s'inscrire en baisse l'an dernier en raison de la pause de la reprise, de l'atténuation du climat inflationniste et de l'orientation généralement plus souple de la politique monétaire. Les taux du marché monétaire ont oscillé entre d'étroites limites, et leurs mouvements — qui n'ont fait l'objet d'aucune coordination internationale — ont reflété en grande partie le changement d'orientation de la politique monétaire. Aux États-Unis, une tendance à la baisse a été enrayée pour un temps

### Taux d'intérêt à court et à long terme



N° 2228

Remarque: B = Belgique, DK = Danemark, F = France, D = Allemagne, I = Italie, J = Japon, NL = Pays-Bas, S = Suède, CH = Suisse, GB = Royaume-Uni et US = Etats-Unis.

<sup>1</sup> Taux représentatifs (pour les Etats-Unis, fonds fédéraux; pour le Japon, argent au jour le jour; pour la France, argent au jour le jour; pour l'Italie, dépôts interbancaires à vue; pour tous les autres pays, instruments du marché monétaire à trois mois). <sup>2</sup> Taux minimums appliqués par les banques commerciales aux crédits de caisse aux emprunteurs de première classe. Pour le Danemark, taux débiteur moyen; pour l'Allemagne, taux limites inférieurs appliqués aux crédits en comptes courants d'un montant élevé. <sup>3</sup> Taux représentatifs (pour les Etats-Unis, obligations de société de première catégorie (Aaa); pour le Danemark, obligations hypothécaires principalement; pour la Belgique, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, fonds d'Etat; pour les autres pays, diverses autres catégories de titres du secteur public).

au printemps, lorsque la Réserve fédérale a pris des dispositions pour ralentir la croissance de la masse monétaire. Les taux à court terme se sont raffermis à nouveau au début de 1977, sous l'effet notamment de l'intensification du redressement économique. En Allemagne, le taux interbancaire à trois mois est tombé à un minimum au début de 1976, mais a regagné environ un point entre avril et juillet, lorsque des mesures furent prises pour resserrer la liquidité bancaire. Au Japon, le taux des prêts au jour le jour a connu une tension temporaire au cours de l'été, puis de nouveau vers la fin de l'année, pour s'inscrire en baisse au printemps de 1977. Les taux débiteurs de base aux Etats-Unis se sont momentanément tendus au cours de l'été de 1976, sous l'effet de la hausse des taux du marché monétaire. Ils ont diminué par la suite et n'ont plus été relevés jusqu'à mai 1977. En Allemagne, les taux limites inférieurs des crédits en comptes courants d'un montant élevé ont reculé, au printemps de 1976, et n'ont plus guère varié par la suite. Au Japon, les taux minimums d'avance des banques, qui sont rattachés au taux d'escompte, n'ont pas été modifiés en 1976, mais ils ont subi une diminution au printemps de 1977. Les fluctuations des taux d'intérêt à court terme ne se sont reflétées que faiblement dans le rendement du marché des capitaux, qui a eu tendance à fléchir dans tous les pays.

Aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon, la situation a présenté un aspect inhabituel, la baisse des taux d'intérêt ayant été d'une durée anormalement longue pour une phase de reprise conjoncturelle. Dans la plupart des cas, les taux d'intérêt à long et à court terme se situent toujours nettement en dessous des niveaux qu'ils avaient atteints au début de l'expansion. Si cette évolution est peut-être due à l'affaiblissement du mouvement de reprise, elle s'explique surtout par l'atténuation progressive des anticipations inflationnistes résultant de la modération des taux d'inflation courants.

Dans certains autres pays, les mouvements des taux d'intérêt à court terme ont été déterminés par l'évolution du marché des changes et par les efforts des autorités pour défendre les monnaies contre la dépréciation.

Parmi les pays du «serpent», dont les monnaies ont été affectées de façon différente par la crise de mars 1976, on a observé, de janvier à juin, une évolution en sens inverse des taux des marchés monétaires belge et néerlandais. Lors de la crise de l'automne, cependant, leurs monnaies se tenant temporairement sur la défensive, les taux du marché monétaire sont remontés en flèche dans ces deux pays, pour atteindre des niveaux proches de leurs maximums du milieu de 1974. Ils se sont ensuite rapidement repliés et, au printemps de 1977, se tenaient généralement au même niveau qu'au cours des premiers mois de 1976. C'est ainsi qu'aux Pays-Bas, par exemple, le taux moyen, calculé chaque mois, des prêts du Trésor aux collectivités locales se situait en avril 1977 à 4,9% environ. Au cours de l'année 1976, ce taux avait atteint un creux de 3% en mars et un maximum supérieur à 12% en septembre. Au Danemark et en Suède également, le loyer de l'argent à court terme s'est fortement tendu au cours de la crise de septembre, mais a amorcé depuis lors un mouvement descendant.

Au Royaume-Uni, les taux du marché monétaire ont marqué une baisse de quelque trois points, d'octobre 1975 à mars 1976, mais l'ont à peu près comblée d'avril à mai, puis ont encore gagné un ou deux points en septembre. Après une nouvelle période de vive ascension, le taux interbancaire à trois mois s'est établi à 15,2% à

la fin du mois d'octobre. Le mouvement s'est ensuite inversé et, à la fin d'avril 1977, malgré certains efforts de la part des autorités pour s'opposer au fléchissement des taux du marché, l'argent à trois mois se négociait à 8,75% seulement. En Italie, les taux d'intérêt à court terme ont très fortement augmenté entre janvier et juin, le taux interbancaire passant de 8,3 à 19,7%. Un mouvement de recul est intervenu par la suite, d'une ampleur limitée toutefois et en dents de scie. En France, les oscillations en cours d'année ont été beaucoup moins prononcées: par paliers successifs correspondant à des périodes de faiblesse de la situation extérieure, le taux de l'argent au jour le jour est passé d'environ 6% en janvier à près de 10% en décembre. Un léger retour en arrière s'est toutefois manifesté au début de 1977.

Dans la plupart de ces pays, le taux de base des banques a suivi une évolution irrégulière, assez proche de celle notée sur le marché monétaire, mais les oscillations ont été évidemment plus faibles. L'Italie a constitué une exception notable, du fait que ce taux y est monté de 12%, en février, à 20% en juillet, et s'est maintenu à ce niveau, ou légèrement au-dessus, jusqu'au printemps de 1977. Le cas de la France est différent puisque, pour des raisons internes, la hausse des taux débiteurs des banques a été contenue dans d'étroites limites, ce qui semble avoir exercé une influence négative sur la rentabilité des banques. En Belgique, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, les taux de base étaient revenus en gros, au début de 1977, au niveau qu'ils avaient atteint une année auparavant.

Les rendements des obligations ont marqué, en général, une vive progression sur l'ensemble de l'année en Italie et au Danemark, alors qu'aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, ils ont connu une tension de courte durée pendant le second semestre. En France et en Belgique, les taux à long terme n'ont que faiblement réagi aux fluctuations des taux du marché monétaire; ils ont toutefois marqué une légère progression d'ensemble.

Que ce soit sur le plan interne ou à l'échelle internationale, il n'est pas possible de juger de l'adéquation des taux d'intérêt dans les divers pays sans prendre en considération le taux d'inflation escompté. Si, à l'intérieur, les taux d'intérêt sont trop bas par rapport aux attentes inflationnistes, l'inflation tend à persister avec tous les effets récessionnistes qui en résultent sur l'activité économique (et qui ont été évoqués au Chapitre III). Sur le plan extérieur, cette situation favorise les sorties de fonds, du fait en partie que les perspectives d'évolution des taux de change et des taux d'inflation relatifs sont étroitement imbriquées. Dans les pays où les taux d'inflation demeurent élevés, il y aurait lieu d'adopter des programmes de restriction crédibles, dans lesquels une marge suffisante serait aménagée pour permettre un retour à des niveaux plus normaux des taux d'intérêt nominaux, qui ne se produirait toutefois que si les anticipations inflationnistes étaient révisées en baisse.

## V. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Malgré la persistance, en 1976, des importants déséquilibres globaux qui avaient caractérisé les paiements internationaux pendant les deux années précédentes, quelques tendances plus encourageantes se sont manifestées, tant dans le commerce mondial que dans la balance des paiements de certains pays. En premier lieu, la reprise de l'activité dans les pays industrialisés a stimulé les échanges commerciaux, dont l'essor, particulièrement vigoureux au cours du premier semestre de 1976, se poursuit à un rythme satisfaisant par comparaison avec le passé, malgré l'allure modérée de la récente expansion économique. En second lieu, la position de la balance des paiements des divers pays s'est sensiblement redressée, et de nouveaux progrès sont escomptés en 1977. Enfin et surtout, et malgré les problèmes que connaissent certains pays pris isolément, il semble que le financement de déséquilibres chroniques n'ait pas soulevé généralement de difficultés majeures.

Plus de trois ans se sont écoulés depuis les relèvements des prix du pétrole, au cours de l'hiver 1973-74, qui ont déclenché le profond bouleversement des balances de paiements dans le monde. La dernière partie de ce chapitre récapitule les événements de ces trois années et examine les chances de redressement qui s'offrent aux principaux groupes de pays en proie à ces déséquilibres.

### Commerce mondial

L'année 1976 a connu une expansion rapide du commerce mondial. Sous l'impulsion essentiellement de la demande des pays industrialisés, son développement a été de 11,5% en volume – ce qui représente un renversement assez spectaculaire par rapport à la baisse de 4,5% enregistrée en 1975. En valeur, le contraste entre les deux années a été moins tranché, puisque le prix moyen des produits faisant l'objet d'un commerce international n'a augmenté, en dollars, que de 1% en 1976, contre 8% l'année précédente; cependant, l'accroissement de \$106 milliards de la valeur en dollars du commerce mondial représente deux fois et demie celle de 1975, de sorte que le total des échanges commerciaux dans le monde a presque atteint le cap des \$1.000 milliards. Si l'on considère l'évolution au cours de l'année dernière, on note que la progression du volume des échanges a été la plus rapide au premier semestre, avec une cadence annuelle de 14%; mais, même durant les six mois suivants, sous l'effet du ralentissement de l'expansion dans les pays industrialisés, le taux de croissance s'est établi à 8%, sur une base annuelle – ce qui correspond, par conséquent, à la moyenne annuelle des années soixante.

La reprise conjoncturelle à l'intérieur des *zones développées du monde* (décrite au Chapitre II) s'est accompagnée d'une forte demande d'importations. Entre le second semestre de 1975 et le premier semestre de 1976, la production industrielle s'est accrue dans ces zones à un rythme annuel de 15%, d'où une intensification du courant des importations; au second semestre, malgré une forte chute du rythme de l'expansion industrielle, la demande de produits étrangers est restée vive, s'intensifiant à une cadence annuelle de 11%. Cette vigueur s'explique en partie par la poursuite du

Commerce mondial

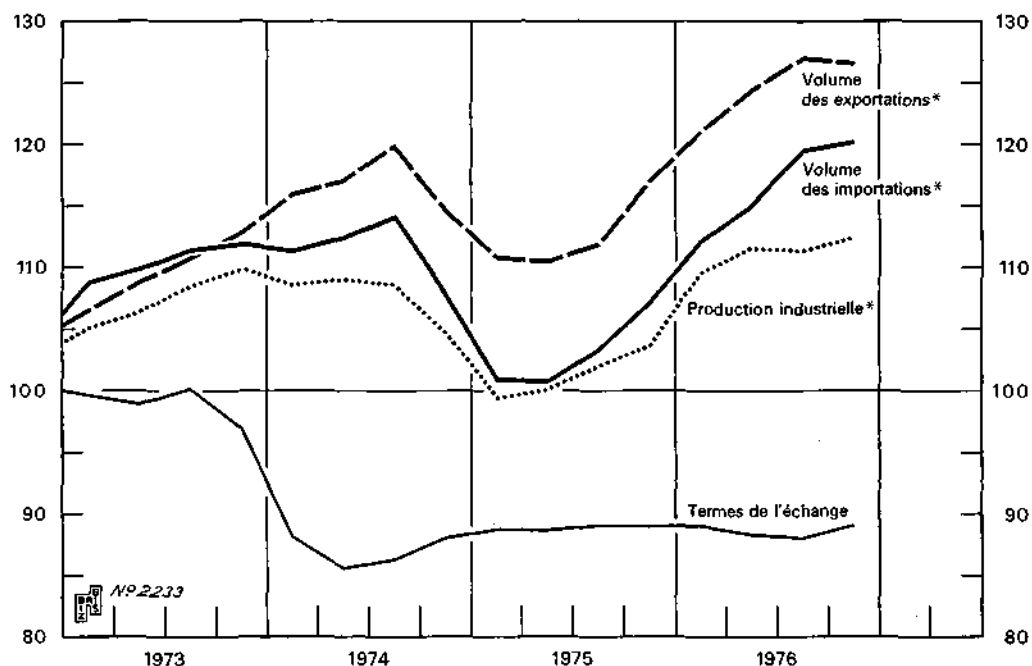
Zones	Exportations f.o.b.				Importations c.a.f.			
	1975	1976			1975	1976		
		Année entière	1er semestre	2ème semestre		Année entière	1er semestre	2ème semestre
en milliards de dollars EU (indices de volume 1974 = 100 entre parenthèses)								
<b>Zones développées</b>								
Europe occidentale:								
CEE . . . . .	295,0	323,3	156,3	167,0	297,9	337,2	163,9	173,3
Autres pays . . . . .	70,1	76,5	37,3	39,2	97,9	104,3	49,9	54,4
<b>Total . . . . .</b>	<b>365,1</b>	<b>399,8</b>	<b>193,6</b>	<b>206,2</b>	<b>395,8</b>	<b>441,5</b>	<b>213,8</b>	<b>227,7</b>
	( 94,7)	(105,2)	(104,2)	(106,1)	( 94,8)	(106,8)	(106,0)	(107,6)
Etats-Unis . . . . .	107,6	115,0	57,0	58,0	103,4	129,6	61,0	68,6
Canada . . . . .	33,8	40,2	20,0	20,2	36,4	40,6	20,8	19,8
Japon . . . . .	55,8	67,3	30,8	36,5	57,9	64,8	30,7	34,1
Autres pays <sup>1</sup> . . . . .	24,8	26,1	12,7	13,4	26,7	27,0	13,5	13,5
<b>Total des zones développées . . . . .</b>	<b>587,1</b>	<b>648,4</b>	<b>314,1</b>	<b>334,3</b>	<b>620,2</b>	<b>703,5</b>	<b>339,8</b>	<b>363,7</b>
	( 96,4)	(106,8)	(105,3)	(108,2)	( 92,5)	(104,8)	(102,5)	(107,1)
<b>Zones en voie de développement</b>								
OPEP <sup>2</sup> . . . . .	111	133	62	71	54	68	31	37
	( 85)	( 97)	( 90)	(103)	(144)	(177)	(163)	(191)
Autres zones . . . . .	97	111	53	58	131	135	66	69
	(103)	(109)	(108)	(110)	( 95)	( 96)	( 97)	( 95)
<b>Total des zones en voie de développement . . . . .</b>	<b>208</b>	<b>244</b>	<b>115</b>	<b>129</b>	<b>185</b>	<b>203</b>	<b>97</b>	<b>106</b>
	( 97)	(106)	(103)	(108)	(106)	(115)	(112)	(119)
<b>Economies à planification centralisée<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>85</b>	<b>94</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>100</b>	<b>104</b>	<b>51</b>	<b>53</b>
<b>Total général<sup>4</sup> . . . . .</b>	<b>880</b>	<b>986</b>	<b>473</b>	<b>513</b>	<b>905</b>	<b>1.011</b>	<b>488</b>	<b>523</b>
	( 96)	(106)	(104)	(108)	( 95)	(107)	(105)	(109)

<sup>1</sup> Afrique du Sud, Australie, Israël, Nouvelle-Zélande. <sup>2</sup> Algérie, Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Qatar, Venezuela. <sup>3</sup> Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, République populaire de Chine, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS. <sup>4</sup> Les économies à planification centralisée n'entrent pas dans le calcul de l'indice de volume.

mouvement de stockage, moins rapide toutefois que lors du changement de sens du cycle, et en partie par les importations de pétrole effectuées pour se prémunir contre les relèvements de prix prévus en fin d'année. Pour l'ensemble de 1976, le volume des importations des pays développés a augmenté de plus de 13%, alors que la production industrielle dans ces pays ne s'est accrue que de 10%.

Dans bien des cas, le rythme de croissance des importations des pays développés, indiqué ci-dessous entre parenthèses, a été plus de deux fois supérieur à celui de leur production industrielle. Cela est vrai non seulement des économies dont le rythme de progression était assez soutenu, comme les Etats-Unis et l'Autriche (23% dans chaque cas), la France (21%), l'Allemagne (16,5%) et l'Australie (13%), mais également d'autres où l'activité intérieure manquait de ressort, telles que la Suisse (13,5%), la Suède (7%) et le Royaume-Uni (6%). Parmi les grands pays, seul le Japon a fait exception à la tendance générale, puisque le rythme de croissance des importations, avec 10½%, a été inférieur à celui de la production industrielle. Certains pays développés de moindre importance, qui ont fait de gros efforts pour réduire le déficit

Zones développées:  
production industrielle, volume et termes de l'échange, 1973-76  
Indices trimestriels: second semestre 1972 = 100



\* Chiffres désaisonnalisés.

de leurs paiements courants, comme la Finlande, l'Afrique du Sud et la Yougoslavie, ont enregistré une baisse du volume de leurs importations.

L'autre facteur de croissance qui a influencé le commerce mondial en 1976 a été la demande d'importations des *pays de l'OPEP*, qui s'est encore accrue de 23% en volume. Bien qu'il s'agisse là d'une forte décélération par rapport à 1974 et à 1975, la progression en valeur s'est établie à \$14 milliards, chiffre à peu près analogue à celui de 1974, mais inférieur d'un tiers à celui de 1975. En outre, l'essor des recettes pétrolières au second semestre de 1976 s'est accompagné d'un nouveau renforcement de la demande de l'OPEP en produits importés, qui semble s'être poursuivi pendant les premiers mois de 1977. Les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne ont continué de jouer un rôle prépondérant sur le marché de l'OPEP en 1976, fournissant près de 60% de la valeur en dollars des importations en provenance des pays du Groupe des Dix et de Suisse. L'Allemagne, la Suède et la Suisse ont le plus fortement élargi leur part de ce marché, aux dépens surtout du Japon et de la France.

Par opposition avec les facteurs d'expansion notés précédemment, la demande de biens importés des *pays en voie de développement non producteurs de pétrole* et – pour ce qui est de leurs relations commerciales avec les pays développés – celle des *économies à planification centralisée* sont restées faibles. Les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont été amenés à poursuivre leur effort intense de réduction de leurs déficits extérieurs, mais, grâce au redressement de leurs recettes d'exportation, cet effort d'ajustement n'a plus reposé entièrement sur la croissance interne et les importations. Après avoir contribué au fléchissement général du commerce mondial



en 1975 par une contraction de 5% en volume, leurs importations ont légèrement progressé l'an dernier.

Dans les économies à planification centralisée d'Europe orientale, l'accroissement rapide, pendant plusieurs années, des importations en provenance des pays industrialisés occidentaux avait provoqué une forte aggravation des déficits à l'égard de ces pays. Par suite de difficultés financières, cette tendance s'est renversée en 1976, plusieurs pays – Bulgarie, Hongrie, Pologne et Roumanie – ayant réduit la valeur de leurs achats à l'Ouest. En revanche, malgré le solde défavorable de ses échanges, la République démocratique allemande a augmenté ses achats aux pays développés à un rythme presque aussi rapide qu'en 1975. En outre l'URSS, dont la marge de manœuvre en matière d'exportations est plus grande grâce au pétrole, et la Tchécoslovaquie, faiblement endettée à l'égard de l'étranger, ont laissé se poursuivre l'expansion de leurs importations. La valeur totale des ventes des pays développés aux économies de l'Europe de l'Est s'est accrue de moins de 3%, passant à \$28 milliards en 1976, ce qui signifie qu'elles ont peut-être même baissé en termes réels. Au sein de la zone est-européenne, on estime que la valeur en dollars des échanges a progressé de 10% environ l'an dernier, soit nettement moins qu'en 1975. Ce ralentissement est principalement dû au fait que les hausses de prix ont été beaucoup plus faibles, notamment pour les matières premières et les combustibles. Dans le cas de la Chine, la réduction en 1976 des importations en provenance des pays industrialisés d'Occident a été encore plus forte; leur valeur a diminué de près d'un quart, s'établissant à un peu plus de \$4 milliards.

Sur le plan des exportations également, le mouvement d'expansion en 1976 a reflété en grande partie l'évolution de la reprise industrielle; le courant d'importations qui en est résulté a été largement satisfait par les pays développés eux-mêmes, mais la demande de matières premières et de combustibles a enregistré, elle aussi, une progression sensible. Les exportations des pays développés se sont accrues au total de 11% en volume, chiffre légèrement inférieur à la croissance de leurs importations. Mais, si globalement ils ont ainsi exercé une influence expansionniste nette sur le reste du monde, le contraire s'est souvent produit au niveau des pays considérés isolément. Dans certains pays industrialisés se trouvant dans ce cas, comme le Canada et le Royaume-Uni et, parmi les plus petits, la Finlande, Israël, la Nouvelle-Zélande et la Yougoslavie, ce phénomène a traduit en partie l'influence du processus d'ajustement sur les importations; au Japon, par contre, l'élément capital a été une augmentation de 23% du volume des exportations. Ainsi, au sein des zones développées, l'impulsion expansionniste nette transmise en définitive au commerce mondial a émané d'un groupe assez limité de grands pays, au nombre desquels les Etats-Unis – dont les exportations ne se sont accrues que de 3,5% – la France, l'Allemagne et l'Italie.

La vigueur de la demande industrielle de matières premières et de combustibles s'est manifestée dans tous les autres grands groupes de pays. Le volume des exportations des pays en voie de développement non producteurs de pétrole a progressé de 6% en 1976, poursuivant le mouvement ascendant amorcé au second semestre de l'année précédente. De même, la demande de pétrole s'est intensifiée, les exportations de l'OPEP enregistrant une progression de 13%. Deux facteurs principaux ont été à la base de ce mouvement: le développement considérable des ventes aux

Etats-Unis, dont la production a continué de fléchir; les livraisons massives de pétrole, vers la fin de l'année, en prévision de la hausse des prix de l'OPEP. En même temps, les économies à planification centralisée ont obtenu de meilleurs résultats à l'exportation, tant en ce qui concerne les matières premières que les produits manufacturés; l'URSS, par exemple, a accru le volume de ses ventes de pétrole aux pays non communistes à hauteur de 44%. Considérés dans leur ensemble, les pays d'Europe de l'Est ont amplifié de 16% la valeur de leurs exportations vers les économies de marché développées, les portant à près de \$20 milliards, ce qui correspond à une progression notable en volume.

La hausse très modeste, en 1976, du prix moyen en dollars des produits faisant l'objet d'un commerce international est due à un certain nombre de facteurs, notamment la persistance de capacités excédentaires dans l'industrie de transformation, les récoltes généralement bonnes dans le monde entier et la meilleure tenue d'ensemble du dollar sur les marchés des changes. Dans une certaine mesure, cette dernière évolution a eu pour effet de sous-estimer la hausse des prix des produits échangés l'an dernier, vu qu'en maints pays l'augmentation persistante des prix à l'exportation en monnaie nationale ne s'est répercutée que partiellement sur les chiffres exprimés en dollars.

La stabilité générale des prix commerciaux, l'année passée, a masqué un certain nombre de mouvements des prix relatifs, et, par conséquent, des termes de l'échange des différents pays ou groupes économiques. C'est ainsi que la reprise industrielle s'est accompagnée d'un essor des cours des matières premières, l'indice de l'«Economist» exprimé en dollars se relevant de 18% en 1976. Toutefois, les cours au comptant des produits de base correspondent en général à des opérations de caractère marginal, et les prix à l'exportation des pays producteurs de matières premières autres que le pétrole n'ont progressé en moyenne que d'un chiffre plus modeste (7½%). Les prix du pétrole ont augmenté de 6%, d'une année sur l'autre, par suite en partie du relèvement décrété par l'OPEP en octobre 1975, et aussi parce que, sous l'effet de l'accroissement de la demande, la décote subie par le prix «indicatif» sur le marché a fait place à une prime. Au total, l'évolution des prix en 1976 s'est traduite par une légère dégradation des termes de l'échange des pays développés. Les modifications les plus importantes concernent l'Afrique du Sud et l'Espagne (détériorations de 10 et 7% respectivement) et d'autre part la Suisse, la Nouvelle-Zélande et l'Irlande (améliorations allant de 5 à 7%). En contrepartie, les termes de l'échange des pays en voie de développement non producteurs de pétrole se sont améliorés de 5% — compensant d'un peu moins d'un tiers les pertes subies en 1974 et en 1975 — et ceux de l'OPEP de 3,5%, bien que l'on estime que le pouvoir d'achat des revenus de ces pays a fortement baissé en 1976.

### **Balances de paiements**

La situation des balances des paiements courants dans le monde, en 1976, a été marquée essentiellement par deux facteurs: un accroissement de l'excédent courant des pays de l'OPEP (\$45 milliards contre \$35 milliards) et une redistribution du déficit global du reste du monde. Le déficit de l'ensemble des pays développés est passé de \$12 milliards à \$29 milliards, cependant que celui des pays en voie de développement non producteurs de pétrole a diminué d'environ \$12 milliards, étant ramené

de \$32 milliards à \$20 milliards, et que le déficit global des économies à planification centralisée a fléchi de \$4 milliards, d'après les statistiques de leur commerce extérieur, pour revenir à environ \$5 milliards.

A l'intérieur de ces divers groupes, des évolutions très différentes selon les pays ont encore été enregistrées l'année dernière. Au sein de l'OPEP, l'excédent global a été plus uniformément réparti qu'en 1975, en raison de l'accroissement de la demande de pétrole des pays industrialisés et du nouveau relèvement des prix de ce produit; seules l'Algérie et l'Indonésie ont accusé des déficits sensibles dans leurs opérations courantes. Les pays à « faible capacité d'absorption » - Arabie Saoudite, Koweït et Emirats arabes unis - ont continué de bénéficier d'une fraction considérable de l'excédent courant global des pays de l'OPEP, mais, de surcroît, un certain nombre de pays dont les possibilités d'importation sont plus grandes - entre autres, l'Algérie, l'Iran,

**Transactions courantes dans le monde<sup>1</sup>**

Pays et zones	Balance commerciale (f.o.b.)			Services et transferts			Balance des transactions courantes		
	1974	1975	1976	1974	1975	1976	1974	1975	1976
	en milliards de dollars EU								
<b>Zones développées</b>									
Allemagne fédérale . . . . .	22,2	17,7	16,4	- 12,4	- 13,8	- 13,4	9,8	3,9	3,0
Canada . . . . .	1,7	- 0,6	1,2	- 3,2	- 4,3	- 5,6	- 1,5	- 4,9	- 4,4
États-Unis . . . . .	- 5,4	9,0	- 9,2	4,9 <sup>2</sup>	2,7	8,6	- 0,5 <sup>2</sup>	11,7	- 0,6
France . . . . .	- 3,9	1,5	- 4,4	- 2,0	- 1,5	- 1,3	- 5,9	0	- 5,7
Italie . . . . .	- 8,5	- 1,2	- 4,0	0,5	0,5	1,1	- 8,0	- 0,7	- 2,9
Japon . . . . .	1,4	5,0	9,9	- 6,1	- 5,7	- 6,2	- 4,7	- 0,7	- 3,7
Pays-Bas . . . . .	0,7	1,0	1,2	1,3	0,6	1,2	2,0	1,6	2,4
Royaume-Uni . . . . .	- 12,2	- 7,2	- 6,4	4,3	3,5	3,9	- 7,9	- 3,7	- 2,5
Suède . . . . .	0,7	0,8	0,5	- 1,6	- 2,4	- 3,0	- 0,9	- 1,6	- 2,5
Suisse . . . . .	- 2,0	0,2	0,6	2,2	2,4	2,8	0,2	2,6	3,4
UEBL <sup>3</sup> . . . . .	0,9	0,5	- 0,9	0	0,2	0,6	0,9	0,7	- 0,3
Groupe des Dix et Suisse . . . . .	- 4,4	26,7	4,9	- 12,1	- 17,8	- 11,3	- 16,5	8,9	- 6,4
Autres pays . . . . .	- 27,2	- 27,8	- 28,0	8,8	7,2	5,4	- 18,4	- 20,6	- 22,6
<b>Total des zones développées . . . . .</b>	<b>- 31,6</b>	<b>- 1,1</b>	<b>- 23,1</b>	<b>- 3,3</b>	<b>- 10,6</b>	<b>- 5,9</b>	<b>- 34,9</b>	<b>- 11,7</b>	<b>- 29,0</b>
dont: <b>OCDE<sup>4</sup> . . . . .</b>	<b>- 25,5</b>	<b>6,2</b>	<b>- 18,2</b>	<b>- 5,2</b>	<b>- 12,2</b>	<b>- 7,9</b>	<b>- 30,7</b>	<b>- 6,0</b>	<b>- 26,1</b>
<b>Zones en voie de développement<sup>5</sup></b>									
<b>OPEP . . . . .</b>	<b>90</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>- 25</b>	<b>- 27</b>	<b>- 26</b>	<b>65</b>	<b>35</b>	<b>45</b>
Autres zones . . . . .	- 16	- 22	- 12	- 9	- 10	- 8	- 25	- 32	- 20
<b>Total des zones en voie de développement</b>	<b>74</b>	<b>40</b>	<b>59</b>	<b>- 34</b>	<b>- 37</b>	<b>- 34</b>	<b>40</b>	<b>3</b>	<b>25</b>
<b>Économies à planification centralisée . . . . .</b>	<b>- 3</b>	<b>- 9</b>	<b>- 5</b>						

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Non compris les dons spéciaux du gouvernement des États-Unis, qui s'élevaient à \$3,1 milliards. <sup>3</sup> En partie sur la base des règlements: exportations et importations en partie c.a.f. <sup>4</sup> Total des zones développées à l'exclusion d'Israël, de l'Afrique du Sud et de la Yougoslavie. <sup>5</sup> Chiffres en partie estimés.

l'Iraq et la Libye — ont amélioré la position de leurs paiements courants l'an dernier. Par contre, en Indonésie, au Nigeria et au Venezuela, les dépenses d'importations supplémentaires l'ont emporté sur les recettes pétrolières additionnelles.

En ce qui concerne les *zones développées*, l'aggravation du déficit global des transactions courantes (\$17 milliards) a été, pour les trois quarts, le fait des Etats-Unis, dont l'excédent de \$11,7 milliards, dégagé en 1975, a fait place à un léger déficit. L'amélioration de l'équilibre des paiements entre les membres du Groupe des Dix s'est traduite, en outre, par une réduction de près de \$1 milliard de l'excédent de l'Allemagne, la transformation du surplus de l'UEBL en un solde négatif modeste et la réduction des déficits du Royaume-Uni et, à un moindre degré, du Canada. En revanche, les soldes négatifs cumulés de la France, de l'Italie et de la Suède se sont aggravés, passant de \$2,3 milliards à \$11,1 milliards. Plus récemment, des signes d'amélioration sont apparus dans les deux premiers pays, tandis que, depuis le début de 1977, la balance des paiements courants du Royaume-Uni a été plus ou moins en équilibre et que le déficit du Canada a encore diminué.

Dans le groupe des pays développés de moindre importance, le déficit global des paiements courants s'est accru de nouveau de \$2 milliards, l'an dernier, pour atteindre \$22,5 milliards, ce qui correspond à 4½ % de leur PNB total. Un petit nombre seulement de ces pays ont réussi à améliorer les résultats de l'année précédente; parmi eux figure spécialement la Yougoslavie, dont la situation s'est redressée de façon spectaculaire, étant donné qu'au déficit de plus de \$1 milliard a succédé un léger excédent — le premier qui ait été dégagé par un membre de ce groupe depuis 1973. Si la Finlande et Israël ont tous deux réduit leurs soldes négatifs des opérations courantes d'environ \$1 milliard, ces derniers demeurent encore très importants (\$1,1 milliard et \$1,3 milliard respectivement). L'Afrique du Sud et la Nouvelle-Zélande ont enregistré des améliorations plus faibles. Ces évolutions positives furent toutefois compensées, et au-delà, par la détérioration globale de \$4 milliards des paiements courants du Danemark, de l'Autriche et de la Norvège, dont les déficits ont atteint respectivement \$1,9 milliard, \$1,5 milliard et \$3,7 milliards. En outre, ceux de l'Espagne et de l'Australie se sont accrus de près de \$1 milliard, passant à \$4,4 milliards et \$1,5 milliard respectivement.

La réduction de \$12 milliards du solde négatif des opérations courantes de l'ensemble des *pays en voie de développement non producteurs de pétrole* a été due, l'an dernier, à l'évolution favorable du volume et des prix des marchandises échangées. Une grande partie de cette amélioration a, certes, été induite par l'expansion du commerce mondial, mais une part non négligeable a résulté des efforts déployés par un certain nombre de ces pays pour réduire leurs déficits par la régulation de la demande ou par l'application de contrôles directs aux importations. Des progrès considérables semblent en particulier avoir été réalisés sur ce plan par les pays d'Asie, qui ont bénéficié de bonnes récoltes et de l'accroissement de leurs capacités de production; le cas le plus spectaculaire à cet égard est celui de l'Inde, dont la balance des paiements courants, à l'exclusion des transferts officiels, a fait ressortir un excédent de \$1,2 milliard, l'année dernière, contre un déficit de \$1,1 milliard en 1975. D'autres pays, comme la Corée du Sud et Taiwan, ont aussi enregistré un redressement sensible dans la position de leurs transactions courantes.

En Amérique latine, plus précisément en Argentine et au Chili, l'application de mesures correctives, imposées par la situation financière, a déjà donné d'assez bons résultats en 1976; en général cependant, tant dans cette zone que dans les autres pays en voie de développement – Asie mise à part – de nombreux Etats ont différé les mesures d'ajustement qui s'imposaient, préférant accumuler d'importants déficits de paiements courants alors que les conditions financières extérieures restaient favorables. De ce fait, des déficits considérables ont continué d'être enregistrés en 1976 par des pays comme le Brésil, le Mexique, le Maroc, l'Egypte et les Philippines, qui ont supporté à eux cinq, l'an dernier, la moitié du déficit global des pays en voie de développement non producteurs de pétrole.

Quant au groupe de *pays à planification centralisée*, la détérioration croissante de leur commerce avec les pays développés a été enrayée en 1976, principalement par la compression des importations. Le déficit de l'Europe de l'Est est tombé de \$9 milliards à \$7 milliards, les principaux progrès ayant été réalisés par l'URSS, la Pologne et la Roumanie. Les deux premiers interviennent pour plus des trois quarts dans le déficit du groupe en 1976. Enfin, on estime que la Chine a ramené, l'année passée, son déficit commercial vis-à-vis des zones développées occidentales à \$1,2 milliard, soit la moitié du montant correspondant de l'année précédente, tandis que la balance globale de ses échanges commerciaux, précédemment en équilibre, a fait ressortir un excédent de \$1 milliard.

*L'évolution dans les différents pays.* Le retournement de loin le plus prononcé, en 1976, a été celui de la balance courante des *Etats-Unis*, dont l'excédent de 1975 (\$11,7 milliards) s'est transformé en un déficit de \$0,6 milliard. Etant donné que la croissance interne s'est poursuivie à un rythme relativement plus rapide, et compte tenu de la dépendance croissante des Etats-Unis à l'égard des importations de pétrole, la détérioration de la balance commerciale américaine a encore été plus accentuée, un surplus de \$9 milliards ayant fait place à un déficit de \$9,2 milliards. La valeur des importations totales (f.o.b.) a augmenté de près de \$26 milliards (pour atteindre \$124 milliards) et leur volume de 23%. Les importations de combustibles, qui se sont accrues de près de 25%, en termes réels – s'élevant à \$37 milliards à prix courants – entrent à raison d'un tiers dans l'accroissement total; mais la part, beaucoup plus grande, des achats de produits non pétroliers a également progressé de 24%, les augmentations les plus rapides ayant été enregistrées par les produits industriels, les automobiles et d'autres biens de consommation. Les importations en provenance des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, d'Asie notamment, ont accusé une hausse sensible, tandis que plus des trois quarts des achats supplémentaires des Etats-Unis dans les pays développés (\$11,4 milliards) ont été réalisés au Canada et au Japon. Les exportations ont augmenté de \$7,6 milliards pour s'établir à \$114,7 milliards. Le taux de progression en volume, assez faible (3½%), a été nettement inférieur à la croissance des échanges mondiaux. Les ventes de produits agricoles à l'étranger, en légère progression, ont atteint un total de \$23,4 milliards; une hausse en volume de 12% – compte tenu de l'extension des livraisons aux pays européens, touchés par la sécheresse – a en effet été en grande partie compensée par une baisse des prix consécutive aux bonnes récoltes dans d'autres pays. Exemple encore plus typique peut-être: l'augmentation de \$6,5 milliards des ventes de produits non agricoles représente une hausse de 1% seulement en volume; les livraisons de biens

d'équipement ont marqué un recul par rapport à 1975, imputable aux niveaux peu élevés des investissements en capital fixe dans d'autres pays.

La détérioration de la balance commerciale en 1976 a été en partie compensée par un redressement vigoureux des opérations invisibles, dont l'excédent est passé de \$2,7 milliards à \$8,6 milliards. Le revenu des investissements nets a progressé de \$6 milliards à \$10,5 milliards, par suite surtout de l'accroissement des bénéfices du secteur pétrolier et des conséquences du développement antérieur des prêts bancaires à l'étranger; en outre, les recettes tirées des ventes et des contrats d'armement militaire se sont accrues de \$1,3 milliard.

La détérioration des paiements courants a été compensée, en grande partie, par l'évolution de la balance des mouvements de capitaux, les sorties nettes de fonds de \$7 milliards, notées en 1975, ayant fait place à une situation équilibrée l'an dernier. Ce changement est attribuable, presque en totalité, à la progression des entrées nettes non identifiées de capitaux (\$10,5 milliards contre \$4,6 milliards en 1975). Les opérations en capital identifiées ont entraîné une sortie nette de \$10,5 milliards en 1976, soit une diminution de \$1,1 milliard par rapport à l'année précédente. A l'intérieur de ce total, qui est resté assez stable, deux modifications se compensant dans l'ensemble se sont produites en 1976: d'une part, un développement considérable des exportations de capitaux privés américains, étant donné que les sorties nettes au titre des investissements de portefeuille ont doublé avec \$7,4 milliards (contre \$3,7 milliards en 1975) du fait principalement d'une nouvelle et forte augmentation des émissions d'obligations étrangères aux Etats-Unis; d'autre part, un accroissement sensible des afflux de capitaux étrangers, dû essentiellement à des règlements anticipés de commandes de matériels militaires et à l'intensification des achats de titres du Trésor par des non-résidents du secteur privé.

La dégradation de la balance commerciale des Etats-Unis s'est poursuivie presque sans interruption durant l'année 1976, l'excédent commercial de \$4,3 milliards dégagé pendant le second semestre de 1975, ayant, de fait, été suivi d'un déficit de \$6,4 milliards pour la période correspondante de 1976. Au cours du premier trimestre de 1977, la balance commerciale s'est encore détériorée, et le déficit, corrigé des variations saisonnières, a atteint \$6,9 milliards. La forte extension des livraisons de combustibles, provoquée par la rigueur extrême de l'hiver, est en partie à l'origine de l'accroissement de 7% du volume des importations, alors que, dans le même temps, les exportations ont en réalité diminué.

Après les Etats-Unis, c'est la *France* qui a enregistré la détérioration la plus prononcée des paiements courants en 1976, l'équilibre de 1975 ayant fait place à un déficit de \$5,7 milliards l'an dernier. De plus, l'afflux net de capitaux a fortement fléchi (\$1,7 milliard contre \$5,2 milliards en 1975) provoquant un renversement spectaculaire de plus de \$9 milliards de la balance générale des paiements et l'apparition d'un déficit de \$4 milliards.

Le changement intervenu dans les transactions courantes reflète fidèlement le revirement des échanges commerciaux (excédent de \$1,5 milliard en 1975 et déficit de \$4,4 milliards l'an dernier). Le volume des importations s'est accru de près de 21%, soit à un rythme plus de deux fois supérieur à celui des exportations; les achats à l'étranger, notamment ceux des biens manufacturés et des produits industriels, ont

été fortement stimulés par la reprise économique interne induite par la consommation, tandis que la sécheresse de l'été a exercé une incidence défavorable sur les échanges de produits agricoles, tout en contribuant à développer les importations de combustibles. Parallèlement à un élargissement en volume du déficit commercial, les termes de l'échange se sont détériorés de plus de 2% pendant le second semestre, en partie sous l'effet de la dépréciation du franc. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, la diminution de \$3,5 milliards des entrées nettes totales s'est produite en dépit de l'accroissement de \$2,8 milliards à \$4,5 milliards des emprunts nets à l'étranger des entreprises françaises. Quant aux autres postes des mouvements de capitaux, les afflux nets de ressources non bancaires à court terme ont fléchi de \$2,4 milliards, alors que les sorties nettes au titre des opérations de portefeuille et des crédits commerciaux à long terme ont progressé d'environ \$1 milliard dans chaque cas.

Vers la fin de l'année, la balance des paiements courants a commencé de s'améliorer et, pendant le premier trimestre de 1977, les importations ont cessé de s'accroître, entraînant de ce fait une réduction marquée du déficit commercial, qui a atteint \$1 milliard.

L'Italie a enregistré également, en 1976, une dégradation de ses paiements courants extérieurs, le déficit s'établissant à \$2,9 milliards, contre \$0,7 milliard l'année précédente. Tandis que la balance des opérations invisibles s'est améliorée de \$0,6 milliard, le déficit du commerce extérieur a plus que triplé, passant de \$1,2 milliard à \$4 milliards. Les exportations ont accusé un gain de 12% en volume d'une année sur l'autre, mais la vigueur de la demande interne a provoqué un accroissement encore plus rapide des importations (plus de 15%). En outre, la balance commerciale a subi le contrecoup d'une détérioration de 4% des termes de l'échange, imputable en partie à la baisse de la lire. La croissance en volume des achats à l'étranger, en termes désaisonnalisés, a été irrégulière pendant l'année; après avoir augmenté fortement au cours du premier trimestre, elle s'est ralentie durant le deuxième — marqué par la réintroduction du système de dépôt préalable à l'importation — fléchissant même de près de 3% au troisième trimestre, avant de se redresser de 13% durant les trois derniers mois. En conséquence, bien que les exportations aient augmenté de façon assez régulière tout au long de l'année, le déficit commercial, corrigé des variations saisonnières, a été encore plus élevé pendant la seconde partie de celle-ci que pendant le premier semestre.

Contrairement à ce qui s'est passé en France, la balance des opérations en capital de l'Italie s'est améliorée l'année dernière, \$1,4 milliard de sorties nettes ayant fait place à \$1,5 milliard d'entrées nettes. Le resserrement progressif de la politique monétaire au cours de l'année, l'application du dépôt préalable à l'importation et l'institution de la taxe sur les achats de devises, en octobre, se sont conjugués pour entraîner un très large renversement des crédits commerciaux nets, une entrée de \$2 milliards ayant succédé à une sortie de \$0,3 milliard.

En réaction à la hausse très accentuée enregistrée durant le trimestre précédent, les importations ont diminué pendant les trois premiers mois de 1977, et le déficit courant s'est réduit considérablement.

En 1976, l'excédent des opérations courantes de l'Allemagne s'est encore contracté pour tomber à \$3 milliards, montant inférieur au tiers du niveau record de 1974.

**Pays développés: balances de paiements<sup>1</sup>**

Pays	An- nées	Balance des transactions courantes	Balance des mouve- ments de capitaux	Balance générale <sup>2</sup>	Ajuste- ments <sup>3</sup>	Balance géné- rale après ajustement (= total des mouvements monétaires avec l'étranger) <sup>4</sup>
Allemagne fédérale . . . . .	1975	+ 3.890	- 3.630	+ 260	- 900	- 540
	1976	+ 3.040	- 2.280	+ 760	+ 80	+ 840
Autriche . . . . .	1975	- 320	+ 1.350	+ 1.030	- 90	+ 940
	1976	- 1.510	+ 510	- 1.000	- 70	- 1.070
Belgique-Luxembourg <sup>5</sup> . . . . .	1975	+ 700	+ 840	+ 1.540	+ 20	+ 1.560
	1976	- 280	- 60	- 340	+ 280	- 60
Canada . . . . .	1975	- 4.900	+ 3.400	- 1.500	+ 140	- 1.360
	1976	- 4.370	+ 4.840	+ 470	+ 270	+ 740
Danemark . . . . .	1975	- 490	+ 130	- 360	+ 30	- 330
	1976	- 1.910	+ 1.980	+ 70	+ 70	+ 140
Espagne . . . . .	1975	- 3.540	+ 2.000	- 1.540	0	- 1.540
	1976	- 4.440	+ 2.610	- 1.830	- 200	- 2.030
Etats-Unis . . . . .	1975	+ 11.700	- 7.050	+ 4.650	+ 30	+ 4.680
	1976	- 600	- 20	- 620	+ 50	- 570
Finlande . . . . .	1975	- 2.180	+ 1.750	- 430	- 10	- 440
	1976	- 1.140	+ 930	- 210	- 10	- 220
France . . . . .	1975	0	+ 5.200	+ 5.200	- 180	+ 5.020
	1976	- 5.710	+ 1.680	- 4.030	+ 520	- 3.510
Grèce <sup>5</sup> . . . . .	1975	- 1.090	+ 630	- 460	.	- 460
	1976	- 1.090	+ 1.040	- 50	.	- 50
Irlande . . . . .	1975	- 70	+ 350	+ 280	- 40	+ 240
	1976	- 340	+ 480	+ 140	+ 80	+ 220
Italie . . . . .	1975	- 650	- 1.370	- 2.020	+ 90	- 1.930
	1976	- 2.860	+ 1.500	- 1.360	+ 350	- 1.010
Japon . . . . .	1975	- 680	- 1.940	- 2.620	- 130	- 2.750
	1976	+ 3.700	- 790	+ 2.910	+ 10	+ 2.920
Norvège . . . . .	1975	- 2.460	+ 2.820	+ 360	- 290	+ 70
	1976	- 3.720	+ 3.580	- 140	+ 310	+ 170
Pays-Bas . . . . .	1975	+ 1.590	- 1.320	+ 270	+ 630	+ 900
	1976	+ 2.370	- 3.620	- 1.250	+ 610	- 640
Portugal <sup>6</sup> . . . . .	1975	- 820	- 190	- 1.010	- 140	- 1.150
	1976	- 1.230	+ 260	- 970	- 50	- 1.020
Royaume-Uni . . . . .	1975	- 3.710	+ 210	- 3.500	+ 100	- 3.400
	1976	- 2.550	- 1.270	- 3.820	+ 90	- 3.730
Suède . . . . .	1975	- 1.630	+ 2.880	+ 1.250	- 280	+ 970
	1976	- 2.470	+ 1.740	- 730	- 70	- 800
Suisse . . . . .	1975	+ 2.590	+ 2.600	+ 5.190	.	+ 5.190
	1976	+ 3.440	- 760	+ 2.680	.	+ 2.680
Turquie . . . . .	1975	- 1.880	+ 240	- 1.640	.	- 1.640
	1976	- 2.000	+ 80	- 1.920	.	- 1.920
Yougoslavie . . . . .	1975	- 1.040	+ 780	- 260	.	- 260
	1976	+ 150	+ 810	+ 960	.	+ 960

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.

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Ecart dû principalement à l'incidence des variations de change et aux différences de couverture statistique. <sup>4</sup> Correspond à la somme des deux dernières colonnes du tableau de la page 96. <sup>5</sup> En partie sur la base des règlements. <sup>6</sup> Balance du Portugal métropolitain à l'égard du reste du monde.



Tandis que le déficit, ordinairement important, des transactions invisibles a baissé légèrement, de \$13,8 milliards à \$13,4 milliards, l'excédent commercial, qui est encore plus élevé, a diminué de \$1,3 milliard pour s'établir à \$16,4 milliards. La croissance de 13½% du volume des exportations n'a pas seulement compensé, et au-delà, le recul de 10½% enregistré en 1975, mais elle a également été supérieure à l'expansion du commerce mondial, ce qui donne à penser que les exportations de l'Allemagne sont restées compétitives. Les ventes de biens de consommation et de produits semi-finis ont connu un vif essor, les marchés les plus actifs à cet égard étant ceux des pays de l'OPEP et de la CEE, sur lesquels la valeur en dollars des exportations allemandes s'est accrue respectivement de 21 et 19%. Du côté des importations, la progression a été encore plus forte, s'élevant à 16½% en volume; si ce développement reflète en partie l'allure assez soutenue de la reprise économique en Allemagne, le rythme d'accroissement des achats à l'étranger, presque triple de celui du PNB en volume, indique une amélioration de la compétitivité des fournisseurs étrangers sur le marché allemand. Les importations de biens d'équipement ont augmenté de 21% en volume, les achats de véhicules à moteur, à l'intérieur de ce secteur, progressant encore plus. Les importations en provenance des Etats-Unis et du Royaume-Uni ont enregistré une forte expansion, de même que celles émanant des économies à planification centralisée et des pays en voie de développement non producteurs de pétrole; dans ce dernier cas, les achats ont porté, entre autres, sur un volume plus important de produits finis, en plus des matières premières habituelles.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les sorties nettes de \$2,3 milliards en 1976 ont été inférieures de \$1,4 milliard au montant correspondant de l'année précédente. Des changements considérables se sont produits dans la structure des courants de capitaux; le plus important concerne le recul accentué des exportations nettes de capitaux à long terme, qui sont passées de \$6,8 milliards en 1975 à pratiquement zéro l'an dernier, par suite de l'entrée en jeu de deux facteurs: d'une part, des achats (en partie spéculatifs) de valeurs allemandes ont entraîné une entrée nette de \$1,5 milliard au titre des opérations de portefeuille, après une sortie nette de \$1,7 milliard en 1975; d'autre part, les exportations nettes de fonds bancaires à long terme ont été ramenées de \$4,6 milliards à \$1,5 milliard. Cette évolution a été compensée, dans une très large mesure, par un renversement de \$5,1 milliards des mouvements nets de capitaux à court terme, qui s'est traduit par une sortie de \$2,1 milliards. Ce changement de sens est dû en grande partie à un retournement des crédits commerciaux. Pour l'ensemble de l'année, la balance générale des paiements de l'Allemagne a enregistré un excédent de \$0,8 milliard, contre moins de \$0,3 milliard en 1975.

De même qu'il avait fléchi entre 1975 et 1976, l'excédent courant de l'Allemagne a encore baissé l'an dernier, passant de \$1,2 milliard à \$0,4 milliard entre le premier et le dernier trimestre, en dépit du maintien, à environ \$4 milliards, des excédents commerciaux trimestriels. Au premier trimestre de 1977, l'excédent commercial ne s'étant pas modifié, le surplus des paiements courants s'est élevé à \$0,8 milliard.

Les transactions courantes en *Belgique-Luxembourg* et en *Suède* se sont détériorées dans les deux cas, de près de \$1 milliard en 1976, accusant des déficits de \$0,3 milliard et \$2,5 milliards respectivement. Pour la Belgique-Luxembourg, l'apparition du déficit a été entièrement imputable aux échanges commerciaux, une amélioration des transactions invisibles compensant en partie cette aggravation. L'entrée nette

de capitaux de \$0,8 milliard en 1975 a fait place à une légère sortie, et la balance générale des paiements s'est renversée, dégageant un solde négatif de \$0,3 milliard au lieu d'un excédent de \$1,5 milliard. L'accroissement du déficit courant de la Suède a été largement imputable à la majoration des paiements nets au titre des transactions invisibles, notamment du revenu des investissements et du tourisme. Bien que les emprunts à long terme se soient maintenus à un niveau proche de celui de l'année précédente (\$2,5 milliards) les sorties nettes au titre des investissements directs, des crédits commerciaux et des remboursements de prêts se sont accrues, de sorte que les afflux nets de capitaux sont tombés, au total, de \$2,9 milliards à \$1,7 milliard. De ce fait, la balance générale des paiements de la Suède s'est fortement dégradée, un excédent de \$1,2 milliard ayant été remplacé par un déficit de \$0,7 milliard.

Parmi les pays industrialisés dont les positions des paiements courants se sont améliorées l'année dernière, le *Japon* a enregistré de loin la progression la plus importante. Sa balance des opérations courantes s'est inversée, à concurrence de \$4,4 milliards, pour faire apparaître un excédent de \$3,7 milliards, le premier qui ait été noté depuis 1972; cette évolution est due au fait qu'un élargissement modéré du déficit de \$6,2 milliards des opérations invisibles a été éclipsé par un doublement de l'excédent commercial (qui a atteint près de \$10 milliards). Grâce à la compétitivité élevée des prix — en moyenne, les prix en dollars des produits exportés, en 1976, étaient toujours inférieurs à ceux pratiqués en 1974 — le volume des exportations a progressé de plus de 23%; les ventes de biens de consommation durables, de machines et de véhicules à d'autres pays industrialisés, notamment aux Etats-Unis, se sont accrues très rapidement durant la première moitié de l'année, pour s'infléchir ensuite au fur et à mesure du ralentissement de la reprise générale de l'activité industrielle. En revanche, les importations, en progression régulière tout au long de 1976, n'ont toutefois augmenté que de 10½% d'une année sur l'autre, et se tenaient toujours sensiblement en dessous des niveaux de 1973.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les sorties nettes (\$0,8 milliard) se sont encore réduites, alors que pendant les trois années précédentes, elles avaient atteint au total plus de \$14 milliards. Les exportations nettes de capitaux à long terme sont passées de \$0,3 milliard à \$1 milliard, grâce à l'accroissement des sorties nettes au titre des investissements directs, des crédits commerciaux et autres prêts; ces mouvements ont été toutefois compensés, et au-delà, par le renversement des flux à court terme, y compris les opérations non identifiées (\$1,7 milliard de sorties en 1975, légères entrées nettes en 1976). De ce fait, la balance générale des paiements, de déficitaire, à raison de \$2,6 milliards, est devenue excédentaire, à concurrence de \$2,9 milliards.

En termes corrigés des variations saisonnières, plus des deux tiers de l'excédent courant, en 1976, ont été enregistrés durant le premier semestre. Mais son fléchissement de \$2,6 milliards à \$1,1 milliard pendant la seconde moitié de l'année a été suivi d'un nouvel essor des exportations, qui a entraîné un excédent courant de \$2 milliards au premier trimestre de 1977.

Le déficit des paiements courants du *Royaume-Uni* s'est établi à \$2,5 milliards, par suite d'une nouvelle réduction de \$1,2 milliard en 1976. En ce qui concerne les échanges commerciaux, la croissance en volume, tant des exportations que des

importations s'est faite plus lentement que dans la plupart des autres pays industrialisés. D'une année sur l'autre, les ventes ont augmenté de 8%, les livraisons à des pays de la CEE et de l'OPEP accusant les progressions les plus importantes. L'accroissement s'est produit en majeure partie pendant la première moitié de l'année, parallèlement à la reprise mondiale; ce rythme ne s'est pas maintenu, toutefois, pendant le second semestre, en dépit de la dépréciation progressive de la livre à partir de mars. Le volume des importations s'est amélioré de tout juste 6%, pour atteindre un niveau à peine supérieur à celui de 1973. Le changement intervenu dans le cycle de constitution des stocks a fortement stimulé les importations de produits industriels, tandis que les achats d'automobiles à l'étranger sont montés en flèche. La production de pétrole a permis de réaliser \$1 milliard d'économies sur les importations, contre seulement \$100 millions en 1975. Toutefois, en raison des achats de biens d'équipement et du coût du service de la dette, les opérations en Mer du Nord ont encore exercé une incidence négative sur les paiements courants, en 1976, bien que vers la fin de l'année le déficit se soit rapidement réduit. Au total, le solde négatif de la balance commerciale a été ramené de \$7,2 milliards à \$6,4 milliards. A la différence des échanges commerciaux, les transactions invisibles ont été nettement favorisées par la baisse de la livre en 1976: l'excédent s'est accru de \$0,4 milliard pour atteindre \$3,9 milliards, étant donné que les recettes nettes supplémentaires au titre du tourisme, du revenu des investissements et des autres services du secteur privé ont été plus fortes que les décaissements du secteur public au titre du service de la dette et des transferts.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le léger afflux net de l'année précédente a fait place à un déficit de \$1,3 milliard. Dans le secteur privé, la détérioration a été assez générale, du fait surtout des opérations de termaillage liées à la faiblesse du sterling. Les entrées nettes au titre des investissements directs et de portefeuille du secteur privé ont fléchi, de \$1,6 milliard à \$0,6 milliard, alors qu'à la rubrique des capitaux nets à court terme, qui comprend les crédits commerciaux et le poste « Erreurs et omissions », \$0,6 milliard d'entrées ont été remplacés par \$0,5 milliard de sorties. En revanche, les mouvements officiels à long terme (à l'exclusion des emprunts effectués par le secteur public dans le cadre du système de couverture du risque de change, qui sont considérés comme un poste de financement) ont fait ressortir un faible excédent en 1976, contre un déficit de plus de \$0,5 milliard en 1975; ce redressement est dû en partie à la reprise des achats de titres d'Etat par des non-résidents du secteur privé vers la fin de l'année. Par suite de la détérioration des mouvements de capitaux, le déficit de la balance générale des paiements s'est encore aggravé, passant de \$3,5 milliards en 1975 à \$3,8 milliards en 1976.

Durant le premier trimestre de 1977, une nouvelle amélioration du solde pétrolier et des opérations invisibles a permis de rétablir l'équilibre des paiements courants extérieurs. Pour l'ensemble du trimestre, les transactions courantes ont encore accusé un déficit de \$0,5 milliard – le volume des exportations corrigé des variations saisonnières marquant une stagnation, tandis que celui des importations progressait de 3%; en fait, ce déficit s'est produit entièrement en janvier. Au mois d'avril, suite à la vive progression des ventes, les transactions courantes extérieures ont fait ressortir un excédent sensible.

Parmi les pays à excédent chronique, la Suisse et les Pays-Bas ont tous deux amélioré de nouveau la situation de leurs paiements courants en 1976. En Suisse,

L'excédent est passé de \$2,6 milliards à \$3,4 milliards, les échanges commerciaux et les opérations invisibles contribuant dans une mesure égale à l'accroissement. L'augmentation de \$0,4 milliard de l'excédent commercial, qui a atteint \$0,6 milliard, a été due en totalité à une amélioration de 5% des termes de l'échange puisque, en dépit de la poursuite de la récession interne, la croissance des importations a été assez rapide (13½% en volume), dépassant celle des exportations (11½%). En ce qui concerne les opérations invisibles, les progrès enregistrés sont, en majeure partie, attribuables à l'accroissement du revenu net des investissements. Pour ce qui est des mouvements de capitaux, la politique d'encouragement des exportations de fonds fut poursuivie avec plus d'ampleur qu'en 1975, les émissions d'obligations étrangères à long terme (nettes de remboursements) et d'effets à moyen terme libellés en francs suisses passant de \$3,5 milliards à \$5,2 milliards. Dans le même temps, les entrées nettes sous d'autres formes – il s'agit surtout des mouvements à court terme ou non identifiés – ont fortement diminué, de sorte que la balance des opérations en capital a changé de sens, étant donné que des entrées nettes de \$2,6 milliards ont fait place à des sorties nettes de \$0,8 milliard. En conséquence, l'excédent de la balance générale des paiements, quoique toujours élevé (\$2,7 milliards) a été réduit de près de moitié par rapport à 1975. Le solde positif des paiements courants des *Pays-Bas* s'est accru de \$0,8 milliard pour atteindre \$2,4 milliards en 1976, grâce à un nouvel accroissement des recettes nettes au titre des opérations invisibles – revenus des investissements et des transactions officielles en particulier – ainsi qu'à une légère amélioration, en volume, des échanges commerciaux. Eu égard aux mouvements de capitaux, les sorties nettes se sont élevées au total à plus de \$3,6 milliards en 1976, soit presque trois fois le chiffre de 1975; le total net des crédits bancaires et autres prêts à long terme consentis à des non-résidents est passé de \$0,7 milliard à \$2,2 milliards, tandis que les sorties nettes au titre des investissements directs et de portefeuille se sont également accélérées. Aussi la balance générale des paiements, qui avait dégagé un excédent de \$0,3 milliard, en 1975, est-elle devenue déficitaire, en 1976, à hauteur de \$1,3 milliard.

Le *Canada* a également enregistré de légers progrès en matière de paiements courants en 1976, bien que le déficit, avec \$4,4 milliards, soit resté important. Grâce à l'expansion de l'activité économique aux Etats-Unis, la balance commerciale s'est améliorée de \$1,8 milliard, pour faire apparaître un excédent de \$1,2 milliard; ce redressement a toutefois été largement compensé par la majoration des paiements au titre du service de la dette et du tourisme. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le *Canada* a attiré un volume considérable de fonds en 1976; les apports nets de capitaux à long terme sont passés de \$4 milliards à \$7,7 milliards et proviennent entièrement de la place de New York et des marchés internationaux. Comme une partie de ces ressources a été réinvestie à court terme à l'étranger, la balance générale des paiements a fait ressortir un excédent de \$0,5 milliard, l'an dernier, contre un déficit de \$1,5 milliard en 1975.

#### **Financement des excédents et des déficits**

*Pays développés.* En 1976, l'excédent monétaire extérieur le plus élevé des pays du Groupe des Dix a été enregistré par le *Japon* (\$2,9 milliards). Les avoirs monétaires officiels nets ont progressé de \$3,5 milliards pour atteindre un niveau légèrement supérieur à \$16 milliards, tandis que l'endettement net des banques à l'égard de l'étranger

s'est encore accru de \$0,6 milliard, s'élevant ainsi à plus de \$14 milliards. L'amélioration dans le secteur monétaire officiel est imputable, et au-delà, aux réserves en dollars, qui se sont renforcées de \$4 milliards; sur ce montant, \$3,5 milliards ont été accumulés pendant les trois premiers trimestres de l'année, par suite d'interventions massives des autorités sur les marchés des changes. Ces interventions étaient en partie liées aux entrées de fonds bancaires, dont le total net a atteint \$1,5 milliard pour le premier semestre. Au dernier trimestre, les interventions officielles n'ont porté que sur un montant net peu élevé, et les réserves en dollars ont progressé de \$0,5 milliard, en raison principalement de la venue à échéance d'autres éléments d'actif à plus long terme. Les avoirs officiels en ces éléments ont fléchi au total de \$0,8 milliard sur l'ensemble de l'année, alors que la position créditrice du Japon à l'égard du FMI s'est renforcée de \$0,5 milliard. Pendant le premier trimestre de 1977, l'excédent monétaire extérieur global de \$0,5 milliard a été dû en entier à un nouvel accroissement des avoirs monétaires officiels nets.

En *Suisse*, l'excédent monétaire extérieur s'est élevé en 1976 à \$2,7 milliards, dont la quasi-totalité est allée grossir les réserves. Si l'on exclut, toutefois, les variations dues aux opérations de swap de fin d'année entre les banques et la Banque nationale suisse, l'augmentation des avoirs monétaires officiels nets ressort à \$1,3 milliard seulement, chiffre identique à celui de l'année précédente. La progression des réserves (abstraction faite des opérations de swap) s'est concentrée sur le premier semestre, pendant lequel les interventions officielles visant à modérer la hausse du franc suisse ont porté sur un total de \$4,3 milliards, dont \$1,5 milliard seulement ont été réacheminés sur le marché, dans le cadre de la conversion obligatoire du produit des émissions étrangères de valeurs mobilières en Suisse. A la suite des mesures adoptées en juin pour lutter contre la constitution de positions spéculatives sur le franc suisse, les autorités sont devenues vendeurs nets de devises; pendant le second semestre, les ventes de dollars à des fins d'exportations de capitaux se sont élevées à \$4,7 milliards, les interventions officielles sur le marché atteignant au total \$3,2 milliards. Après ajustement pour exclure les opérations de fin d'année, les avoirs extérieurs nets des banques commerciales suisses se sont renforcés de \$1,4 milliard en 1976; le troisième trimestre a été marqué par une sortie de fonds bancaires de \$1,9 milliard, mais ce mouvement s'est inversé en grande partie au dernier trimestre. Durant les trois premiers mois de 1977, les avoirs officiels nets ont enregistré une baisse de \$2 milliards, imputable presque entièrement au dénouement de swaps conclus en fin d'année avec les banques.

En *Allemagne*, la position monétaire extérieure globale, qui s'était détériorée de \$0,5 milliard en 1975, a été excédentaire l'an dernier à raison de \$0,8 milliard. Ce modeste surplus s'explique en partie par une forte progression (\$3,5 milliards) des avoirs monétaires officiels nets, sous l'effet essentiellement de \$2,7 milliards d'entrées nettes de capitaux bancaires. Les positions monétaires extérieures des secteurs public et bancaire ont connu au cours de l'année d'importantes fluctuations, en raison des mouvements liés aux perturbations intervenues sur les marchés des changes et de leur atténuation. La crise monétaire du premier trimestre s'est traduite par un renforcement des avoirs officiels nets de \$3,7 milliards, dont \$2,2 milliards ont eu pour contrepartie des entrées de capitaux bancaires; au deuxième trimestre, ces mouvements se sont en partie inversés, et les avoirs nets des autorités ont fléchi de \$1,3 milliard,

**Pays développés: positions monétaires extérieures<sup>1</sup>**

Pays	Fin d'année	Or <sup>2</sup>	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 <sup>3</sup>	
								Avoirs officiels nets	Banques commerciales (chiffres nets)
en millions de dollars EU									
Allemagne fédérale . . . . .	1975	4.965	23.395	3.550	31.910	1.320	33.230	- 1.020	+ 485
	1976	4.965	25.935	4.510	35.410	-1.335	34.075	+ 3.500	- 2.655
Autriche . . . . .	1975	855	3.245	310	4.410	-1.200	3.210	+ 990	- 50
	1976	850	3.005	510	4.365	-2.220	2.145	- 45	- 1.020
Belgique-Luxembourg . . . . .	1975	1.780	2.725	1.415	5.920	- 850	5.070	+ 525	+ 1.035
	1976	1.780	2.155	1.405	5.340	- 330	5.010	- 580	+ 520
Canada . . . . .	1975	900	3.055	1.205	5.160	- 355	4.805	- 510	- 850
	1976	880	2.475	1.505	4.860	680	5.540	- 300	+ 1.035
Danemark . . . . .	1975	75	605	170	850	135	985	- 50	- 280
	1976	75	525	175	775	350	1.125	- 75	+ 215
Espagne . . . . .	1975	600	5.160	- 440	5.320	-2.815	2.505	- 710	- 835
	1976	600	4.240	- 560	4.280	-3.805	475	- 1.040	- 990
Etats-Unis . . . . .	1975	11.600	-80.580 <sup>4</sup>	4.850	-64.430	5.405 <sup>4</sup>	-59.025	- 3.490	+ 8.170
	1976	11.600	-91.530 <sup>4</sup>	6.830	-73.100	13.510 <sup>4</sup>	-59.590	- 8.670	+ 8.105
Finlande . . . . .	1975	35	355	- 5	385	- 630	- 245	0	- 440
	1976	35	355	- 150	240	- 705	- 465	- 145	- 75
France . . . . .	1975	14.135	6.330	1.015	21.480	.	.	+ 3.875 <sup>4</sup>	+ 1.140
	1976	12.840	3.205	1.245	17.290	.	.	- 2.890 <sup>4</sup>	- 620
Grèce . . . . .	1975	150	- 250	- 205	- 305	35	- 270	- 465	+ 5
	1976	150	- 230	- 270	- 350	35	- 315	- 45	0
Irlande . . . . .	1975	20	1.415	95	1.530	- 435	1.095	+ 265	- 25
	1976	20	1.680	135	1.835	- 520	1.315	+ 305	- 85
Italie . . . . .	1975	3.480	-1.645	-2.780	- 945	- 725	-1.670	- 2.505	+ 575
	1976	9.320	- 400	-2.760	6.160	-2.995	3.165	+ 1.265 <sup>4</sup>	- 2.270
Japon . . . . .	1975	865	10.355	1.325	12.545	-13.530	- 985	- 815	- 1.935
	1976	860	13.340	1.865	16.065	-14.125	1.940	+ 3.520	- 595
Norvège . . . . .	1975	40	1.820	235	2.095	- 130	1.965	+ 105	- 35
	1976	40	1.880	390	2.310	- 170	2.140	+ 215	- 40
Pays-Bas . . . . .	1975	2.295	3.335	1.480	7.110	500	7.610	+ 250	+ 645
	1976	2.295	3.470	1.665	7.430	- 460	6.970	+ 320	- 960
Portugal . . . . .	1975	1.135	15	10	1.160	185	1.345	- 1.075	- 75
	1976	1.125	- 865	- 190	70	250	320	- 1.090	+ 65
Royaume-Uni . . . . .	1975	890	-5.585 <sup>7</sup>	1.205	-3.490	.	.	- 3.190	- 215 <sup>8</sup>
	1976	890	-9.600 <sup>7</sup>	-1.320	-10.030	.	.	- 6.540	+ 2.810 <sup>8</sup>
Suède . . . . .	1975	235	2.560	235	3.030	735	3.765	+ 1.335	- 360
	1976	235	1.805	395	2.435	535	2.970	- 595	- 200
Suisse . . . . .	1975	3.515	6.850	95	10.460	9.450	19.910	+ 1.535	+ 3.655
	1976	3.515	9.255	290	13.060	9.525	22.585	+ 2.600	+ 75
Turquie . . . . .	1975	145	-1.230	- 210	-1.295	.	.	- 1.640	.
	1976	145	-2.985	- 370	-3.210	.	.	- 1.915	.
Yougoslavie . . . . .	1975	60	800	- 145	715	.	.	- 265	.
	1976	60	1.980	- 360	1.680	.	.	+ 965	.

<sup>1</sup> Pour la plupart des pays figurant au tableau, les chiffres indiqués ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés. <sup>2</sup> En France, depuis janvier 1975, et en Italie, depuis la fin de 1976, l'or est évalué à des prix dérivés du marché; dans un tiers des pays figurant au tableau, il est évalué à l'ancien prix officiel de \$42,22 l'once, et, dans les autres pays, par l'intermédiaire des DTS, la conversion en dollars étant effectuée aux cours dollar/DTS en vigueur. <sup>3</sup> La somme des deux dernières colonnes est égale au solde global ajusté du tableau de la page 90. <sup>4</sup> Est égal aux avoirs en monnaies convertibles, moins les engagements déclarés par les banques envers des institutions officielles étrangères. <sup>5</sup> 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. <sup>6</sup> Ne comprend pas les modifications dues à la réévaluation du stock d'or. <sup>7</sup> Comprend, en tant qu'engagement, les emprunts en euro-monnaies contractés par l'Etat et les autres emprunts du secteur public dans le cadre du système de couverture du risque de change. <sup>8</sup> Comprend les variations des positions en devises des banques vis-à-vis des non-résidents, de leurs créances et de tous leurs engagements en sterling à l'égard de non-résidents, tant officiels que privés.

tandis que \$1,1 milliard de fonds bancaires quittaient l'Allemagne. Entre juillet et octobre, la recrudescence de la pression à la hausse sur le deutsche mark a entraîné un accroissement de \$2,2 milliards des avoirs officiels nets, qui s'est accompagné d'une entrée de capitaux bancaires de \$1,5 milliard; à la suite du réaligement, en octobre, des taux centraux au sein du bloc de flottement monétaire conjoint, le montant net des avoirs officiels a fléchi de \$1,1 milliard au cours des deux derniers mois de l'année, mais la position nette des banques à l'égard de l'étranger n'a dans l'ensemble pas varié, en raison des entrées de capitaux de fin d'année. Pendant le premier trimestre de 1977, où l'excédent global de la balance des paiements s'est élevé à \$1,2 milliard, les sorties nettes de capitaux bancaires (en partie à la suite du dénouement des opérations de fin d'année) ont atteint \$0,9 milliard. Les avoirs extérieurs nets officiels n'ont donc enregistré qu'une légère augmentation.

Parmi les autres pays du Groupe des Dix, le *Canada* a été le seul dont la position monétaire globale à l'égard de l'étranger ait été excédentaire, à hauteur de \$0,7 milliard. Les avoirs monétaires officiels nets ont diminué de \$0,3 milliard, mais la position nette des banques à l'égard de l'étranger s'est améliorée de \$1 milliard. A l'intérieur du secteur monétaire officiel, la position créditrice du Canada à l'égard du FMI s'est relevée de \$0,3 milliard pendant l'année et les réserves de devises de \$0,2 milliard. Ces dernières se sont renforcées de \$0,6 milliard au premier semestre, puis se sont réduites de \$0,3 milliard au troisième trimestre, lorsque le dollar canadien commença à s'affaiblir; mais l'agitation qui s'est produite sur les marchés des changes, à la suite des élections dans la province de Québec, n'a guère eu d'incidence nette sur les réserves de change au cours du dernier trimestre, les pertes de \$0,8 milliard enregistrées en novembre ayant été presque intégralement compensées en décembre. Durant le premier trimestre de 1977, toutefois, les opérations de soutien de la monnaie canadienne se sont traduites par un prélèvement de \$0,7 milliard sur les réserves.

Parmi les pays du Groupe des Dix qui ont accusé l'an dernier des déficits monétaires extérieurs, le *Royaume-Uni* vient en tête, avec \$3,7 milliards. Il convient d'ajouter à ce chiffre une sortie nette de fonds, par le canal des banques, d'un montant de \$2,8 milliards, presque entièrement imputable à des retraits de balances sterling officielles, de sorte qu'au total les besoins nets de financement extérieur officiel en sterling ont atteint \$6,5 milliards au cours de l'année. Les pays exportateurs de pétrole ont réduit leurs avoirs officiels en sterling de \$2,4 milliards, essentiellement aux deuxième et troisième trimestres. Les autres avoirs officiels en livres sont restés à peu près inchangés, tandis que les avoirs privés ont progressé de près de \$0,5 milliard. Outre les retraits de balances sterling, il est à noter, dans les autres sorties de capitaux qui ont emprunté le canal des banques, une augmentation de \$1,1 milliard des créances en sterling à court terme des banques sur des non-résidents pendant les trois premiers trimestres, mouvement qui ne s'est inversé qu'en partie au cours des trois derniers mois de l'année.

Les pressions sur la livre émanant du déficit de la balance des paiements et des sorties de capitaux bancaires se sont principalement exercées au cours de la période de onze mois allant de janvier à novembre. Pendant cette période, les besoins de financement officiel se sont élevés à \$7 milliards; les réserves ont toutefois diminué de moins de \$0,3 milliard, de sorte que la quasi-totalité des dollars vendus par les autorités sur le marché est venue de diverses formes d'emprunts à l'étranger. L'élément le plus important a été l'emprunt de \$3,1 milliards lancé par les organismes publics,

dans le cadre du système de couverture du risque de change, pour un chiffre presque quadruple de celui de l'année précédente. En outre, le Royaume-Uni a tiré \$2 milliards sur le FMI – dont plus de la moitié au titre de la facilité pétrolière – et \$1,5 milliard sur la facilité stand-by de \$5,3 milliards octroyée en juin par les autorités monétaires du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que par la BRI.

Grâce au regain de confiance dans le sterling qui s'ensuivit, la position monétaire officielle nette s'était améliorée de \$4,2 milliards en avril 1977. Les réserves ont augmenté de \$5 milliards, dont \$0,8 milliard seulement ont eu pour contrepartie un accroissement des engagements officiels. Les nouveaux emprunts effectués auprès du FMI (\$1,2 milliard) et sur le marché des euro-monnaies (\$1,1 milliard) ont été compensés en grande partie par le remboursement du tirage antérieur de \$1,5 milliard sur la facilité accordée par les banques centrales.

La position monétaire extérieure de la *France* s'est également aggravée de façon sensible en 1976, mais, en raison surtout de la réévaluation des avoirs monétaires, la détérioration, avec \$3,5 milliards, a été inférieure au déficit global de la balance des paiements. Le déficit monétaire a été couvert essentiellement par une réduction de \$2,9 milliards des avoirs officiels nets, intervenue intégralement pendant le premier trimestre, avant le retrait du franc du «serpent». Au cours de ces trois mois, les réserves en devises ont fléchi de \$1,6 milliard, et l'on a assisté simultanément à une progression de \$1,5 milliard des engagements liés au soutien du franc au sein du «serpent». En avril, lorsque ces engagements eurent été réglés, les réserves de change ont fléchi de \$1,3 milliard. Pendant le reste de l'année, les avoirs officiels nets n'ont guère varié au total, sauf en juillet et en août, où de nouvelles opérations de soutien du franc ont entraîné un recul de \$0,4 milliard des réserves de change. Le secteur bancaire a enregistré \$0,6 milliard d'entrées nettes dans l'année. Les sorties considérables (\$1,1 milliard) du premier trimestre ont été en partie à l'origine des pressions qui se sont exercées sur les réserves; par la suite, toutefois, les banques ont commencé d'attirer des capitaux étrangers et, pendant le reste de l'année, leurs engagements nets ont atteint près de \$1,8 milliard, qui ont été contractés dans le courant de l'année, dont plus de la moitié au troisième trimestre, lors de la forte tension des taux d'intérêt internes.

Malgré la détérioration accentuée de sa balance des paiements courants, le déficit monétaire extérieur de l'*Italie* a été réduit de moitié en 1976, passant à \$1 milliard. En outre, grâce aux \$2,3 milliards d'entrées nettes de fonds bancaires, la position monétaire officielle nette s'est en fait améliorée de \$1,3 milliard. Au cours de l'année, elle a néanmoins subi de très fortes fluctuations. Durant les cinq premiers mois, pendant lesquels les réserves brutes de change étaient si faibles que les interventions officielles sur le marché ont été suspendues pour six semaines, la détérioration de \$1,8 milliard de la position monétaire officielle nette s'explique, et au-delà, par les emprunts: les autorités ont obtenu un prêt de \$1 milliard de la CEE, procédé à un nouveau tirage de \$0,5 milliard auprès de la Bundesbank au titre de l'accord de prêt de 1974, et prélevé \$0,5 milliard sur la facilité de crédits croisés dont elles bénéficiaient auprès du Système de Réserve fédérale. Juste avant le milieu de l'année, les pressions sur la lire se sont atténuées et, entre juin et août, la position officielle nette s'est améliorée de \$2 milliards, compte tenu du remboursement du tirage effectué antérieurement sur le Système de Réserve fédérale. Après un recul temporaire en septembre, le redressement s'est poursuivi pendant le dernier trimestre, au cours duquel les avoirs



officiels nets ont encore gagné \$1,9 milliard. Bien que les engagements nets des banques n'aient cessé de s'accroître tout au long de l'année, leur augmentation est intervenue principalement au cours des deuxième et quatrième trimestres.

Pendant les trois premiers mois de 1977, le déficit de la balance générale des paiements, soit \$1,8 milliard, a été financé en majeure partie par un endettement supplémentaire de \$1,4 milliard des banques à l'égard de l'étranger. En outre, le fléchissement des avoirs officiels nets aurait été supérieur à \$0,4 milliard, sans les recettes d'un montant identique provenant des opérations entre la Libye et la société Fiat.

En 1976, la position monétaire extérieure nette des *Etats-Unis* s'est légèrement détériorée (de \$0,6 milliard). Les créances nettes à court terme des banques sur les non-résidents ont augmenté de \$8,1 milliards, tandis que les engagements officiels extérieurs nets s'accroissaient de \$8,7 milliards.

Les réserves officielles se sont étoffées de \$2,5 milliards pendant l'année, presque exclusivement en raison de l'amélioration de la position créditrice des *Etats-Unis* à l'égard du FMI. Pour l'année considérée dans son ensemble, les avoirs en devises ont tout juste progressé de \$0,2 milliard, l'accroissement de \$1,3 milliard intervenu pendant le premier semestre, par suite des tirages opérés sur leurs lignes de crédits croisés par le Royaume-Uni, l'Italie et le Mexique, ayant été annulé en grande partie ultérieurement. Les engagements à l'égard des détenteurs officiels étrangers de dollars ont enregistré en revanche une augmentation sensible de \$11,2 milliards, soit presque trois fois plus que l'année précédente. Cette progression a été entièrement le fait de pays d'Asie, Moyen-Orient compris.

Dans le secteur bancaire, les sorties nettes de fonds à court terme, qui se sont produites presque uniquement pendant les premier et dernier trimestres, se sont élevées respectivement à \$2,8 milliards et \$5,3 milliards. Pour l'ensemble de l'année, les créances brutes à court terme des banques sur des non-résidents se sont développées de \$18,8 milliards, ce qui constitue une expansion sensible par rapport au total de \$11,2 milliards enregistré en 1975. Il semble que les prêts accordés l'an dernier aient été acheminés en majeure partie vers le marché des euro-monnaies et les succursales des banques américaines établies dans les centres financiers offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient. En même temps, l'accroissement de \$10,6 milliards des engagements des banques américaines envers des étrangers du secteur non officiel est intervenu pour l'essentiel à l'égard de banques situées dans le reste du monde.

Au cours des trois premiers mois de 1977, la position officielle nette s'est détériorée de \$4,2 milliards. Les avoirs officiels ont progressé de \$0,4 milliard, ce qui correspond en gros à une augmentation des créances des *Etats-Unis* au titre des Accords Généraux d'Emprunt; cette progression a été largement dépassée par l'expansion de \$4,6 milliards des engagements officiels, due au renforcement des réserves en dollars détenues aux *Etats-Unis* par les pays étrangers.

En 1976, la *Suède* et les *Pays-Bas* ont enregistré tous deux une détérioration notable de leur position monétaire extérieure nette, à raison de \$0,8 milliard et de \$0,6 milliard respectivement. Comme en 1975, le chiffre concernant les *Pays-Bas* ne concorde pas avec les données sur la balance des paiements, qui font état d'un déficit global de \$1,3 milliard. Le déficit de la *Suède* a été couvert surtout par un prélèvement sur les réserves en devises, qui ont été réduites de \$0,7 milliard. Au contraire,

celui des Pays-Bas a été financé, et au-delà, par des importations de capitaux bancaires à court terme, qui ont permis de renforcer de \$0,3 milliard les avoirs officiels nets sur l'ensemble de l'année. Pendant le deuxième trimestre, toutefois, par suite de sorties de fonds massives, dont \$0,8 milliard par le canal des banques, les avoirs officiels nets ont baissé de \$1,2 milliard; les afflux nets de fonds bancaires survenus pendant le reste de l'année, soit \$1,8 milliard, se sont accompagnés d'une amélioration de \$1,3 milliard de la position monétaire officielle.

En *Belgique-Luxembourg*, contrastant nettement avec l'évolution notée en 1975, la position monétaire extérieure ne s'est que très peu détériorée l'an dernier. Ce mouvement de faible importance (\$60 millions) recouvre néanmoins des sorties de fonds bancaires à court terme de \$0,5 milliard, qui sont allées de pair avec une réduction légèrement supérieure des avoirs officiels nets. La position officielle nette a évolué de façon très irrégulière d'un trimestre à l'autre, au gré des vicissitudes du franc belge sur les marchés des changes. Les avoirs officiels nets ont été fortement amputés au premier et au troisième trimestre, et ces pertes, de \$1,3 milliard et \$1 milliard respectivement, n'ont été que partiellement compensées pendant le reste de l'année. Les opérations bancaires ont constitué une importante contrepartie de ces mouvements officiels, notamment au cours des neuf premiers mois de l'année, avant que le franc ne commence à se raffermir sensiblement. Durant le quatrième trimestre, les engagements nets des banques ont enregistré une augmentation de \$0,2 milliard, et le mouvement s'est poursuivi au début de 1977. Les avoirs officiels nets se sont accrus en revanche de \$0,9 milliard dans le dernier trimestre, puis de \$0,3 milliard dans les trois premiers mois de cette année.

Dans trois pays développés de moindre importance, l'*Autriche*, le *Portugal* et l'*Espagne*, les positions extérieures nettes se sont fortement détériorées l'an dernier. Dans le cas de l'Autriche, le déficit monétaire de \$1,1 milliard a été presque entièrement couvert par des afflux de capitaux bancaires, mais les découverts monétaires du Portugal et de l'Espagne (\$1,0 milliard et \$2,0 milliards respectivement) ont dû être financés par les autorités, à concurrence d'environ \$1 milliard. En outre, l'endettement net à court terme des banques espagnoles s'est amplifié de \$1 milliard, pour atteindre un total de \$3,8 milliards.

*Pays exportateurs de pétrole.* D'après les estimations, le montant des fonds dont disposaient les pays de l'OPEP en 1976 à des fins d'investissement, soit \$35,3 milliards, n'a guère varié d'une année sur l'autre. Au total, la répartition de ces ressources entre les placements à court et à long terme a été à peu près la même qu'en 1975. À l'intérieur de ces deux grandes catégories, toutefois, la structure des placements identifiables des fonds pétroliers s'est quelque peu modifiée en 1976. Dans la catégorie du court terme, les dépôts en sterling et les avoirs en bons du Trésor au Royaume-Uni ont fléchi de \$2,6 milliards, et les investissements liquides aux Etats-Unis ont moins augmenté qu'en 1975, tandis que le rythme de progression des dépôts en monnaies étrangères au Royaume-Uni et dans les autres pays a été plus rapide. Dans le compartiment à plus long terme, la réduction des prêts aux organismes internationaux et du montant des fonds investis dans le cadre d'accords bilatéraux spéciaux s'explique par l'arrivée à terme de la facilité pétrolière du FMI et par un ralentissement de l'aide de l'OPEP aux autres pays en voie de développement. Les placements en valeurs

**Pays exportateurs de pétrole: répartition des excédents  
à investir (estimations)<sup>1</sup>**

Rubriques	1974	1975	1976
	en milliards de dollars EU		
<b>Dépôts bancaires et placements sur les marchés monétaires:</b>			
dépôts en dollars aux Etats-Unis . . . . .	4,0	0,6	1,6
dépôts en sterling au Royaume-Uni . . . . .	1,7	0,2	— 1,4
dépôts sur les marchés des changes . . . . .	22,8	9,1	12,6
bons du Trésor aux Etats-Unis et au Royaume-Uni . . . . .	8,0	— 0,4	— 2,2
<b>Total . . . . .</b>	<b>36,5</b>	<b>9,5</b>	<b>10,6</b>
<b>Investissements à long terme:</b>			
arrangements bilatéraux spéciaux . . . . .	11,9	12,4	10,3
prêts à des organismes internationaux . . . . .	3,5	4,0	2,0
titres d'Etat aux Etats-Unis et au Royaume-Uni . . . . .	1,1	2,4	4,4
divers <sup>2</sup> . . . . .	4,0	7,4	8,0
<b>Total . . . . .</b>	<b>20,5</b>	<b>26,2</b>	<b>24,7</b>
<b>Total des nouveaux investissements</b>	<b>57,0</b>	<b>35,7</b>	<b>35,3</b>

<sup>1</sup> Source: Banque d'Angleterre. <sup>2</sup> Y compris les investissements effectués aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sous forme de valeurs mobilières à revenu variable et dans l'immobilier, ainsi que les prêts en devises.

mobilières à revenu variable et dans l'immobilier se sont maintenus aux niveaux élevés atteints en 1975, tandis que les achats de fonds d'Etat à plus long terme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sont passés de \$2,4 milliards à \$4,4 milliards.

*Pays en voie de développement non producteurs de pétrole.* La réduction, en 1976, du déficit des paiements courants des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, évaluée à \$12 milliards, a grandement facilité les problèmes de financement de ce groupe. Le déficit de \$20 milliards (compte tenu de \$8 milliards environ de recettes provenant de transferts officiels) a été couvert, et au-delà, par l'aide officielle et d'autres entrées de capitaux de même nature pour un total de \$12 milliards, et par des entrées de capitaux privés d'un montant de \$15 milliards. Les chiffres correspondants pour 1975 s'élevaient respectivement à \$11 milliards et à \$18 milliards. Dans le total des entrées de capitaux privés ont figuré l'an dernier de nouveaux emprunts d'un montant brut de \$18 milliards – soit \$1 milliard à \$2 milliards de plus qu'en 1975 – contractés auprès de banques des pays du Groupe des Dix, de Suisse et de succursales de banques américaines aux Caraïbes et en Extrême-Orient. Au total, les réserves des pays en voie de développement se sont accrues de près de \$11 milliards, et le montant net de leurs tirages sur le FMI de \$1,9 milliard.

**Déséquilibres des paiements courants et processus d'ajustement dans une perspective à plus long terme**

Considérés dans une perspective à plus long terme, les résultats globaux des balances de paiements enregistrés l'an dernier, même s'ils révèlent un certain nombre de changements dans la bonne direction au niveau des paiements courants, n'en montrent pas moins que la physionomie générale des déséquilibres reste à peu près la même que celle observée depuis les relèvements des prix du pétrole en 1973. Le facteur le plus important a été, bien entendu, l'excédent des paiements courants des pays

**Déséquilibres des transactions courantes depuis la crise du pétrole<sup>1</sup>**

Pays et zones	Balances cumulées des paiements courants			
	1971-73	1974-76	1971-73	1974-76
	en milliards de dollars EU		en % du PNB	
<b>Zones développées</b>				
Allemagne fédérale . . . . .	6,0	16,7	0,7	1,3
Etats-Unis . . . . .	0,3	10,6	0	0,2
Suisse . . . . .	0,6	6,2	0,6	3,8
Pays-Bas . . . . .	3,4	6,0	2,4	2,5
UEBL . . . . .	3,1	1,3	2,8	0,7
Japon . . . . .	12,3	- 1,7	1,3	- 0,1
Suède . . . . .	1,7	- 5,0	1,3	- 2,5
Canada . . . . .	- 0,3	- 10,8	- 0,1	- 2,2
France . . . . .	0,1	- 11,6	0	- 1,2
Italie . . . . .	1,8	- 11,6	0,5	- 2,4
Royaume-Uni . . . . .	0,9	- 14,1	0,2	- 2,2
Groupe des Dix et Suisse . . . . .	29,9	- 14,0	0,4	- 0,1
Autres pays . . . . .	- 3,6	- 61,6	- 0,4	- 4,4
<b>Total des zones développées . . . . .</b>	<b>26,3</b>	<b>- 75,6</b>	<b>0,3</b>	<b>- 0,6</b>
<b>OPEP . . . . .</b>	<b>10</b>	<b>145</b>		
<b>Autres zones en voie de développement . . . . .</b>	<b>- 20</b>	<b>- 77</b>		
<b>Economies à planification centralisée<sup>2</sup> . . . . .</b>	<b>1</b>	<b>- 17</b>		

<sup>1</sup> Voir notes du tableau de la page 85.   <sup>2</sup> A l'exclusion des services et transferts.

de l'OPEP, ainsi que le déficit correspondant du reste du monde, directement imputables à ces relèvements. Au cours des trois années de la période 1974-76, l'excédent courant cumulé de l'OPEP a, selon les estimations, atteint un montant de \$145 milliards. Il s'agit là d'un chiffre impressionnant, plus de quatorze fois supérieur au montant correspondant de la période de 1971 à 1973; cependant, par suite de la récession industrielle des années 1974 et 1975, et en raison de la capacité d'absorption relativement vive des pays de l'OPEP, ce montant est sensiblement inférieur à maintes prévisions faites au moment des hausses des prix du pétrole.

Le second facteur qui a joué un rôle de premier plan dans ce domaine, depuis 1973, a été l'aggravation des déséquilibres non pétroliers. Cette constatation est illustrée par le fait que le total des déficits bruts des paiements courants des pays importateurs de pétrole au cours de la période de 1974 à 1976, évalué à \$210 milliards, a de nouveau représenté près d'une fois et demie l'excédent global des pays de l'OPEP; en outre, ce dépassement s'est reflété, dans une très large mesure, dans les excédents courants cumulés (\$41 milliards) d'un groupe de pays industrialisés - UEBL, Allemagne, Pays-Bas, Suisse et Etats-Unis - qui auraient dû, théoriquement, former pour l'essentiel la contrepartie de l'excédent des pays de l'OPEP. Bien qu'il ait enregistré un léger déficit global dans ses paiements courants en 1974, 1975 et 1976, le Japon est, depuis 1976, un membre à part entière du groupe des pays excédentaires.

Les zones déficitaires des pays importateurs de pétrole se répartissent en trois principaux groupes: cinq pays industrialisés importants - Canada, France, Italie, Suède et Royaume-Uni - avec un déficit cumulé de \$53 milliards entre 1974 et 1976, contre un excédent cumulé de \$4 milliards au cours des trois années précédentes;

les autres pays développés, dont le déficit cumulé est passé, entre les deux périodes, de moins de \$4 milliards à près de \$62 milliards; enfin, les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, dont le déficit total s'est élevé de \$20 milliards à \$77 milliards. Au sein de ces différents groupes, ce sont surtout les déficits de l'Italie et du Royaume-Uni — ce dernier pays enregistrant le solde négatif le plus élevé des pays développés — et la situation des pays en voie de développement non producteurs de pétrole qui ont retenu l'attention. Récemment, toutefois, le déficit du Royaume-Uni a été éliminé et celui de l'Italie pourrait disparaître d'ici à la fin de l'année. En ce qui concerne les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, le tableau montre qu'en tant que groupe ils n'ont pas supporté une part disproportionnée du déséquilibre pétrolier; en effet, leur déficit global (\$20 milliards), noté en 1976, n'a probablement pas été très supérieur à celui supporté avant le relèvement des prix du pétrole, si l'on tient compte des changements intervenus dans les niveaux mondiaux des prix et de l'activité économique. La mesure dans laquelle ils ont pu renforcer leurs réserves, au cours de 1976 et depuis le début de cette année, donne une indication de leur situation actuelle.

En revanche, non seulement les pays développés extérieurs au Groupe des Dix ont vu leur déficit global des paiements courants se multiplier par dix-sept entre 1971-73 et 1974-76 — en valeur relative, ce mouvement a été plus important encore que l'accroissement de l'excédent des pays de l'OPEP — mais leur situation d'ensemble n'a révélé jusqu'ici aucun signe d'amélioration.

Quels que soient les aspects positifs de l'évolution récente, la situation générale continue d'être marquée par un déséquilibre sensible non pas uniquement entre les pays de l'OPEP et les pays importateurs de pétrole, mais également au sein de ce dernier groupe. Quelles sont, dans ces conditions, les possibilités de parvenir à un meilleur équilibre et comment devrait s'opérer le processus d'ajustement?

On constate, en se penchant sur ces questions, que la distinction, même atténuée, entre les déséquilibres pétroliers et les déséquilibres non pétroliers reste aussi valable qu'elle l'était en janvier 1974, au moment où le Comité des Vingt soulignait la nécessité pour les pays — dans le cadre de leur action visant à s'opposer aux effets des relèvements des prix du pétrole — de ne pas «adopter de politiques qui ne feraient qu'aggraver les problèmes des autres pays». Aujourd'hui comme alors, les instruments traditionnels de la politique d'ajustement ne sont pas applicables au déséquilibre pétrolier. Celui-ci ne saurait être éliminé par l'application de politiques de régulation de la demande dans les pays importateurs de pétrole, si ce n'est au prix d'une récession d'une gravité extrême. L'appréciation des monnaies des pays de l'OPEP ne modifierait guère non plus le total des recettes en devises de ces pays, ni celui de leurs achats à l'étranger, faute d'industries pouvant concurrencer les produits d'importation. S'il est toujours aussi urgent de poursuivre la mise en œuvre de politiques permettant de réduire la dépendance à l'égard des pays de l'OPEP pour l'approvisionnement en pétrole, l'excédent de ceux-ci, actuellement localisé surtout dans les pays à «faible capacité d'absorption», va continuer d'être fort élevé dans un avenir prévisible, et les déficits correspondants devront donc être financés.

Si l'absence persistante de politiques appropriées de l'énergie constitue, sans nul doute, un manque de détermination politique chez les pays importateurs de pétrole,

plus grave encore a été le défaut de contrôle des déséquilibres dans les paiements sans lien direct avec le pétrole — étant entendu toutefois que les hausses des prix du pétrole ont montré de façon très claire, en particulier dans la zone développée, quels étaient les pays les mieux armés et ceux qui l'étaient le moins pour supporter des chocs de cette ampleur. La nécessité de procéder à un ajustement des déséquilibres non pétroliers est maintenant plus largement admise, mais les opinions diffèrent sur la procédure à suivre.

De ce qui a été dit précédemment, il ressort que les problèmes des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, pris dans leur ensemble, ne sont pas aussi graves qu'on le prétend parfois. Non seulement leur situation s'est moins détériorée que celle des pays déficitaires du monde développé, mais leurs difficultés sont surtout le fait d'un nombre relativement réduit de pays. Au cours de la période 1974-76, cinq pays — Brésil, Mexique, Egypte, Pakistan et Pérou — ont compté pour moitié environ dans le déficit global des paiements courants (\$77 milliards) des pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Il importe donc que certains pays accomplissent un effort d'ajustement important, tout en évitant de faire apparaître dans le futur de nouveaux déficits excessifs. Quant au rôle des mouvements des taux de change dans les pays en voie de développement, il faut se rappeler que, dans nombre d'entre eux, il n'y a que peu de possibilités, sauf à plus long terme, de substitution aux importations ou de transfert des facteurs de production des secteurs internes vers les secteurs internationaux de l'économie. La dépréciation des taux de change aura donc une efficacité limitée dans le rétablissement de l'équilibre extérieur. Quoi qu'il en soit, ces pays devront éviter, ou corriger, la surévaluation de leurs taux de change, s'ils veulent maintenir leurs déficits dans des limites tolérables.

Les problèmes les plus importants en matière d'ajustement des déséquilibres non pétroliers se situent toutefois dans les pays développés, et c'est donc parmi eux que les principales controverses sur le processus d'ajustement sont apparues. A cet égard, on a beaucoup parlé de la nécessité d'un ajustement symétrique entre pays excédentaires et pays déficitaires, ces derniers insistant pour que l'action soit entreprise par les premiers. Certains estiment notamment que la poursuite de politiques internes plus expansionnistes par les principaux pays excédentaires non seulement favoriserait l'ajustement, mais constituerait, en outre, la méthode la plus appropriée pour remédier à la situation actuelle de l'économie mondiale, pour l'heure assez languissante en général. En outre, ces pays sont instamment invités à exercer une action plus directe sur leurs excédents de paiements en laissant s'apprécier leurs monnaies.

A la thèse de la régulation de la demande, les pays les plus largement excédentaires ont, en fait, objecté que leurs taux actuels de croissance étaient, somme toute, satisfaisants, mais que, si leurs économies devaient manifester de nouveaux signes d'un ralentissement d'activité, ils prendraient les mesures qui s'imposent. En attendant, ils ne sont pas disposés à courir le risque de perdre le bénéfice de résultats laborieusement acquis dans la lutte contre l'inflation pour obtenir un petit supplément de croissance. A l'appui de leurs vues, il convient d'ajouter qu'il importe aujourd'hui plus que jamais que certains pays continuent de montrer par leur exemple que l'application de politiques monétaires et budgétaires saines peut contenir et maîtriser l'inflation.

En ce qui concerne la thèse des taux de change, il apparaît que l'évolution survenue dans les pays excédentaires en 1976 et au début de 1977 est allée, grosso modo, dans

le sens de l'objectif poursuivi, à savoir d'une meilleure répartition du déficit de l'OCDE. Les taux de change effectifs du deutsche mark, du franc suisse et du yen se sont tous appréciés, tout comme ceux du franc belge et du florin. Autrement dit, les pays excédentaires ont, effectivement, laissé monter leurs taux de change – encore que les autorités helvétiques aient décidé d'enrayer la hausse du franc suisse au milieu de 1976; en dehors de cela, il ne semble pas raisonnable de demander aux pays excédentaires de pousser leurs monnaies à la hausse; aussi bien, pareille tentative serait-elle, de leur part, dépourvu de réalisme. En outre, étant donné que l'appréciation des taux de change s'est révélée très utile pour aider à juguler l'inflation, elle peut ne pas contribuer, d'elle-même, à améliorer l'équilibre des paiements internationaux, pas très rapidement tout au moins.

Pour diverses raisons, la responsabilité de prendre l'initiative d'un ajustement incombe donc essentiellement aux pays déficitaires. Dans l'intérêt de la stabilité, tant nationale qu'internationale, il est essentiel qu'il en soit ainsi – et, de toute façon, il n'existe aucun moyen d'obliger les pays excédentaires à faire le premier pas. Toutefois, cette conclusion en amène d'autres qui concernent tant les pays excédentaires que ceux qui sont déficitaires. D'abord, les pays excédentaires doivent être prêts à accepter les conséquences que produira sur leurs balances des paiements l'application de mesures d'ajustement efficaces par les pays déficitaires. Ensuite, la correction des déficits très importants accusés à l'heure actuelle par certains pays demandera du temps, et il serait peu avisé, quelles que soient les erreurs commises par le passé, de forcer l'allure maintenant. De surcroît, le financement devra être assuré tout au long de ce processus relativement long de l'ajustement. Enfin, un tel financement devrait, en harmonie avec les objectifs précédents, garantir, dans la mesure du possible, la réalisation effective de cet ajustement. Les implications de ces conclusions au niveau de l'approvisionnement futur en liquidité internationale sont reprises dans le Chapitre VII du Rapport.

## VI. LES MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

En raison de l'importance des besoins de financement des balances de paiements, de la faiblesse de la demande de crédit interne et de l'abondance des ressources nouvelles, les marchés financiers internationaux ont connu une fois encore, en 1976, une expansion considérable. La vigueur de l'activité ne s'est pas démentie, tant dans le domaine des opérations bancaires que sur le marché des obligations, puisque ces deux secteurs ont fourni au total un volume net de près de \$95 milliards de nouveaux crédits.

Si l'on considère le secteur des opérations bancaires internationales sur la base la plus large pour laquelle on dispose de données statistiques, les créances extérieures brutes des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que celles des succursales des banques américaines des centres offshore de la zone des Caraïbes et d'Extrême-Orient, se sont accrues de \$105 milliards, soit de 24%, pour atteindre \$548 milliards. Les dépôts successifs entre banques déclarantes entreraient pour quelque \$35 milliards dans cet accroissement. Si l'on exclut cet important élément de duplications d'écritures, on peut donc estimer que le montant total net des nouveaux prêts bancaires internationaux est passé de \$40 milliards à \$70 milliards entre 1975 et 1976. La majeure partie de cette progression est constituée de loin par des créances vis-à-vis de pays extérieurs au Groupe des Dix et aux centres offshore, qui ont augmenté de \$53 milliards pour s'établir à \$202 milliards, alors qu'elles s'étaient étoffées de \$34 milliards en 1975.

Tout comme en 1975, le secteur le plus dynamique des opérations bancaires internationales a été celui des prêts consentis à l'étranger par les banques américaines par l'intermédiaire de leurs succursales établies dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient: les avoirs extérieurs de ces succursales ont enregistré un accroissement de \$24 milliards, soit de 47%. En outre, les créances directes sur l'étranger de banques sises aux Etats-Unis ont progressé de \$21 milliards, soit de 35%; sur ce dernier total, \$11,5 milliards ont toutefois transité par les centres offshore et se trouvent par conséquent déjà inclus, pour une large part, dans les chiffres précités relatifs aux succursales offshore des banques américaines.

Bien que moins rapide, l'expansion dans les centres européens, c'est-à-dire dans les pays européens du Groupe des Dix et en Suisse, a néanmoins été très vigoureuse. Les créances extérieures, tant en monnaie nationale qu'en devises, des banques établies dans ces pays ont augmenté de \$55,7 milliards, soit de 19%. Si cette progression est supérieure à celle enregistrée en 1975 (\$50,5 milliards), il convient de noter que les chiffres de ces deux années ont été fortement influencés par l'évolution des taux de change. En 1975, l'affaiblissement de la plupart des monnaies européennes vis-à-vis du dollar s'était traduit par une réduction de la valeur en dollars des positions des banques libellées dans ces monnaies, tandis qu'en 1976 le nouvel accès de faiblesse du dollar a produit l'effet inverse. Si l'on élimine l'incidence de ces variations de change, la croissance des créances extérieures des banques européennes déclarantes s'est ralentie, passant de \$58 milliards en 1975 à \$46,5 milliards en 1976, soit de 24 à 16%.



**Prêts sur les marchés internationaux (estimations).  
Variations des créances des banques sur l'étranger en monnaie  
nationale et en monnaies étrangères et des émissions  
d'obligations internationales**

Prêteurs	Variations				Encours 1976
	1973	1974	1975	1976	
	en milliards de dollars EU				
Banques situées dans les pays européens du Groupe des Dix . . . . .	+ 62,2	+ 35,0	+ 50,5	+ 55,7	353,0
<i>dont : en monnaies étrangères (euro-marché)</i>	+ 56,8	+ 26,8	+ 43,0	+ 47,2	305,3
Banques situées au Canada et au Japon . . . . .	+ 5,4	+ 5,1	- 0,3	+ 5,0	39,2
Banques situées aux Etats-Unis . . . . .	+ 6,0	+ 19,5	+ 13,5	+ 20,8	80,6
Succursales de banques américaines situées dans les centres offshore <sup>1</sup> . . . . .	+ 14,1	+ 12,6	+ 15,0	+ 23,8	74,9
<b>Total (ensemble des banques déclarantes)</b>	<b>+ 87,7</b>	<b>+ 72,2</b>	<b>+ 78,7</b>	<b>+ 105,3</b>	<b>547,7</b>
moins: duplications d'écritures attribuables aux dépôts successifs entre banques déclara- ntes . . . . .	.	.	38,7	35,3	217,7
<b>A = Nouveaux prêts bancaires internationaux (chiffres nets)<sup>2</sup> . . . . .</b>	.	.	<b>40,0</b>	<b>70,0</b>	<b>330,0</b>
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères . . . . .	9,9	12,3	22,0	32,9	.
moins: amortissements et rachats . . . . .	.	.	3,5 <sup>3</sup>	4,4 <sup>3</sup>	.
<b>B = Nouveaux financements sous forme d'obliga- tions internationales (chiffres nets) . . . . .</b>	.	.	<b>18,5</b>	<b>28,5</b>	.
<b>A+B = Montant total des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations</b>	.	.	<b>58,5</b>	<b>98,5</b>	.
moins: duplications d'écritures <sup>4</sup> . . . . .	.	.	1,5 <sup>3</sup>	3,5 <sup>3</sup>	.
<b>Montant total net des nouveaux finance- ments sous forme de prêts bancaires et d'obligations . . . . .</b>	.	.	<b>57,0</b>	<b>95,0</b>	.

<sup>1</sup> Bahamas, Îles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour. <sup>2</sup> En plus des créances directes sur les utilisateurs finaux, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, des créances sur des banques sises à l'extérieur de la zone déclarante, c'est-à-dire en dehors des centres financiers et des centres offshore, considérant que ces banques «périphériques» n'emprunteront pas, dans la plupart des cas, les fonds à des banques situées dans les centres financiers en vue de les redéposer simplement auprès d'autres banques de ces mêmes centres; deuxièmement, des créances sur des banques à l'intérieur de la zone déclarante, dans la mesure où ces banques convertissent les fonds en monnaie nationale et/ou les utilisent pour octroyer directement des prêts en devises à des clients nationaux; troisièmement, une grande partie des créances en devises sur des banques établies dans le pays d'émission de la devise concernée, par exemple des créances en dollars de banques londoniennes sur des banques situées aux Etats-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins nationales et non pour les reprêter à d'autres banques de la zone déclarante; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et d'autres postes semblables. S'il est impossible d'exclure dans ces estimations tout élément de duplications d'écritures, il convient de noter, par ailleurs, que les statistiques comportent des lacunes et que les chiffres disponibles présentement ne couvrent pas l'ensemble des prêts bancaires internationaux. <sup>3</sup> Ces chiffres sont fondés sur des évaluations très approximatives et sont donnés ici à titre essentiellement indicatif. Mais bien que les marges d'erreurs soient importantes par rapport aux montants considérés, elles ne modifient sans doute pas de façon significative le chiffre avancé pour le montant total net des nouveaux financements internationaux. <sup>4</sup> Obligations souscrites par les banques déclarantes, dans la mesure où elles figurent dans les statistiques bancaires comme créances sur des non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes, dans le but surtout d'étayer leurs activités de crédit internationales.

En ce qui concerne la composante euro-monnaies de ces prêts, l'accroissement des créances extérieures en devises des banques européennes déclarantes s'est élevé, en 1975 et en 1976, respectivement à \$43 milliards et à \$47 milliards. Déduction faite de l'incidence des variations de change, on constate un ralentissement, de \$47,5 milliards

à \$41,5 milliards. Si l'on veut obtenir une estimation plus précise du total net des nouveaux crédits en euro-monnaies acheminés par les banques européennes déclarantes, il importe toutefois d'ajuster ces chiffres en fonction d'un certain nombre de facteurs: nécessité d'exclure les dépôts successifs entre banques déclarantes, pour éviter des duplications d'écritures; nécessité de tenir compte également des prêts bancaires en devises accordés à des clients du secteur national non bancaire, ainsi que de la conversion en monnaie nationale opérée par ces clients sur des ressources en devises. Les différences dans ces domaines, en ce qui concerne notamment les octrois de prêts en devises assez considérables à des clients du secteur national non bancaire, ont eu pour effet de faire paraître l'expansion nette de l'euro-marché, en 1976, plus rapide que ne l'indiquerait l'accroissement des créances extérieures brutes des banques européennes déclarantes. Aussi peut-on considérer que la croissance nette de l'euro-marché, dans sa définition étroite, s'est accélérée de \$28 milliards en 1975 à \$42 milliards, ou de \$31 milliards environ à \$37 milliards, si l'on élimine l'incidence des variations de change. Le montant total net des encours de crédits en euro-monnaies à la fin de 1976 peut être estimé à environ \$247 milliards.

Si la poursuite de l'expansion des prêts bancaires internationaux, en 1976, n'était peut-être pas absolument inattendue, les résultats enregistrés par le marché des obligations internationales se sont révélés bien souvent supérieurs aux prévisions les plus optimistes, formulées en début d'année. Le volume d'émission s'est accru de près de 50% pour atteindre \$32,9 milliards, dépassant ainsi de plus de trois fois son niveau de 1973. Pour pouvoir comparer ce chiffre aux données concernant les prêts bancaires internationaux, il importe toutefois de tenir compte des amortissements de titres en circulation et des rachats. Inversement, la croissance des créances sur l'étranger des banques déclarantes inclut aussi, sans aucun doute, l'acquisition d'obligations internationales; en outre, les banques ont elles-mêmes emprunté sur le marché des obligations internationales. Après avoir dûment tenu compte de ces facteurs, il suffit peut-être d'ajouter quelque \$25 milliards à l'expansion de \$70 milliards du crédit bancaire pour obtenir une estimation du volume net total des fonds canalisés par les marchés financiers internationaux en 1976.

Le chiffre net de \$95 milliards ainsi obtenu pour les nouveaux prêts internationaux peut sembler élevé, même si l'on se réfère au montant total d'environ \$70 milliards des déficits des paiements courants des divers pays. Bien qu'un certain lien, assez lâche, existe entre ces deux grandeurs, elles ne sont pas rigoureusement comparables. D'un côté, des emprunts substantiels ont été contractés à l'étranger, en 1976, par des résidents de pays excédentaires, tels que l'Allemagne et certains pays membres de l'OECE. En même temps, des flux importants de capitaux se sont dirigés vers les marchés internationaux en provenance de pays déficitaires, tant et si bien que les besoins de financement extérieur de plusieurs pays ont été supérieurs à leur déficit des transactions courantes. Enfin, dans maints pays, les emprunts extérieurs ont dépassé les besoins de financement, d'où un renforcement notable des réserves officielles, qui furent investies à leur tour en partie sur les marchés internationaux. Il convient de remarquer, toutefois, que les marchés internationaux ne constituent pas la seule source de financement des balances de paiements; en plus d'un volume considérable d'emprunts officiels, les déséquilibres des paiements courants ont été corrigés, dans une certaine mesure, grâce au recours à d'autres sources de capitaux.

### Principaux facteurs ayant influencé les marchés internationaux

Du fait du nouvel accroissement de l'excédent combiné des pays de l'OPEP, la scène monétaire internationale a encore été dominée, en 1976, par d'importants déséquilibres dans les paiements courants. Par suite de l'ampleur de leur besoin de financement en matière de balances de paiements, de nombreux pays importateurs de pétrole ont été amenés à aménager leurs politiques de taux d'intérêt et de change, de façon à encourager les résidents à contracter des emprunts à l'étranger; en outre, des organismes du secteur public lui-même et des institutions supranationales (agissant pour le compte des pays déficitaires) ont recouru massivement au crédit sur les marchés financiers internationaux.

Non seulement la persistance du grave déséquilibre pétrolier, mais aussi sa redistribution entre les divers groupes de pays importateurs de pétrole, ont contribué à alimenter la demande de crédits sur les marchés internationaux. Les pays dont la balance des paiements courants s'est fortement détériorée ou dont la position extérieure est demeurée extrêmement précaire – en l'occurrence, un certain nombre de pays développés tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du Groupe des Dix – ont eu tendance à intensifier leur recours aux emprunts étrangers; dans le même temps, un certain nombre de pays, dont la balance des opérations courantes s'était améliorée en 1976, ont profité des conditions favorables du marché pour reconstituer leurs réserves brutes, qui avaient fléchi au cours des deux années précédentes par rapport au volume de leurs transactions internationales. C'était le cas, en particulier, des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, qui ont renforcé leurs réserves, à concurrence d'un montant correspondant pratiquement à la diminution (\$12 milliards) de leur déficit combiné des paiements courants (voir Chapitre VII).

De plus, la progression de l'excédent combiné des pays de l'OPEP n'a pas été uniformément répartie entre les pays exportateurs de pétrole. Certains de ces pays «à forte capacité d'absorption» ont considérablement accru leurs emprunts sur le marché international, d'où une accélération sensible des nouveaux prêts aux pays membres de l'OPEP au cours de 1976. Eu égard à l'amélioration du solde global de leurs transactions courantes, les pays de l'Europe de l'Est constituent le seul groupe important dont le montant cumulé des nouveaux emprunts ait fléchi; en dépit de ce fléchissement, le volume des ressources collectées par ces pays demeure très substantiel.

En dehors de ces emprunts de grande envergure, liés directement ou indirectement à des considérations de balances de paiements, le recours aux marchés internationaux en 1976 s'explique par plusieurs autres facteurs. Craignant que les déficits budgétaires élevés, conjoncturels ou structurels, ne provoquent des effets de saturation ou d'éviction sur les marchés financiers nationaux, les secteurs publics de divers pays se sont adressés aux marchés étrangers. Même dans des pays qui n'avaient pas durci leur politique monétaire pour des raisons de balances de paiements, le secteur privé a recouru aux emprunts extérieurs en raison de la modicité du coût du crédit international. Enfin, le marché international a continué d'être sollicité pour assurer le financement de vastes projets d'investissement.

Etant donné que les taux d'intérêt ont suivi étroitement – avec même une légère tendance à la baisse – l'évolution des taux en vigueur sur les marchés nationaux, les marchés internationaux ont paru satisfaire aisément les demandes massives qui leur

ont été adressées en 1976. L'abondance de ressources disponibles pour l'octroi de prêts tient à plusieurs raisons. Malgré la reprise de l'activité économique, la position de liquidité des banques est restée aisée, principalement dans les pays où la politique monétaire n'était pas entravée par un déficit de la balance des paiements. Comme l'essor des investissements nationaux s'est fait attendre, les banques ont compensé la faiblesse de la demande interne privée de crédits par un développement de leur activité en matière de prêts internationaux. On peut penser que les banques américaines et leurs filiales sises à l'étranger sont à l'origine, pour plus de la moitié, du volume total des prêts bancaires internationaux en 1976. De plus, le potentiel de crédits internationaux des banques allemandes et suisses s'est trouvé renforcé par l'incidence positive exercée par l'appréciation du mark et du franc suisse sur la valeur en dollars de leurs capitaux propres.

Aux fonds émanant de pays excédentaires sont venus s'ajouter parfois des capitaux fébriles transférés, pour des raisons politiques ou économiques, par des pays aux prises avec un affaiblissement de leur balance des paiements. Le renforcement des barrières visant à enrayer l'entrée de capitaux en Suisse a favorisé l'acheminement de ces fonds vers les marchés internationaux, d'où ils ont été reprêtés en partie à leur pays d'origine.

En plus de l'accroissement de l'excédent des pays de l'OPEP lui-même, le facteur confiance explique également, dans une certaine mesure, l'augmentation sensible des apports de capitaux pétroliers sur le marché international. Par suite notamment de conversions de livres sterling, l'expansion des dépôts identifiés, effectués par les pays de l'OPEP sur l'euro-marché, s'est fortement accélérée, et il est certain que les bailleurs de fonds de l'OPEP ont étendu leur rôle sur le marché des obligations internationales.

Enfin, pour la première fois depuis 1973, on peut dire que le déficit même de la balance des paiements américaine a contribué à fournir des disponibilités au marché international. Les exportations nettes de capitaux des Etats-Unis, y compris les prêts substantiels accordés l'année dernière à l'étranger par le système bancaire américain, ayant dépassé le montant des apports de capitaux des pays de l'OPEP, et la balance américaine des paiements courants étant en déficit, les avoirs officiels en dollars des pays importateurs de pétrole ont également enregistré une progression appréciable en 1976. Comme un certain nombre de ces pays placent habituellement une grande partie de leurs suppléments de réserves hors des Etats-Unis, l'offre de capitaux sur les marchés internationaux a aussi été stimulée par des dépôts officiels provenant de pays importateurs de pétrole, notamment de certains pays en voie de développement. Vu que la balance américaine des paiements courants est actuellement nettement déficitaire, cette source de capitaux ne se tarira vraisemblablement pas de sitôt, à moins d'un relèvement marqué des taux d'intérêt américains et d'une recrudescence de la demande de crédits bancaires de l'économie américaine.

Sous l'effet conjugué de l'abondance des apports de capitaux nationaux et internationaux et de la faiblesse de la demande de crédits émanant de clients nationaux, les banques se sont trouvées, à certains égards, en présence d'un marché favorable aux acheteurs, en ce qui concerne les financements internationaux. Les emprunteurs potentiels n'ont certes pas manqué; mais, étant donné que le gros de la demande provenait de pays à faibles balances de paiements et à hauts niveaux d'endettement vis-à-vis de

l'étranger, les emprunteurs de première classe étaient rares. En outre, les difficultés rencontrées par certains pays en voie de développement pour faire face à leurs obligations au titre du service de la dette ont encore accru la sélectivité des banques. Aussi les emprunteurs considérés comme étant de première classe ont-ils été sollicités de toutes parts et ont-ils subséquemment réussi à faire varier les conditions de prêts en leur faveur. L'écart par rapport au taux interbancaire à Londres (LIBOR) appliqué par les banques à leur encontre s'est rétréci, passant d'environ  $1\frac{3}{8}\%$  en 1975 à un peu moins de 1% au début de 1977, tandis que, parallèlement, le volume moyen des prêts accordés s'est sensiblement accru. D'un autre côté, dans les pays à fort endettement extérieur, qui n'avaient que peu d'espoir de voir se produire une amélioration de leur balance des paiements, les emprunteurs trouvaient de plus en plus difficilement des concours financiers sur les marchés internationaux et devaient, en tout état de cause, se soumettre à des conditions de prêts beaucoup plus sévères qu'en 1975.

### La question des risques

L'engagement considérable des banques au cours des dernières années dans le financement international, et, en particulier, dans l'octroi de prêts aux pays en voie de développement a constitué, somme toute, un facteur de stabilisation de l'économie mondiale. Il appelle cependant deux questions essentielles: comment les prêts bancaires affectent-ils le fonctionnement du processus d'ajustement international? Les risques supportés par les banques sont-ils devenus excessifs? Etant donné la forte accélération du crédit bancaire, l'année passée, et son accroissement potentiel – rien ne laissant prévoir un ralentissement de la demande de financement des déficits – ces deux questions méritent que l'on s'y arrête. La première est traitée dans le chapitre suivant; seul le problème «sécurité» est examiné ici.

Il importe de souligner à cet égard que nous sommes en présence non pas d'une, mais de *deux* évolutions parallèles en matière de crédit bancaire international. L'une, décrite plus avant, est l'expansion purement quantitative des créances internationales. L'autre concerne la profonde modification qui s'est opérée dans la structure des risques: les crédits aux entreprises privées ont été progressivement remplacés par des prêts consentis à des établissements du secteur public ou assortis de la garantie du pays emprunteur. Ce second développement a peut-être amélioré la qualité des crédits accordés par les banques en réduisant la part des risques commerciaux; mais que dire de l'augmentation correspondante des risques par pays ou risques de «souveraineté»?

D'aucuns estiment que cette modification dans la structure des risques internationaux supportés par les banques a exercé une incidence suffisamment bénéfique pour compenser le danger potentiel né de l'accroissement sensible du volume global des engagements internationaux. Le risque de souveraineté, toujours selon cette thèse, est finalement beaucoup moins dangereux que le risque commercial. Il tient à ce qu'un pays peut se trouver dans l'impossibilité d'assurer le service de ses dettes, en raison du déficit de sa balance des paiements; en d'autres termes, à ce que les emprunteurs officiels et privés de ce pays peuvent être dans l'incapacité d'obtenir les devises dont ils ont besoin pour payer les intérêts et rembourser le capital. Un autre danger peut naître du fait que, pour des raisons politiques, un gouvernement interrompt

le service de ses propres dettes et de celles d'autres résidents aux établissements bancaires ou autres bailleurs de fonds étrangers. Mais, alors que les entreprises privées sont mises en liquidation en cas de faillite, un pays cessera difficilement d'exister par suite de son insolvabilité extérieure. Il est donc moins probable que les créances soient annulées purement et simplement; le problème se poserait plutôt sous la forme d'une «illiquidité» temporaire ou d'un gel des créances. En bref, le danger réside dans le réaménagement des échéances ou dans un moratoire plutôt que dans une faillite.

Certes, cet argument, assez plausible, est corroboré par les expériences de plusieurs années de pratique bancaire: les pertes encourues sur des prêts internationaux octroyés à des institutions officielles ou bénéficiant de la garantie de pays souverains ont été beaucoup plus réduites que celles résultant de prêts nationaux ou de crédits étrangers consentis à des emprunteurs privés. Mais ce n'est pas tout: les risques par pays confèrent *effectivement*, à plusieurs égards, une nouvelle dimension aux opérations bancaires privées.

D'abord, les compétences requises pour évaluer ces risques sont totalement différentes de celles auxquelles il est fait appel pour estimer la capacité financière d'une entreprise individuelle. Il est nécessaire d'apprécier l'ensemble de la situation économique et politique d'un pays et de rapporter les données sur le montant et la structure de son endettement extérieur à un certain nombre de chiffres macro-économiques, tels que les recettes en devises actuelles et escomptées. Si toutes les banques possèdent une expérience de longue date dans l'estimation des risques commerciaux, ce genre d'évaluation a fait découvrir à la plupart d'entre elles un domaine nouveau. Un certain nombre de très grandes banques ont rapidement et efficacement relevé le défi, mais il est permis de se demander si d'autres — de moyenne, voire de grande importance — sont réellement en mesure d'y faire face.

En second lieu, même si les banques acquièrent les compétences nécessaires dans ce nouveau champ d'activité, il se peut qu'elles rencontrent des difficultés pour obtenir des pays débiteurs les renseignements appropriés. Une telle éventualité peut se produire du fait que les pays débiteurs eux-mêmes sont mal outillés pour leur fournir ces données, ou parce que la concurrence aiguë qui prévaut dans le domaine des prêts bancaires internationaux risque d'affaiblir la capacité de négociation des prêteurs et de se traduire, non seulement par une réduction des marges bénéficiaires, mais également par une baisse de la valeur des informations.

Ensuite, étant donné qu'un risque par pays peut porter sur toute une gamme de crédits octroyés à des emprunteurs individuels résidant dans ce pays, l'importance de l'enjeu sera très souvent considérable, même pour les très grandes banques, et pourra être excessive pour celles qui le sont moins. Qui plus est, ce pays aura vraisemblablement contracté aussi des emprunts auprès d'autres banques; de sorte que, si un pays venait à suspendre les versements de ces intérêts même temporairement ou, pis encore, à conclure un moratoire en bonne et due forme, toute une série de banques pourraient s'en trouver simultanément affectées, ce qui serait susceptible de déclencher ainsi une réaction en chaîne.

Enfin et surtout, il ne faut pas perdre de vue que, la croissance des prêts bancaires internationaux étant beaucoup plus rapide que celle du crédit interne, la structure du bilan et du compte de profits et pertes de nombreuses banques s'est

rapidement modifiée au cours de ces dernières années. En soi, pareil changement n'est pas forcément dangereux, à condition que l'organisation des banques, tout spécialement en matière de contrôle et de surveillance interne, soit adaptée en conséquence. On peut toujours redouter que la logistique ne puisse pas suivre l'accélération soudaine de la croissance commerciale au rythme voulu.

La solution à ces problèmes n'est pas dans une initiative visant à imposer d'autorité, d'une façon ou d'une autre, une surveillance bancaire internationale. Une telle approche n'est ni réaliste, ni même probablement souhaitable. Pour ce qui est de la surveillance nationale, la méthode adoptée se différenciera évidemment d'un pays à l'autre, selon les traditions et l'ampleur des problèmes posés. Mais des progrès pourraient être réalisés à l'échelon international en orientant les efforts dans deux directions. D'une part, en améliorant l'information sur les pays emprunteurs mise à la disposition des bailleurs de fonds: il existe certainement des moyens d'atteindre cet objectif, non seulement en publiant davantage de statistiques, mais également en encourageant les détenteurs de capitaux à rechercher — et les emprunteurs à fournir — de meilleurs chiffres, chaque fois que de nouveaux crédits internationaux viennent à être négociés. Comme d'autre part, pour assurer un fonctionnement sans à-coups de l'économie internationale, il est hautement souhaitable que les banques continuent à participer au financement des balances de paiements, et puisqu'il en sera vraisemblablement ainsi, il y a place pour une plus grande coopération entre les banques et les institutions internationales. En d'autres termes, les organisations internationales devraient prendre une part plus grande dans les prêts *futurs*. Une telle participation devrait également contribuer à améliorer le fonctionnement du processus d'ajustement, comme cela est souligné dans le Chapitre VII.

#### **Evolution du marché des euro-monnaies (dans sa définition étroite)**

En 1976, le marché des euro-monnaies a de nouveau fait la preuve de son aptitude à prospérer, quelle que soit la physionomie de la conjoncture. Sa croissance, dont le rythme était demeuré soutenu en 1975, alors que la récession était à son paroxysme, s'est poursuivie en 1976, première année de la reprise. Les avoirs extérieurs bruts des banques des huit pays européens déclarants ont progressé de \$47,2 milliards pour s'établir à \$305,3 milliards, et leurs engagements se sont accrus de \$52 milliards, pour atteindre \$310,7 milliards, le taux d'expansion du marché ayant une forte tendance à s'accélérer au cours de l'année. L'élargissement de \$4,8 milliards de leur position extérieure débitrice nette est le résultat net de leurs prêts en monnaies étrangères à des résidents et traduit une recrudescence de la demande de fonds en euro-monnaies au sein de la zone déclarante elle-même.

Comme à l'accoutumée, le plus clair de l'expansion s'est produit dans le compartiment dollar du marché, les avoirs et engagements des banques en cette monnaie progressant respectivement de \$33,8 milliards et \$40,5 milliards, soit de 18 et 21%. La valeur en dollars des avoirs et engagements des banques en d'autres monnaies étrangères s'est élevée de \$13,4 milliards (20%) et de \$11,4 milliards (16%), mais, comme il est indiqué en page 106, ces augmentations ont été dues en grande partie à l'influence des variations de change, et, notamment, à la nouvelle appréciation du deutsche mark et du franc suisse par rapport au dollar. Malgré cette incidence, la

**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									
	<b>Avoirs</b>								
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	60.970	11.850	17.880 <sup>1</sup>	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 <sup>2</sup>	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 <sup>3</sup>	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	2.080	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
1976 mars	188.990	42.000	72.250	20.970	44.130	16.140	2.420	2.500	2.320
juin	195.990	44.720	70.620	20.780	41.060	17.180	2.310	2.470	2.360
septembre	201.720	46.670	76.160	22.430	45.120	17.590	2.490	3.000	2.360
décembre	224.020	50.820	81.300	22.690	48.680	17.930	2.150	3.780	2.570
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>positions à l'égard des résidents</i>									
1975 décembre	66.540	17.410	22.820	6.580					
1976 mars	67.020	17.670	23.940	6.690					
juin	66.320	17.970	23.270	6.740					
septembre	67.200	19.460	24.830	7.300					
décembre	74.740	21.330	26.920	7.560					
<b>Engagements</b>									
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	15.590 <sup>1</sup>	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 <sup>2</sup>	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 <sup>3</sup>	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	3.620	3.600
septembre	170.990	22.150	67.650	7.220	38.710	14.760	3.280	3.740	3.330
décembre	189.470	24.280	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
1976 mars	189.330	25.310	70.940	7.690	40.330	15.010	3.780	3.630	3.420
juin	196.140	26.250	69.740	8.000	38.160	15.790	3.730	3.620	3.160
septembre	203.300	27.630	74.680	8.500	41.540	15.960	3.920	3.580	3.100
décembre	230.040	29.550	80.610	8.970	47.230	15.880	3.980	3.530	3.220
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>positions à l'égard des résidents</i>									
1975 décembre	58.170	9.400	19.760	3.210					
1976 mars	58.760	9.650	21.060	3.620					
juin	57.720	9.560	20.630	3.820					
septembre	54.300	9.970	26.040	4.520					
décembre	64.060	10.660	23.710	4.290					

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Comprend certaines positions à long terme non déclarées précédemment par quelques-unes des banques, ainsi que diverses modifications de détail dans la couverture statistique.



part du dollar dans le total des encours en euro-monnaies s'est pratiquement maintenue sans changement à 73%, celles du deutsche mark et du franc suisse restant stables à 16 et 6% respectivement.

Même si l'on ne tient pas compte des variations de change, l'évolution des positions brutes et nettes des banques dans les divers pays a été très fortement influencée par les marchés des changes. C'est ainsi que pendant la période d'agitation monétaire du premier trimestre, les banques ont sensiblement renforcé leur position créditrice nette en deutsche marks et élargi leur position débitrice nette en sterling. Sur l'ensemble de l'année, toutefois, seules les positions nettes en francs suisses et en florins ont fortement augmenté. Les avoirs nets en francs suisses des banques sont passés de \$0,1 milliard à \$2 milliards, essentiellement lorsque la monnaie helvétique fut soumise, pendant le premier semestre, à une forte pression à la hausse sur les marchés des changes. La position nette des banques en florins s'est retournée progressivement, \$1,4 milliard d'engagements faisant place à \$0,3 milliard d'avoirs, malgré une interruption momentanée dans cette évolution au deuxième trimestre, lorsque le florin fut lui-même l'objet d'attaques sur les marchés. L'amélioration des positions nettes des banques en monnaies fortes ne signifie pas nécessairement, cela va sans dire, que les banques elles-mêmes aient pris des positions à découvert; elle tient plus probablement aux achats qu'elles ont effectués au comptant, en couverture de ventes à terme de ces monnaies à leur clientèle.

En ce qui concerne la part prise par les divers centres dans l'expansion du marché, les banques du Royaume-Uni ont représenté, avec \$19,8 milliards, environ 42% de la progression des avoirs en euro-monnaies. Comme en 1975, ce pourcentage est légèrement inférieur à celui de leur part du marché. Deux raisons principales expliquent, semble-t-il, le rôle plus modeste de la place de Londres, même au sein de la zone européenne déclarante; d'une part, les nouvelles opérations internationales des banques américaines ont été davantage concentrées sur New York et la zone des Caraïbes; d'autre part, la capacité de prêt des banques britanniques pour leurs opérations en euro-monnaies s'est contractée du fait que la dépréciation du sterling a affecté la valeur en dollars de leurs capitaux propres.

Les banques situées en Belgique-Luxembourg et en France – les deux principaux centres continentaux de l'euro-marché – ont enregistré une assez vive expansion de leurs activités en euro-monnaies. Leurs avoirs extérieurs en monnaies étrangères ont progressé respectivement de \$10,4 milliards et \$9 milliards, et leur part du marché est passée de 15% à environ 16% dans les deux cas. La position extérieure nette des banques françaises, précédemment créditrice à hauteur de \$0,9 milliard, est devenue débitrice à concurrence de \$0,7 milliard. Cette entrée de capitaux de \$1,6 milliard, qui a certainement contribué à financer le déficit massif des transactions courantes de la France, a résulté en grande partie de l'aménagement de la politique des taux d'intérêt en fonction des nécessités de la balance des paiements.

En raison des incertitudes économiques et politiques de la situation en Italie, le fléchissement des avoirs extérieurs des banques en monnaies étrangères s'est poursuivi en 1976, bien qu'une partie du terrain perdu ait été regagnée au second semestre. Aussi la part des banques italiennes dans le marché, qui avait atteint 14% il y a quelques années, a-t-elle continué de s'amenuiser, passant de 6 à 4%. Comme les engagements extérieurs des banques n'ont pas varié, l'équilibre approximatif de leur position

**Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale  
et en monnaies étrangères, des banques situées dans les divers  
pays déclarants, aux Etats-Unis, dans la zone des Caraïbes  
et en Extrême-Orient**

			1974	1975	1976			
			dé- cembre	dé- cembre	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Monnaie nationale . .	14.210	21.010	21.580	21.440	22.030	25.900
		Monnaies étrangères	8.360	10.640	10.240	10.940	12.000	14.330
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	11.250	13.620	15.280	13.970	15.040	17.380
		Monnaies étrangères	7.680	9.310	9.130	9.620	10.820	13.730
Belgique- Luxembourg	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.650	1.720	1.790	1.880	2.290	2.440
		Monnaies étrangères	32.210	39.070	40.900	40.680	45.230	49.420
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	2.800	2.650	2.540	2.840	2.840	3.350
		Monnaies étrangères	31.280	37.860	39.220	39.220	43.580	47.530
France	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.080	1.180	1.160	1.170	1.400	1.450
		Monnaies étrangères	31.820	39.020	40.200	40.730	42.580	47.990
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	3.680	4.370	3.670	3.880	3.920	3.810
		Monnaies étrangères	32.510	38.110	38.820	39.650	42.520	48.860
Italie	Avoirs	Monnaie nationale . .	600	440	380	450	340	260
		Monnaies étrangères	12.510	14.980	10.720	9.020	9.470	12.290
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.330	1.620	1.360	1.670	1.410	1.420
		Monnaies étrangères	13.610	15.040	11.340	10.560	11.260	14.950
Pays-Bas	Avoirs	Monnaie nationale . .	2.670	3.460	3.650	3.940	4.170	4.170
		Monnaies étrangères	13.350	17.350	17.460	19.170	19.350	22.000
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	2.070	2.150	2.640	3.140	3.730	4.080
		Monnaies étrangères	12.600	16.370	16.040	16.730	16.850	19.580
Royaume-Uni	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.850	1.700	1.770	1.920	1.980	1.800
		Monnaies étrangères	102.560	118.240	121.000	125.020	127.640	138.000
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	9.530	9.240	8.680	7.310	7.090	7.130
		Monnaies étrangères	111.490	128.210	131.220	135.220	137.890	148.620
Suède	Avoirs	Monnaie nationale . .	430	570	700	730	970	810
		Monnaies étrangères	2.060	2.570	2.840	2.750	2.760	2.920
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	510	580	520	590	690	670
		Monnaies étrangères	1.040	1.750	2.060	2.150	2.150	2.290
Suisse	Avoirs	Monnaie nationale . .	9.160	9.070 <sup>1</sup>	9.760	10.400	11.090	10.870
		Monnaies étrangères	12.300	16.260	17.880	18.300	18.850	18.370
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	8.510	4.630 <sup>1</sup>	4.850	4.890	4.880	5.060
		Monnaies étrangères	10.560	12.020	12.440	12.730	12.910	15.290
<b>Total</b>	Avoirs	Monnaie nationale . .	31.650	39.150	40.790	41.930	44.270	47.700
		Monnaies étrangères	215.170	258.130	261.240	266.610	277.880	305.320
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	39.380	38.860	39.540	38.290	39.600	42.900
		Monnaies étrangères	220.770	258.670	260.270	265.880	277.980	310.650
Canada	Avoirs	Monnaie nationale . .	410	460	470	500	470	460
		Monnaies étrangères	13.540	13.390	14.720	15.210	16.930	17.070
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.610	2.010	2.110	2.090	1.920	1.960
		Monnaies étrangères	11.730	12.070	12.830	13.480	13.900	14.620
Etats-Unis	Avoirs	Monnaie nationale . .	44.960	58.330	61.940	66.460	69.720	78.770
		Monnaies étrangères	1.280	1.440	1.480	1.720	1.800	1.790
	Engage- ments	Monnaie nationale <sup>2</sup>	59.630	58.180	58.440	61.980	63.110	69.840
		Monnaies étrangères	770	560	570	690	710	750
Japon	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.370	1.530	1.690	1.820	1.900	2.080
		Monnaies étrangères	19.240	18.830	19.590	19.210	19.910	19.560
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	870	1.480	1.960	2.080	1.890	1.880
		Monnaies étrangères	24.080	25.210	26.740	27.140	27.860	27.160
Zone des Caraïbes et Extrême- Orient <sup>3</sup>	Avoirs	Monnaies étrangères <sup>4</sup>	33.230	51.090	57.870	63.850	67.960	74.930
		Engage- ments	33.230	50.960	58.090	64.610	68.830	74.080

<sup>1</sup> Rupture de série due à une modification de la couverture. <sup>2</sup> A l'exclusion des bons du Trésor américain et des certificats conservés en dépôt pour le compte de non-résidents. <sup>3</sup> Les chiffres de 1974 concernent les succursales de banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans et à Panama; les données relatives à 1975 et à 1976 concernent également les succursales de banques américaines à Hong Kong et à Singapour. <sup>4</sup> Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

**Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants, dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient**

			1974	1975	1976			
			dé- cembre	dé- cembre	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
			en millions de dollars EU					
Allemagne fédérale	Avoirs	Dollars EU . . . . .	6.140	7.700	7.260	7.470	8.480	10.570
		Autres monn. étrang..	2.220	2.940	2.980	3.470	3.520	3.760
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	6.160	7.400	7.340	7.550	8.510	11.290
		Autres monn. étrang..	1.520	1.910	1.790	2.070	2.310	2.440
Belgique- Luxembourg	Avoirs	Dollars EU . . . . .	15.210	18.670	20.200	20.700	22.080	25.020
		Autres monn. étrang..	17.000	20.400	20.700	19.980	23.150	24.400
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	13.350	17.960	18.990	19.040	20.950	22.950
		Autres monn. étrang..	17.930	19.900	20.230	20.180	22.630	24.580
France	Avoirs	Dollars EU . . . . .	24.210	29.690	29.110	30.540	31.640	36.180
		Autres monn. étrang..	7.610	9.330	11.090	10.190	10.940	11.810
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	22.650	27.000	26.890	28.130	30.230	36.050
		Autres monn. étrang..	9.860	11.110	11.930	11.520	12.290	12.610
Italie	Avoirs	Dollars EU . . . . .	9.770	12.100	8.170	6.890	6.930	9.590
		Autres monn. étrang..	2.740	2.860	2.550	2.130	2.540	2.700
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	10.440	11.830	8.680	8.060	8.430	11.660
		Autres monn. étrang..	3.170	3.210	2.660	2.500	2.830	3.290
Pays-Bas	Avoirs	Dollars EU . . . . .	7.960	10.400	10.740	12.190	12.170	13.920
		Autres monn. étrang..	5.390	6.950	6.720	6.980	7.180	6.080
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	6.280	10.670	10.500	11.260	11.090	12.390
		Autres monn. étrang..	6.320	5.700	5.540	5.470	5.760	7.190
Royaume-Uni	Avoirs	Dollars EU . . . . .	82.690	96.940	97.460	101.920	103.760	112.580
		Autres monn. étrang..	19.870	21.300	23.540	23.100	23.880	25.420
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	88.840	104.170	106.290	111.010	112.920	122.480
		Autres monn. étrang..	22.650	24.040	24.930	24.210	24.970	26.140
Suède	Avoirs	Dollars EU . . . . .	1.320	1.790	1.920	1.850	1.940	2.040
		Autres monn. étrang..	740	780	920	900	820	880
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	560	1.020	1.210	1.280	1.320	1.420
		Autres monn. étrang..	480	730	850	870	830	870
Suisse	Avoirs	Dollars EU . . . . .	8.930	12.890	14.130	14.430	14.720	14.120
		Autres monn. étrang..	3.370	3.370	3.750	3.870	4.130	4.250
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	8.150	9.420	9.430	9.810	9.850	11.800
		Autres monn. étrang..	2.410	2.600	3.010	2.920	3.060	3.490
Total	Avoirs	Dollars EU . . . . .	156.230	190.180	188.990	195.990	201.720	224.020
		Autres monn. étrang..	58.940	67.950	72.250	70.620	76.160	81.300
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	156.430	189.470	189.330	196.140	203.300	230.040
		Autres monn. étrang..	64.340	69.200	70.940	69.740	74.680	80.610
Canada	Avoirs	Dollars EU . . . . .	12.700	12.640	13.970	14.330	16.030	16.120
		Autres monn. étrang..	840	750	750	880	900	950
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	11.090	11.560	12.340	12.890	13.310	13.980
		Autres monn. étrang..	640	510	490	590	590	640
Japon	Avoirs	Dollars EU . . . . .	17.150	16.960	17.780	17.380	18.010	17.530
		Autres monn. étrang..	2.090	1.870	1.810	1.830	1.900	2.030
	Engage- ments	Dollars EU . . . . .	22.960	24.340	25.730	26.200	26.920	26.200
		Autres monn. étrang..	1.120	870	1.010	940	940	960
Zone des Caraïbes et Extrême- Orient <sup>1</sup>	Avoirs	Autres monn. étrang. <sup>2</sup>	33.230	51.090	57.870	63.860	67.960	74.930
	Engage- ments	Autres monn. étrang. <sup>2</sup>	33.230	50.960	58.090	64.610	68.830	74.080

<sup>1</sup> Les chiffres de 1974 concernent les succursales de banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans et à Panama; les données relatives à 1975 et à 1976 concernent également les succursales de banques américaines à Hong Kong et à Singapour. <sup>2</sup> Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

nette a fait place à une position débitrice de \$2,7 milliards, par suite du fléchissement des avoirs. Ces apports de capitaux bancaires, ajoutés aux emprunts considérables du secteur public, ont non seulement permis à l'Italie de compenser son déficit courant, mais aussi de renforcer sensiblement ses réserves officielles. Les entrées de capitaux sont essentiellement dues à l'application de deux séries de mesures: d'une part, les nouvelles dispositions imposant aux résidents italiens de financer en devises empruntées le règlement anticipé des importations tout comme le produit différé des exportations, d'autre part, le plafonnement des crédits bancaires en liras. De ce fait, les prêts en devises des banques italiennes aux résidents sont montés en flèche, passant de \$1,4 milliard à \$3,8 milliards, mouvement qui s'est poursuivi pendant le premier trimestre de 1977.

L'examen des chiffres des pays à excédents courants élevés permet de constater qu'en Allemagne, les banques ont vu leurs opérations en euro-monnaies progresser rapidement, avec un accroissement de \$3,7 milliards, soit 35%, de leurs avoirs extérieurs en monnaies étrangères. Elles ont, en outre, renforcé de \$4,9 milliards leurs avoirs extérieurs en monnaie nationale. Contrairement aux années précédentes, toutefois, leur activité d'intermédiaires semble avoir pris le pas sur leur rôle de fournisseurs nets de fonds au marché international. Sous l'effet de la forte expansion de leurs engagements à l'égard de non-résidents, leur position extérieure créditrice nette (en monnaie nationale et en monnaies étrangères) après s'être hissée, en 1975, de \$3,6 milliards à \$8,7 milliards, n'a plus avancé que de \$0,4 milliard. De même, les banques opérant en Suisse, largement exportatrices nettes de fonds en 1975, n'ont enregistré qu'un léger progrès (de \$0,2 milliard) de leurs créances nettes sur l'étranger, qui ont ainsi atteint \$8,9 milliards. Ces chiffres ne comprennent pas, toutefois, les capitaux acheminés par les banques suisses vers le marché international sous forme de fonds fiduciaires. Alors que les positions extérieures nettes en monnaies étrangères des banques situées en Allemagne et en Suisse ont effectivement fléchi — évolution liée sans aucun doute à la fermeté du deutsche mark et du franc suisse sur les marchés des changes — celle des banques néerlandaises est demeurée créditrice, passant de \$1,0 milliard à \$2,4 milliards. Cette sortie de capitaux s'est produite en majeure partie au deuxième trimestre, lorsque les pressions à la baisse du florin se sont intensifiées sur le marché des changes. D'autre part, la position extérieure nette des banques néerlandaises en monnaie nationale est tombée de \$1,3 milliard à \$0,1 milliard au cours de l'année.

Après déduction des duplications d'écritures, on peut estimer que le volume total des encours d'euro-crédits dans les centres européens déclarants est passé de \$205 milliards à \$247 milliards en 1976, augmentant ainsi d'environ 20%. Du côté des utilisateurs, les pays européens de la zone déclarante ont sensiblement intensifié leur recours au marché, absorbant \$12 milliards d'euro-monnaies en 1976, contre \$1,5 milliard environ en 1975. La progression de quelque \$8 milliards des créances directes sur le secteur non bancaire est surtout imputable à de nouveaux crédits en euro-monnaies accordés à des résidents par les banques en Italie, au Royaume-Uni et en Suisse, pour des montants de \$2,4 milliards, \$1,1 milliard et \$0,6 milliard respectivement, ainsi qu'à de nouveaux prêts, d'un montant de \$1,5 milliard, consentis à des résidents allemands du secteur non bancaire par des banques opérant hors d'Allemagne.

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

En fin de mois	Zone européenne déclarante		Etats-Unis	Canada et Japon	Autres pays développés	Europe de l'Est <sup>1</sup>	Centres financiers offshore <sup>2</sup>	Pays exportateurs de pétrole <sup>3</sup>	Pays en voie de développement	Non attribué <sup>4</sup>	Total
	Total <sup>1</sup>	dont secteur non bancaire <sup>5</sup>									
en milliards de dollars EU											
<b>Emplois</b>											
1973 déc.	49,0	29,5	13,5	12,7	14,7	7,4	18,7	3,3	11,0	1,7	132,0
1974 déc.	61,5	41,3	18,2	18,2	20,4	10,1	26,7	3,5	15,7	2,7	177,0
1975 mars	64,3	44,3	15,4	20,1	21,7	12,2	29,4	3,8	15,8	3,3	186,0
juin	63,6	45,0	16,1	20,2	24,3	12,8	30,5	4,3	16,8	3,4	192,0
sept.	62,1	43,2	16,7	21,2	23,9	13,8	33,0	4,8	17,5	3,0	196,0
déc.	63,0	43,6	16,6	20,2	25,8	15,9	35,5	5,3	19,5	3,2	205,0
1976 mars	65,0	44,4	16,1	22,4	26,3	17,4	34,9	6,0	19,9	3,0	211,0
juin	64,4	45,1	16,9	22,6	27,8	18,5	38,0	6,9	21,3	2,6	219,0
sept.	68,2	48,3	17,7	22,9	30,1	19,6	38,3	8,1	22,5	2,6	230,0
déc.	75,1	51,5	18,3	21,6	33,0	20,8	40,7	9,6	24,7	3,2	247,0
<b>Origine</b>											
1973 déc.	50,8	27,5	9,5	9,8	17,7	3,7	12,5	10,0	14,6	3,4	132,0
1974 déc.	67,8	36,2	11,9	8,7	18,5	5,1	17,8	29,1	15,5	2,6	177,0
1975 mars	73,0	37,8	12,5	8,8	17,8	4,5	18,2	31,8	16,1	3,3	186,0
juin	75,7	36,5	13,3	8,1	18,3	3,8	21,3	32,5	16,1	2,9	192,0
sept.	77,3	38,0	14,3	8,9	19,4	4,5	20,5	32,3	15,5	3,3	196,0
déc.	79,5	38,5	15,4	8,3	19,9	5,4	21,8	34,6	16,2	3,9	205,0
1976 mars	82,0	40,0	15,0	9,0	20,6	5,0	24,1	34,4	16,5	4,4	211,0
juin	81,2	41,0	17,4	9,8	19,3	5,2	26,8	37,4	17,1	4,8	219,0
sept.	84,3	42,7	17,4	10,0	20,6	5,3	27,0	41,1	18,9	5,4	230,0
déc.	87,6	44,7	18,8	10,5	21,3	6,4	30,1	45,2	21,3	5,8	247,0

<sup>1</sup> 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). <sup>2</sup> Dans la rubrique «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. <sup>3</sup> Non compris les positions des banques situées en République fédérale d'Allemagne à l'égard de la République démocratique allemande. <sup>4</sup> Antilles britanniques et néerlandaises, Bahamas, Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour. <sup>5</sup> Algérie, Arabie Saoudite, Bahreïn, Brunei, Emirats arabes unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad et Tobago, Venezuela. <sup>6</sup> Y compris les positions à l'égard des institutions internationales.

En dehors de la zone européenne déclarante, les créances sur les Etats-Unis se sont accrues de \$1,7 milliard l'an dernier, après avoir fléchi presque du même montant en 1975; l'augmentation des créances sur le secteur bancaire américain a été plus forte que cette progression, tandis que les créances sur le secteur non bancaire sont revenues de \$4,2 milliards à \$3,7 milliards. Les créances sur le Canada ont enregistré une évolution analogue, progressant de \$1 milliard l'an dernier, après avoir régressé de \$0,4 milliard en 1975. Les créances sur le Japon – qui représentent essentiellement des prêts au secteur bancaire japonais – ont encore progressé de \$1,9 milliard au premier trimestre de 1976, après une expansion de \$2,4 milliards en 1975. Durant le reste de l'année, toutefois, elles ont diminué de \$1,5 milliard, en liaison avec le renforcement de la situation des paiements extérieurs du Japon. On constate enfin que les banques européennes déclarantes ont réduit leurs acheminements de fonds vers les centres offshore (\$5,2 milliards en 1976 contre \$8,9 milliards en 1975).

L'activité de prêts des banques européennes déclarantes aux pays extérieurs au Groupe des Dix est demeurée intense. L'octroi de nouveaux crédits s'est accéléré

à l'égard des «Autres pays développés» (\$5,4 milliards en 1975 et \$7,2 milliards l'année dernière) des pays exportateurs de pétrole (\$1,8 milliard et \$4,3 milliards) et des pays en voie de développement non producteurs de pétrole (\$3,8 milliards et \$5,2 milliards). Les nouveaux crédits à l'Europe de l'Est ont un peu moins progressé qu'en 1975, à savoir de \$4,9 milliards, mais ce chiffre correspond encore à un taux d'expansion supérieur à 30%, de sorte que le total des encours a doublé par rapport aux chiffres enregistrés deux ans auparavant. En outre, il n'est pas sans intérêt de noter qu'à la fin de 1976 les créances de l'euro-marché sur l'Europe de l'Est n'étaient inférieures que de 16% au total des créances sur les pays en voie de développement.

En ce qui concerne l'origine de ses ressources, le marché a connu, en particulier, une forte accélération des entrées de capitaux en provenance des pays exportateurs de pétrole. Après avoir progressé de \$5,5 milliards en 1975, les nouveaux dépôts identifiés effectués par ces pays ont augmenté l'an dernier de \$10,6 milliards. Alors que les années précédentes Londres avait reçu plus de 75% des dépôts en euro-monnaies des pays de l'OPEP, en 1976, près de la moitié des nouveaux placements ont été déposés sur les places financières du continent européen. La majorité des fonds pétroliers a alimenté le compartiment dollar de l'euro-marché, tandis que l'accroissement des autres dépôts, qui a principalement bénéficié au secteur de l'euro-deutsche mark, n'a été que de \$1,4 milliard.

Un autre trait caractéristique de l'évolution des ressources a été la recrudescence des apports des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, dont le volume est passé de \$0,7 milliard en 1975 à \$5,1 milliards, soit presque autant que l'augmentation des créances des banques sur ces pays. Aussi, contrairement aux années précédentes, les pays en voie de développement considérés dans leur ensemble n'ont-ils pas été d'importants emprunteurs nets de fonds sur l'euro-marché en 1976.

Les pays extra-européens du Groupe des Dix et les centres bancaires offshore ont aussi développé sensiblement l'approvisionnement de l'euro-marché en nouveaux fonds (\$7,1 milliards en 1975 et \$14 milliards environ l'année dernière); cette évolution est probablement liée à la reprise de la demande de fonds en euro-monnaies au sein de la zone européenne déclarante. Quant aux nouvelles ressources fournies au marché par cette zone elle-même, leur montant s'est ralenti, passant d'environ \$12 milliards en 1975 à approximativement \$8 milliards. Les dépôts directs du secteur non bancaire ont été plus importants, mais, contrairement à ce qui s'est passé en 1975, les banques déclarantes elles-mêmes n'ont pas été de gros fournisseurs de nouveaux fonds à l'euro-marché.

#### **Total des prêts bancaires internationaux**

Les tableaux des pages 122, 123 et 124 fournissent une présentation large de l'activité des banques en tant qu'intermédiaires financiers internationaux. Ils indiquent le montant total des avoirs et engagements extérieurs des banques des pays du Groupe des Dix et des succursales à l'étranger des banques américaines situées dans certains centres financiers offshore à l'égard des divers pays et groupes de pays. Comme il était déjà indiqué dans le Rapport annuel de l'année passée, les positions enregistrées par rapport aux pays du Groupe des Dix et aux divers centres offshore sont fortement influencées par le rôle joué par ces pays en tant que centres financiers, mais elles ne

renseignent que peu sur leur importance en tant que prêteurs ou emprunteurs de fonds sur le marché international. De ce point de vue, l'intérêt des tableaux réside essentiellement dans l'information qu'ils fournissent sur les positions des banques déclarantes à l'égard des pays qui ne sont pas eux-mêmes des centres financiers internationaux. De plus, il convient de noter que ces chiffres portent non seulement sur les positions à long et à court terme, mais aussi sur les positions à l'égard des secteurs bancaire et non bancaire. On peut toutefois supposer que la plupart de ces capitaux, même à court terme, prêtés aux banques sises dans des pays qui ne sont pas des centres financiers internationaux, sont utilisés par ces banques à des fins de prêts nationaux, même s'il n'est pas exclu qu'un certain volume ait été reprêté à des pays tiers.

Il faut signaler, en outre, que les chiffres mentionnés ci-après sur les positions des banques à l'égard des divers pays seront légèrement plus importants que ceux qui figurent dans le tableau des pages 122 et 123, étant donné qu'on a tenté ici de répartir les montants résiduels indiqués pour les diverses zones géographiques.

Ainsi qu'il apparaît dans le tableau de la page 124, on peut estimer l'accroissement des créances des banques déclarantes sur les pays en voie de développement non producteurs de pétrole (à l'exclusion des centres offshore) à \$18 milliards, contre environ \$16-17 milliards en 1975; elles atteignent ainsi \$81 milliards. 29% seulement des prêts octroyés en 1976 sont à mettre au compte de l'euro-marché dans sa définition étroite; 44% ont été fournis par les succursales des banques américaines situées dans les centres offshore, et 19% correspondent à des capitaux prêtés directement par les Etats-Unis. Etant donné que les filiales et les succursales des banques américaines participent également très activement à l'euro-marché, il est permis de penser que les banques américaines et leurs établissements à l'étranger ont fourni à elles seules plus des deux tiers des nouveaux crédits octroyés en 1976 aux pays en voie de développement. En ce qui concerne la répartition géographique des crédits, l'Amérique latine a reçu pour sa part \$13,9 milliards, soit 78%, cependant que les créances des banques déclarantes sur les pays en voie de développement non producteurs de pétrole du Moyen-Orient et des groupes «Autres pays d'Asie» et «Autres pays d'Afrique» augmentaient seulement de \$1,1 milliard, \$1,8 milliard et \$1,1 milliard respectivement. En Amérique latine, les emprunteurs les plus importants ont été de loin le Brésil et le Mexique; ils ont absorbé respectivement \$6,5 milliards et \$5 milliards environ (y compris leur part estimée dans le poste «Résiduel») et, à la fin de l'année, entraînent pour plus de 50% dans les créances des banques déclarantes sur les pays en voie de développement non producteurs de pétrole. En Asie, les plus gros demandeurs ont été la Corée du Sud et les Philippines, qui ont reçu environ \$0,6 milliard dans chaque cas.

Plus surprenante peut-être que la forte extension, en 1976, des prêts des banques déclarantes aux pays en voie de développement est la vigoureuse augmentation de leurs engagements envers ce même groupe de pays. Alors que ces engagements ne s'étaient accrus que d'environ \$3 milliards en 1975, on estime qu'ils sont passés de \$37 milliards à \$50 milliards en 1976. 40% de ces \$13 milliards supplémentaires ont été déposés sur l'euro-marché (dans sa définition étroite) 25% environ auprès des banques sises aux Etats-Unis et le même pourcentage auprès de leurs succursales situées dans les centres offshore. Un volume important de ces capitaux, en particulier ceux déposés aux Etats-Unis et sur l'euro-marché, correspond, à n'en pas douter, à des réserves officielles que les pays en voie de développement ont constituées, grâce surtout aux

**Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales étrangères des banques américaines situées dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient<sup>1</sup>**

en millions de dollars EU  
à fin décembre 1976

Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs
<b>Groupe des Dix</b>			<b>Zone des Caraïbes</b>		
Allemagne (RFA) HCJU	22.325	28.338	Antilles britanniques	599	332
Belgique-Luxembourg HCJU	22.283	27.765	Antilles néerlandaises U	1.711	1.421
France HCJU	30.986	27.000	Bahamas JU	16.656	34.682
Italie HCJU	10.206	16.749	Barbade	37	646
Pays-Bas HCJU	18.604	13.240	Bermudes J	3.300	893
Royaume-Uni HCJU	75.074	62.134	Cuba JU	84	1.007
Suède HCJU	2.613	5.372	Haïti	13	13
Suisse CJU	59.253	12.937	Iles Caïmans	6.079	5.970
Canada HJU	12.607	9.352	Jamaïque	66	394
Etats-Unis HCJ	56.261	33.270	Panama JU	5.643	7.886
Japon HCU	10.247	34.073	République dominicaine	7	153
<b>Total</b>	<b>320.459</b>	<b>270.230</b>	Trinidad et Tobago	398	24
			Résiduel HCJU	4.936	9.839
<b>Autres pays d'Europe occidentale</b>			<b>Total</b>	<b>39.530</b>	<b>63.260</b>
Andorre	54	5			
Autriche CU	5.345	5.367	<b>Amérique latine</b>		
Chypre	322	115	Argentine JU	3.138	3.402
Danemark CU	1.706	4.703	Belize	24	9
Espagne CU	6.348	7.773	Bolivie	100	273
Finlande CU	1.009	3.586	Brésil JU	6.780	21.215
Gibraltar	54	4	Chili JU	718	1.093
Grèce CJU	3.068	2.990	Colombie JU	913	1.632
Irlande C	1.481	1.634	Costa Rica	86	238
Islande	75	204	Equateur J	253	494
Liechtenstein	252	469	Guatemala	111	171
Malte	520	5	Guyana	35	39
Monaco	22	1	Honduras	77	150
Norvège CU	2.141	5.239	Mexique JU	4.400	17.850
Portugal CU	820	865	Nicaragua	55	340
Turquie CJU	545	2.063	Paraguay	42	57
Vatican	118	—	Pérou JU	369	2.829
Yougoslavie CJU	1.818	2.223	Salvador (El)	83	125
Résiduel HCJU	6.868	5.477	Surinam	135	8
<b>Total</b>	<b>32.563</b>	<b>42.723</b>	Uruguay U	505	168
			Venezuela JU	7.260	5.326
<b>Autres pays développés</b>			Résiduel HCJU	5.440	6.860
Afrique du Sud CU	775	6.969	<b>Total</b>	<b>30.524</b>	<b>62.279</b>
Australie CU	970	2.481			
Nouvelle-Zélande C	297	854	<b>Moyen-Orient</b>		
Résiduel HCJ	349	1.480	<b>Pays exportateurs de pétrole J<sup>2</sup></b>		
<b>Total</b>	<b>2.391</b>	<b>11.784</b>	a) A faible capacité d'absorption: Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Koweït et Qatar	30.173	2.024
<b>Europe de l'Est<sup>2</sup></b>			b) A forte capacité d'absorption: Bahreïn, Iran, Iraq, Libye et Oman	11.438	6.359
Albanie	83	5			
Allemagne (RDA)	616	3.575			
Bulgarie	355	1.973			
Hongrie	899	3.051			
Pologne	643	5.442			
Roumanie	295	732			
Tchécoslovaquie	356	866			
Union soviétique CU	3.724	10.345			
Résiduel HCJU	695	2.984			
<b>Total</b>	<b>7.666</b>	<b>28.973</b>			



Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs
<b>Moyen-Orient (suite)</b>			<b>Autres pays d'Afrique (suite)</b>		
Autres pays:			Tchad	14	5
Egypte JU	2.016	1.242	Territ. franç. des		
Israël JU	2.875	2.538	Afars et des Issas	36	2
Jordanie	510	62	Togo	35	22
Liban	2.582	339	Tunisie	305	63
Syrie	497	163	Zaire U	364	811
Yémen	516	31	Zambie J	158	393
Yémen (Rép. dém. et pop. du)	245	3	Résiduel CU	1.153	1.776
Résiduel <sup>4</sup> HCJU	8.520	2.542	<b>Total</b>	<b>9.167</b>	<b>11.693</b>
<b>Total</b>	<b>59.372</b>	<b>15.303</b>			
<b>Autres pays d'Afrique</b>			<b>Autres pays d'Asie</b>		
Algérie J	2.150	1.746	Afghanistan	82	—
Angola	102	30	Bangladesh	118	4
Bénin	31	3	Birmanie	50	21
Botswana/Lesotho	34	38	Brunei	880	24
Burundi	21	7	Cambodge	42	—
Cameroun	77	60	Chine U	1.382	301
Congo	52	51	Corée du Nord	222	390
Côte d'Ivoire	386	392	Corée du Sud JU	2.150	3.902
Empire centrafricain	18	2	Hong Kong JU	5.670	7.327
Ethiopie	289	1	Iles Fidji	31	17
Gabon	89	273	Inde JU	1.103	468
Ghana	82	90	Indonésie JU	1.444	3.439
Guinée	13	37	Malaisie J	1.334	945
Haute-Volta	6	2	Népal	48	1
Iles Canaries	—	9	Nouvelles-Hébrides	36	93
Ile Maurice	38	5	Pakistan J	383	162
Kenya J	445	103	Papouasie/Nouvelle-Guinée	85	22
Libéria J	1.091	4.400	Philippines JU	1.836	2.611
Malawi	43	53	Polynésie française	17	21
Mali	12	1	Sikkim/Bhoutan	17	11
Malgache (Rép.)	59	2	Singapour HJ	6.597	8.626
Maroc U	728	541	Sri Lanka	41	9
Mauritanie	75	8	Taiwan JU	2.330	2.561
Mozambique	99	2	Thaïlande JU	963	1.433
Namibie	4	24	Viêt-Nam	121	47
Niger	53	16	Résiduel CU	2.102	1.762
Nigeria J	478	263	<b>Total</b>	<b>29.084</b>	<b>34.197</b>
Ouganda	46	15			
Rhodésie	34	37	Institutions inter- nationales U <sup>5</sup>	3.939	1.162
Ruanda	71	3	Non attribué HCJU	8.881	5.965
Sénégal	65	73	<b>Total général</b>	<b>543.576</b>	<b>547.569</b>
Sierra Leone	41	14			
Somalie	77	3	Pour mémoire:		
Soudan	142	298	pays exportateurs		
Swaziland	6	13	de pétrole HJU	62.723	23.133
Tanzanie	145	6			

Remarque: On ne dispose d'une ventilation complète par pays des avoirs et engagements des banques déclarantes que pour celles situées en Belgique-Luxembourg, en France, en Italie, aux Pays-Bas, en République fédérale d'Allemagne, au Royaume-Uni et en Suède, ainsi que pour les succursales des banques américaines dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient. Pour les banques opérant dans les autres pays déclarants - Canada, États-Unis, Japon et Suisse - la ventilation par pays est loin d'être complète, et les pays sur lesquels elle porte sont indiqués par les lettres C (Canada), J (Japon), H (Suisse) et U (États-Unis). Les engagements des banques situées aux États-Unis ne comprennent pas les bons du Trésor américain, ni les certificats conservés en dépôt par les banques pour le compte de non-résidents.

<sup>1</sup> Succursales étrangères de banques américaines aux Bahamas, Iles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour.  
<sup>2</sup> Ne comprend pas les positions des banques situées en République fédérale d'Allemagne à l'égard de la République démocratique allemande.  
<sup>3</sup> Comprend des positions de banques japonaises seulement à l'égard de: Koweït, Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Iran, Iraq et Libye.  
<sup>4</sup> Comprend, en partie sur la base d'estimations, les positions de banques américaines à l'égard de pays du Moyen-Orient autres que l'Égypte, Israël et la Libye (qui est comprise dans le poste «Résiduel» sous «Autres pays d'Afrique»).  
<sup>5</sup> 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 «Autres pays d'Europe occidentale».

**Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales étrangères des banques américaines situées dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient<sup>1</sup>**

	1975	1976			
	décembre	mars	juin	septembre	décembre
	en milliards de dollars EU				
<b>Créances des banques sur:</b>					
pays du Groupe des Dix et Suisse . . . . .	235,1	239,7	241,0	248,8	270,2
<i>dont: Zone européenne déclarante . . . . .</i>	165,4	166,6	166,0	170,8	193,4
<i>Etats-Unis . . . . .</i>	30,7	31,7	32,1	33,8	33,3
<i>Canada . . . . .</i>	7,1	7,9	8,6	9,3	9,4
<i>Japon . . . . .</i>	31,9	33,5	34,3	34,9	34,1
Centres financiers offshore <sup>2</sup> . . . . .	61,9	67,2	72,5	76,8	83,7
Autres pays d'Europe occidentale . . . . .	31,8	32,6	35,0	38,3	42,7
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande . . . . .	9,0	10,0	10,7	11,4	11,8
Europe de l'Est . . . . .	21,6	23,6	25,1	26,8	29,0
Pays exportateurs de pétrole . . . . .	14,3	15,5	17,3	20,0	24,1
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole . . . . .	63,0	65,7	70,2	73,5	80,9
<i>dont: Amérique latine<sup>3</sup> . . . . .</i>	43,5	46,1	49,6	51,8	57,4
<i>Moyen-Orient . . . . .</i>	3,3	3,0	3,2	3,5	4,4
<i>Autres pays d'Asie . . . . .</i>	12,9	13,2	13,9	14,3	14,7
<i>Autres pays d'Afrique . . . . .</i>	3,3	3,4	3,5	3,9	4,4
Non attribué <sup>4</sup> . . . . .	5,0	5,0	4,9	4,5	5,2
<b>Total . . . . .</b>	<b>441,7</b>	<b>459,3</b>	<b>476,7</b>	<b>500,1</b>	<b>547,6</b>
<b>Engagements des banques envers:</b>					
pays du Groupe des Dix et Suisse . . . . .	270,1	277,8	284,3	294,4	320,5
<i>dont: Zone européenne déclarante . . . . .</i>	209,1	210,5	210,6	216,5	241,4
<i>Etats-Unis . . . . .</i>	42,0	45,8	51,9	54,2	56,3
<i>Canada . . . . .</i>	9,9	11,3	11,8	12,6	12,6
<i>Japon . . . . .</i>	9,1	10,2	10,0	11,1	10,2
Centres financiers offshore <sup>2</sup> . . . . .	40,8	44,8	49,4	51,5	56,2
Autres pays d'Europe occidentale . . . . .	31,1	30,3	29,4	31,1	32,6
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande . . . . .	2,1	2,6	2,2	2,1	2,4
Europe de l'Est . . . . .	6,3	5,7	6,2	6,1	7,7
Pays exportateurs de pétrole . . . . .	51,8	52,4	54,6	59,1	64,2
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole . . . . .	36,7	37,8	41,4	43,1	49,4
<i>dont: Amérique latine<sup>3</sup> . . . . .</i>	16,3	16,5	17,6	17,7	22,3
<i>Moyen-Orient . . . . .</i>	5,9	6,2	6,7	6,7	7,1
<i>Autres pays d'Asie . . . . .</i>	10,4	10,8	12,4	13,5	14,7
<i>Autres pays d'Afrique . . . . .</i>	4,1	4,3	4,7	5,2	5,3
Non attribué <sup>4</sup> . . . . .	8,2	8,1	9,2	8,7	10,6
<b>Total . . . . .</b>	<b>447,1</b>	<b>459,5</b>	<b>476,7</b>	<b>496,1</b>	<b>543,6</b>

Remarque: Les chiffres figurant dans ce tableau sont établis en partie sur la base d'estimations.

<sup>1</sup> Succursales étrangères de banques américaines aux Bahamas, Iles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour.

<sup>2</sup> Antilles britanniques et néerlandaises, Bahamas, Barbade, Bermudes, Iles Caïmans, Hong Kong, Liban, Liberia, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour.

<sup>3</sup> Comprend les pays de la zone des Caraïbes qui ne peuvent pas être considérés comme des centres financiers offshore.

<sup>4</sup> Comprend les institutions internationales.

emprunts qu'ils ont eux-mêmes contractés auprès de banques à l'étranger. En fait, les pourvoyeurs les plus importants ont été le Brésil (environ \$3 milliards) et le Mexique (environ \$1,2 milliard). Dans l'ensemble, toutefois, l'équilibre entre la répartition des dépôts et celle des emprunts n'a pas été totalement réalisé, et, avec \$4,3 milliards, les fonds nouveaux apportés par les «Autres pays d'Asie» ont été considérablement plus importants que leurs emprunts. Il en est résulté que les pays en voie

de développement appartenant aux «Autres pays d'Asie» ont fourni au marché un montant net de \$2,5 milliards, tandis que l'Amérique latine a prélevé un montant net de \$8 milliards environ.

Les prêts consentis par les banques déclarantes aux pays exportateurs de pétrole se sont nettement accélérés, passant d'environ \$3 milliards en 1975 à près de \$10 milliards en 1976. Les plus gros emprunteurs au sein de ce groupe ont été le Venezuela, l'Iran et l'Indonésie. Le chiffre précité comprend, en outre, un accroissement d'environ \$2 milliards des créances sur Bahreïn, ce qui révèle le rôle nouveau de ce pays comme centre financier offshore. Les engagements envers les pays exportateurs de pétrole, qui avaient progressé de \$8 milliards ou 9 milliards en 1975, ont augmenté de \$12,4 milliards, soit \$2,6 milliards seulement de plus que les créances des banques sur ces mêmes pays. Près de 60% de ces capitaux semblent avoir été obtenus auprès de pays du Moyen-Orient «à faible capacité d'absorption», cependant que les pays «à forte capacité d'absorption» de cette même région fournissaient plus de \$3 milliards; l'Indonésie, quant à elle, a apporté \$1 milliard environ. Les nouveaux capitaux pétroliers ont été déposés à raison de 85% sur l'euro-marché, alors que 12% l'ont été auprès de banques sises aux Etats-Unis et 5% seulement auprès des succursales de banques américaines établies dans les centres offshore; par suite d'un mouvement de défiance à l'égard de la livre sterling, les dépôts sur les marchés nationaux européens ont en définitive enregistré un fléchissement.

Les crédits aux pays de l'Europe de l'Est ont augmenté de \$7,4 milliards pour atteindre \$29 milliards. L'euro-marché a représenté les deux tiers de cet accroissement, et les crédits en monnaie nationale octroyés par les banques de ces mêmes pays de la zone européenne déclarante y sont entrés à concurrence de 19%. Les principaux utilisateurs ont été l'Union soviétique qui (après répartition du poste «Résiduel») a reçu plus de \$2,5 milliards, la Pologne (environ \$1,8 milliard), la République démocratique allemande (plus de \$1 milliard) et la Hongrie (environ \$1 milliard). Les engagements des banques déclarantes envers les pays de l'Europe de l'Est — principalement vis-à-vis de l'Union soviétique — ont augmenté de \$1,4 milliard.

En raison de la persistance d'importants déficits des paiements courants et des besoins de financement qui en sont résultés, les créances des banques déclarantes sur les pays développés extérieurs au Groupe des Dix ont progressé de \$13,7 milliards, soit une augmentation supérieure à 33%, et se sont élevées à \$54,5 milliards. Les engagements envers ces pays n'ont augmenté que de \$1,8 milliard, pour atteindre \$35 milliards. Les plus gros emprunteurs ont été l'Espagne, l'Afrique du Sud (environ \$2,7 milliards dans chaque cas) et le Danemark (plus de \$2 milliards).

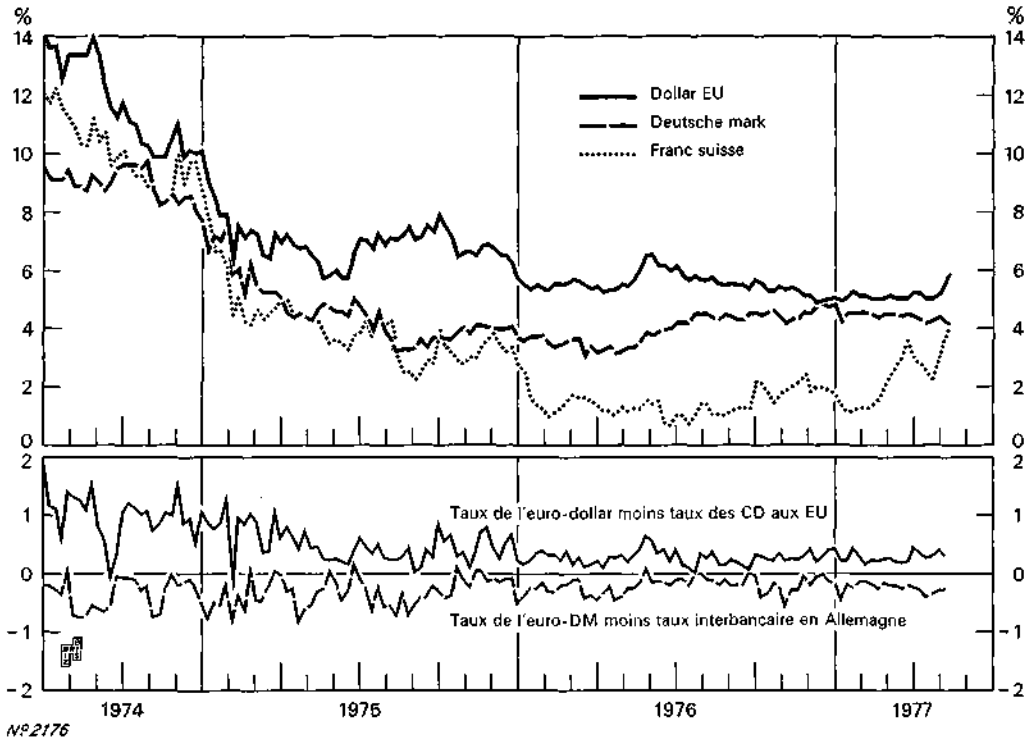
L'accroissement de \$21,8 milliards des avoirs des banques déclarantes sur les centres offshore est dû, entre autres, à la progression des créances sur Singapour et Hong Kong (environ \$3 milliards et \$1,5 milliard respectivement). En plus de leur rôle de centres offshore, ces deux pays sont, bien entendu, importateurs de capitaux, et une certaine partie de ce total de \$4,5 milliards peut fort bien avoir été utilisée sur le plan national. D'autre part, les chiffres fournis ne couvrent que les activités des succursales des banques américaines sises dans ces centres, qui représenteraient nettement moins de 50% des opérations effectuées dans ces pays. Il est donc probable que ces deux centres ont accordé un volume substantiel de prêts internationaux — notamment aux pays en voie de développement — qui n'apparaissent pas dans les présentes

statistiques. De plus, l'accroissement des créances sur les centres offshore, en 1976, comprend une augmentation de \$0,8 milliard des créances sur le Libéria; ce pays, dont les engagements en euro-monnaies atteignent ainsi approximativement \$4,8 milliards, est en fait un centre offshore pour les compagnies de navigation et non pour les activités bancaires. Les maisons mères de la plupart des entreprises qui y sont enregistrées ont leur siège dans des pays développés, si bien que la plus grande partie des crédits accordés au Libéria représente en fait des créances sur les pays développés. La même constatation vaut en partie pour Panama, qui est un centre offshore, à la fois pour les opérations bancaires et pour les compagnies de navigation. Les avoirs des banques déclarantes sur Panama, qui se sont accrus d'environ \$1 milliard l'année passée, ont ainsi atteint \$8,5 milliards.

### Evolution des taux d'intérêt

En dépit du volume important des transactions, l'année 1976 a été relativement calme sur le plan des taux d'intérêt dans les principaux secteurs de l'euro-marché. Les taux ont eu tendance à suivre fidèlement l'évolution du loyer de l'argent sur les marchés nationaux, où la demande de crédit est demeurée assez faible. Des fluctuations vraiment amples ne se sont produites que dans certains secteurs moins importants du marché — euro-franc français, euro-florin et euro-sterling — où les considérations de taux de change ont revêtu par moments une importance primordiale.

Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux  
Chiffres du mercredi, en % par an

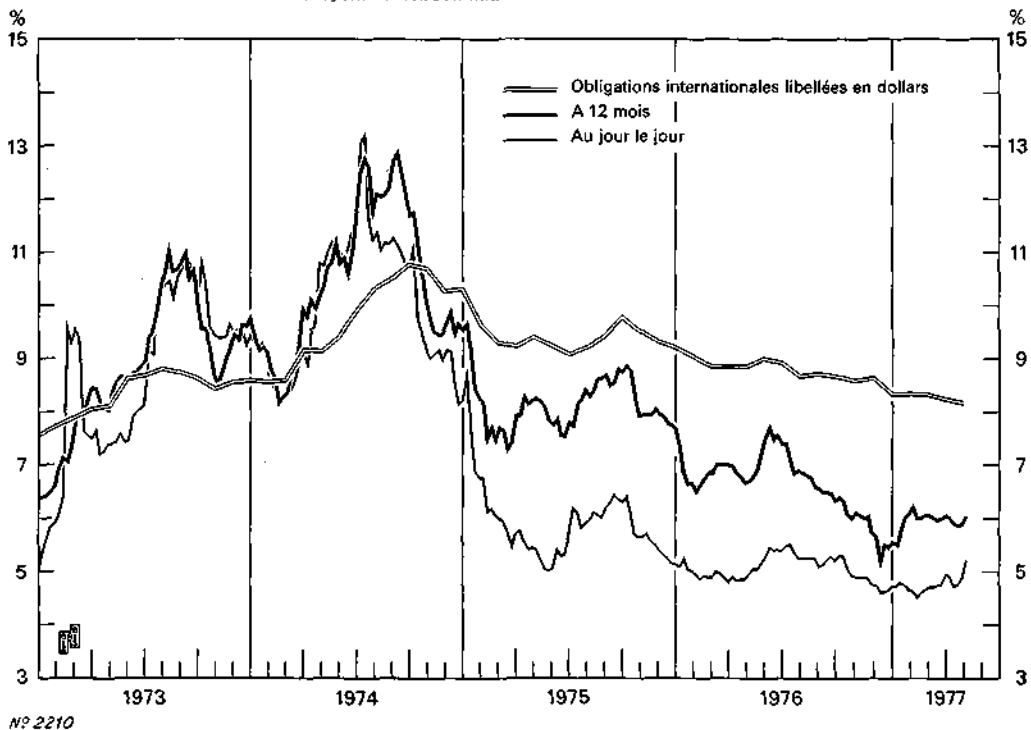


Après s'être tenus aux alentours de 5½% durant la première partie de l'année, les taux interbancaires à trois mois des dépôts en euro-dollars ont dépassé 6% en mai-juin, lorsque la vigueur - éphémère - de la reprise économique eut provoqué un certain resserrement du marché monétaire américain. Cependant, par suite du ralentissement du rythme de la reprise, la situation s'est à nouveau détendue sur le marché et le taux de l'euro-dollar est revenu à 47/8% au début décembre - son niveau le plus bas depuis le milieu de 1972. Il a ensuite oscillé autour de 51/8% avant de remonter aux alentours de 5¾% au début de mai 1977, lorsque la physionomie du marché monétaire américain commença à ressembler à ce qu'elle était un an auparavant.

Comme la crainte de voir une forte reprise économique engendrer rapidement un durcissement des conditions de crédit s'était dissipée, la baisse des taux des dépôts à un an en euro-dollars a été plus accentuée en 1976 que celle des taux d'intérêt à plus court terme, d'où un aplatissement de la courbe de rendement. En revanche, l'écart de rendement entre les taux des euro-obligations et ceux des dépôts à six mois et plus en euro-dollars, qui était déjà sensible en 1975, s'est encore creusé.

Parallèlement à l'évolution du marché national allemand, où les rendements du marché des capitaux et les taux d'intérêt à court terme ont suivi des mouvements en sens opposé durant une partie de 1976, les taux à trois mois de l'euro-deutsche mark se sont quelque peu détendus au cours des quatre premiers mois, puis raffermis pendant le reste de l'année. En décembre, ils ne se situaient que légèrement en dessous des taux des dépôts en euro-dollars.

Taux des dépôts en euro-dollars et rendement des obligations libellées en euro-dollars  
Moyennes hebdomadaires et taux en fin de mois



Par suite du renforcement du dispositif de protection mis en place en Suisse pour lutter contre les afflux de capitaux, de l'incidence des considérations de taux de change sur la politique monétaire helvétique et de l'atonie de la demande de crédit interne, le taux de l'euro-franc suisse est tombé de 3½% environ, à la fin de 1975, à un creux de 5/8% au début de l'été 1976. Au début de 1977, toutefois, le léger fléchissement du franc suisse sur les marchés des changes a permis un certain resserrement des conditions du marché monétaire suisse et, vers le milieu du mois de mai, le taux de l'euro-franc suisse à trois mois était remonté aux alentours de 4%.

Les taux de l'euro-franc français, de l'euro-florin et de l'euro-sterling se sont hissés par moments à de très hauts niveaux en 1976, sous l'effet de certaines attaques spéculatives à l'encontre de ces trois monnaies. C'est ainsi que le taux de l'euro-florin à trois mois est monté en flèche, passant d'environ 3% en mars à un niveau record avoisinant 16% en août, puis est progressivement redescendu à 3% environ, en mai 1977, époque à laquelle le sentiment des marchés des changes vis-à-vis du florin a complètement changé. Le taux de l'euro-sterling a fait un bond en avant et atteint un niveau record de 20% au plus fort de la crise des changes en octobre, mais, sous l'effet du raffermissement du sterling, il est progressivement revenu à 8% environ en mai 1977.

### **Les marchés des obligations internationales**

L'atténuation des anticipations inflationnistes, la terne performance des marchés des actions, la hausse soutenue des cours des obligations, assortie de perspectives de nouvelles plus-values en capital, et l'existence d'une prime sensible des rendements des obligations par rapport aux taux d'intérêt à échéance plus rapprochée ont fait de 1976 une nouvelle année d'activité record des marchés des obligations internationales. Les émissions d'euro-obligations sont montées en flèche, avec un accroissement de \$4,7 milliards qui a porté leur total à \$14,9 milliards, soit un niveau plus de deux fois supérieur au précédent record cyclique enregistré en 1972. Le fait que les émissions publiques ont été à l'origine de la totalité de la progression en 1976, alors que les placements privés ont accusé une légère baisse, témoigne également de la vigueur réelle du marché.

De même, le rythme de croissance des émissions étrangères lancées sur les marchés nationaux a été élevé, voire plus élevé, leur volume total s'étant accru de \$6,2 milliards, soit de plus de 50%, pour atteindre \$18 milliards. Comme en 1975, la majeure partie de ces emprunts ont été placés sur les marchés de deux pays: les Etats-Unis, où le volume des émissions étrangères s'est accru de 52%, pour s'élever à \$10,3 milliards, plus de la moitié de celles-ci étant constituées par les seuls emprunts canadiens; la Suisse, où les émissions étrangères, la plupart sous la forme de placements privés d'effets, ont progressé de 55% à \$5,2 milliards. Ce volume très élevé — qui équivaut à 9% du produit national brut de la Suisse — s'explique par la solidité de la balance des paiements de ce pays, par la faiblesse de la demande interne de crédit et par les apports considérables de capitaux qui ont dû être réinvestis à l'étranger.

La hausse des cours des obligations et la prime substantielle des rendements des obligations par rapport aux taux d'intérêt à échéance plus courte ont fortement stimulé l'activité sur les marchés secondaires, où le volume des opérations a atteint des niveaux sans précédent. Le climat favorable qui a régné sur les marchés s'est

**Emissions d'obligations internationales<sup>1</sup>**

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	1974	1.430	430	370	800	1.400	360	650	1.130
	1975	4.570	1.350	1.770	1.450	2.840	840	1.760	1.360
	1976	5.440	3.750	1.200	850	4.860	1.180	3.210	2.730
Canada . . . . .	1974	440	380	—	350	1.960	1.930	30	800
	1975	1.150	610	—	310	3.380	3.100	280	830
	1976	3.010	1.570	40	150	5.870	5.530	340	3.850
Etats-Unis . . . . .	1974	110	100	—	10	80	—	80	30
	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
	1976	410	400	—	120	30	—	—	30
Autres pays développés <sup>2</sup> . . . . .	1974	330	220	110	10	150	30	120	130
	1975	2.220	1.340	700	610	1.010	380	600	650
	1976	2.070	1.510	510	310	1.480	690	790	660
Reste du monde <sup>3</sup> . . . . .	1974	140	120	—	10	790	650	20	520
	1975	470	230	80	150	480	460	20	240
	1976	1.040	450	300	160	810	600	110	200
Organismes internationaux . . . . .	1974	2.070	1.830	160	1.780	3.410	620	90	2.650
	1975	1.480	1.060	340	840	3.980	1.980	670	1.340
	1976	2.960	2.050	730	1.710	4.960	2.270	770	1.650
Total des émissions placées . . . . .	1974	4.520	3.080	640	2.960	7.790	3.590	990	5.260
	1975	10.200	4.810	2.890	3.440	11.830	6.760	3.370	4.540
	1976	14.930	9.730	2.780	3.300	18.010	10.270	5.220	9.120

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

également traduit par un fort accroissement du volume moyen des émissions individuelles d'euro-obligations, celles libellées en dollars doublant presque pour s'élever à \$50 millions. En revanche, la durée des échéances n'a été que légèrement allongée. Bien que la tendance à la réduction de celles-ci, qui s'était manifestée depuis 1973, se soit apparemment inversée, la durée moyenne est restée nettement inférieure à dix ans, et ce n'est que pendant le second semestre de 1976 qu'un certain nombre d'emprunteurs de premier rang ont réussi à se procurer des ressources pour une durée de douze à quinze ans. De plus, le marché semble s'être montré plus sélectif, certains emprunteurs dont la cote de crédit est moins grande ayant dû, parfois, offrir jusqu'à 200 points de base de plus que les émetteurs jouissant d'une réputation de premier ordre.

En ce qui concerne la demande sur les marchés des obligations internationales, les emprunteurs des pays de l'OCDE ont continué de jouer un rôle prépondérant, leur part dans le total des émissions s'élevant à \$23 milliards, soit 70%. Le Canada,

qui a enregistré un déficit particulièrement élevé des paiements courants, a été, de loin, le plus grand collecteur de ressources, les secteurs public et privé de ce pays se procurant \$8,9 milliards de capitaux, soit presque deux fois plus qu'en 1975. Viennent ensuite la France et le Japon, avec respectivement \$2,7 milliards et \$2 milliards. D'autres pays de l'OCDE, tels que le Royaume-Uni et les pays scandinaves, ont pu satisfaire eux aussi une part plus grande de leurs besoins de financement sur les marchés des obligations internationales. Les résidents des Etats-Unis n'ont recouru que dans des proportions modestes à ces marchés.

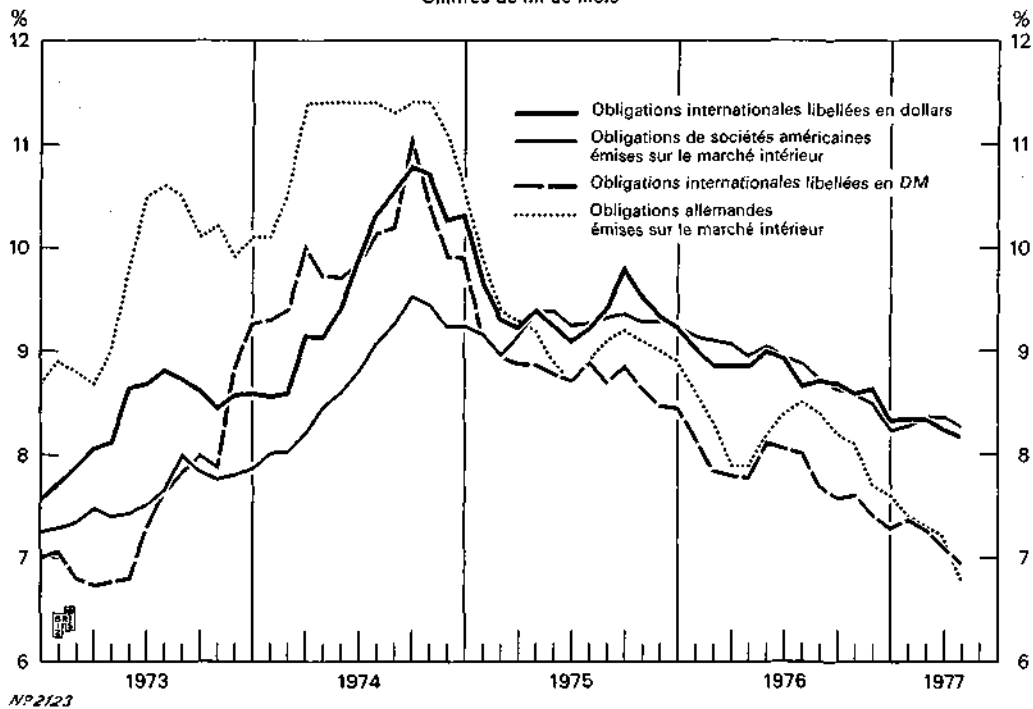
Etant donné l'importance prépondérante des considérations de balances des paiements et des besoins de financement du secteur public, les organismes publics ont encore constitué le groupe d'emprunteurs le plus important sur le marché, leurs absorptions de ressources étant passées de \$10,3 milliards en 1975 à \$15,7 milliards l'an dernier. Mais les entreprises privées ont également profité des conditions favorables qui régnaient sur les marchés des obligations internationales et affecté le produit des emprunts (\$9,3 milliards au total contre \$6,2 milliards en 1975) en grande partie à l'amélioration de la structure de leurs bilans. Les banques, notamment, dont les ratios de fonds propres se sont fortement ressentis, ces dernières années, de l'inflation et de l'expansion rapide de leurs activités internationales, ont accru leur recours aux marchés des obligations internationales, en partie sous la forme d'émissions d'effets à taux variables. Les emprunts des organisations internationales sont passés de \$5,5 milliards à \$7,9 milliards, une large fraction du produit de ceux-ci ayant été acheminée vers des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, dont les possibilités d'accéder directement aux marchés internationaux des capitaux sont demeurées assez limitées. De même, les emprunts des pays de l'Europe de l'Est n'ont représenté qu'une part très faible du total des émissions, ces pays ayant fait appel au crédit bancaire pour couvrir la plupart de leurs besoins de financement extérieur.

On ne dispose que de peu de données statistiques sur l'origine des ressources fournies aux marchés internationaux des capitaux, et notamment au compartiment des euro-obligations. Il apparaît, toutefois, que le secteur bancaire a joué, en l'occurrence, un grand rôle, en absorbant une fraction notable des émissions nouvelles. Du fait de l'atonie de la demande interne de crédit, il était certainement difficile de résister à l'attrait exercé par l'écart élevé entre les taux des obligations et les taux d'intérêt à court terme. Par ailleurs, l'accueil favorable réservé aux obligations internationales semble avoir été soutenu, particulièrement durant le premier semestre, par des fonds provenant de pays à monnaie faible, ce qui explique également en partie la très grande capacité de placement des banques suisses. Après avoir fait montre de réserve les années précédentes, les pays de l'OPEP semblent avoir utilisé davantage, en 1976, le marché des obligations internationales comme débouché pour leurs excédents de ressources. Enfin, les marchés ont, sans conteste, bénéficié du réinvestissement de montants croissants versés au titre de l'amortissement et des intérêts d'émissions précédentes.

Sur le marché des euro-obligations proprement dit, les émissions ont porté principalement sur le secteur dollar EU, qui a profité du raffermissement modéré de la monnaie américaine sur les marchés des changes et de la baisse progressive des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis. La part des émissions libellées en dollars



Rendements des marchés internationaux et nationaux d'obligations en dollars EU  
et en deutsche marks\*  
Chiffres de fin de mois



N° 2123

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

est remontée d'un niveau exceptionnellement bas de 47%, en 1975, à 65% l'année dernière, alors que les emprunts en deutsche marks sont revenus de 28 à 19%. Après avoir fait leur apparition sur le marché en 1975, les émissions en dollars canadiens, favorisées par la suppression au Canada de la retenue à la source sur les paiements d'intérêts, ont continué de se développer vigoureusement, leur part du marché étant passée de 6 à 10%. Celle du florin, en revanche, est tombée de 6 à 3%; enfin, conséquence de l'intérêt que suscitait de nouveau le dollar et de la faiblesse de certaines monnaies européennes, on n'a guère enregistré d'émissions libellées en unités de compte composites.

Les taux de rendement des euro-obligations, particulièrement des émissions en dollars, ont suivi étroitement l'évolution des taux de l'espèce sur les marchés nationaux correspondants. Non seulement ce parallélisme illustre l'interdépendance croissante qui existe entre les marchés nationaux et internationaux, mais il montre également que le marché des euro-obligations a pu satisfaire aisément la demande massive d'emprunts. Les rendements des obligations en dollars ont fléchi d'environ  $\frac{3}{4}$  de point durant l'année et ceux des obligations en deutsche marks de  $1\frac{1}{4}$ %.

En dépit d'une certaine incertitude au sujet de l'évolution des taux d'intérêt, l'activité sur les marchés des obligations internationales a été bien soutenue durant les quatre premiers mois de 1977, notamment sur le marché des euro-obligations, où le volume des émissions a sensiblement dépassé la moyenne mensuelle correspondante de 1976. En revanche, les émissions étrangères lancées aux Etats-Unis se

sont nettement ralenties, en grande partie sous l'effet de la diminution des emprunts canadiens. Au début de mai, le raffermissement des taux d'intérêt à court terme, aux Etats-Unis, a modifié temporairement le climat du marché. Les cours des obligations libellées en dollars ont fléchi, et, comme les nouvelles émissions se sont placées nettement au-dessous du pair, un certain nombre d'emprunts qui étaient prévus sur le marché des euro-obligations ont été différés. A la fin du mois, toutefois, le marché semblait s'être adapté au niveau plus élevé des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis, et les signes d'un ralentissement de l'activité n'étaient guère apparents.

## 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. Les deux premières parties sont consacrées aux mouvements des taux de change des principales monnaies et aux interventions de grande envergure, effectuées sur les marchés des changes par la plupart des autorités monétaires des grands pays, cependant que la troisième examine le rôle qui revient à la «gestion» des taux de change. Dans la quatrième partie est retracée l'évolution de la production et des marchés de l'or l'année dernière. La dernière partie, enfin, expose comment et pourquoi les réserves globales se sont si rapidement accrues en 1976, et traite de l'adéquation du niveau actuel de la liquidité internationale, ainsi que des circuits auxquels il faudrait recourir à l'avenir pour financer les balances de paiements.

### Evolution des taux de change

La majeure partie de l'année 1976 a été marquée par une forte agitation sur les marchés des changes, tandis que s'accroissait le clivage entre monnaies faibles et monnaies fortes. La lire et la livre sterling se sont dépréciées de façon spectaculaire, et l'on a assisté à un recul moins prononcé, mais encore sensible, du franc français et, plus tard dans l'année, du dollar canadien. A l'autre extrémité de la gamme, le deutsche mark et le franc suisse se sont fortement revalorisés, bien qu'à partir du milieu de l'année la monnaie helvétique ait amorcé un mouvement de repli assez sensible. En outre, le bloc de flottement concerté des monnaies européennes a été soumis à deux reprises, en cours d'année, à de vives tensions avec comme conséquences, à la mi-mars, le retrait du franc français de ce groupe et la suspension de l'accord particulier de flottement entre les monnaies du Benelux («le ver»), et, à la mi-octobre, une réévaluation différenciée du deutsche mark par rapport aux monnaies du «serpent». En dépit d'une détérioration très importante de la balance des paiements courants des Etats-Unis, le cours de change du dollar, pondéré en fonction des échanges commerciaux, est demeuré relativement stable.

Plus récemment, la situation sur les marchés des changes a été beaucoup plus calme. La livre sterling s'est fortement redressée depuis novembre 1976, et les autres monnaies qui avaient jusque-là compté parmi les plus faibles ont également fait preuve, pour la plupart, d'une plus grande stabilité. Depuis le début de 1977, l'évolution des taux de change est principalement caractérisée par un raffermissement accentué du yen, un certain affaiblissement des dollars américain et canadien, et un nouveau rajustement, au mois d'avril, des taux centraux au sein du bloc de flottement concerté européen, à la suite de la décision prise par les autorités suédoises de dévaluer la couronne.

Des trois principales monnaies qui ont nettement fléchi depuis le début de 1976, la lire italienne a été la première à baisser et, sur la totalité de cette période, celle dont la chute a été la plus forte. Cette dépréciation s'est produite intégralement, en l'espace d'un peu plus de trois mois, à partir du 21 janvier 1976, lorsque l'épuisement quasi

total des réserves de change de l'Italie a amené les autorités à suspendre pour six semaines les cotations officielles des monnaies étrangères sur le marché des changes. Survenant après une période d'un an de stabilité du taux de change de la lire, malgré une inflation rapide, cette décision a accentué la dépréciation pondérée enregistrée par la lire depuis décembre 1971 (Accords de Washington): de 23½% environ, ce pourcentage est passé à près de 43% à la fin d'avril 1976. Au cours de la même période ou presque, le cours de la lire par rapport au dollar est tombé de Lit 687 à Lit 916.

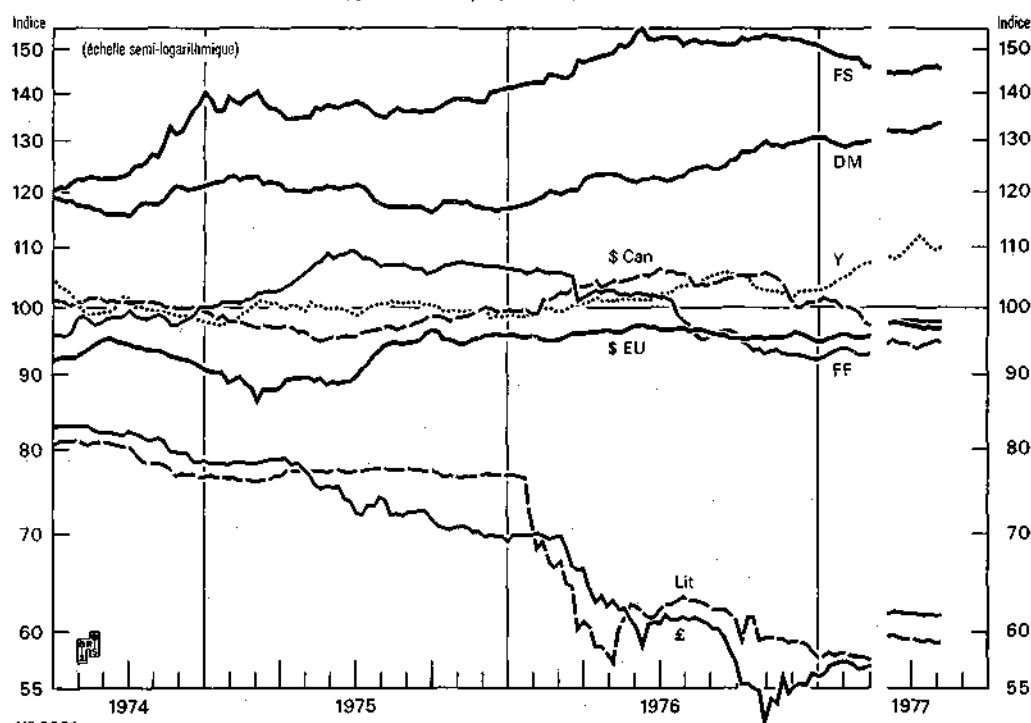
Au début du mois de mai, des mesures furent prises pour interrompre ce glissement. Pratiquement tous les acheteurs de devises ont été astreints à laisser en dépôt pendant trois mois 50% de la contre-valeur en liras du montant de leurs achats sur des comptes non productifs d'intérêt auprès de la Banca d'Italia; la période maximum autorisée pour la conversion des recettes d'exportation a été ramenée à sept jours; enfin, les exportateurs italiens accordant à leurs acheteurs étrangers des crédits commerciaux en devises pour une durée pouvant aller jusqu'à 120 jours ont été tenus de convertir en liras, dans un délai de sept jours, une somme représentant 30% de la valeur de ces crédits. Il s'est ensuivi une amélioration rapide — de près de 10% — du taux de change contre dollar et une réduction de 5 points environ de la dépréciation de la lire, pondérée en fonction des échanges commerciaux. Grâce à l'évolution, favorable à cette époque, de la balance des paiements, la monnaie italienne s'est ensuite plus ou moins stabilisée à ces niveaux jusqu'à la fin du mois d'août.

Par la suite, toutefois, le taux de change pondéré de la lire a reperdu presque tout le terrain gagné depuis le début de mai, enregistrant en fin d'année une dépréciation de plus de 42% depuis décembre 1971. Par rapport au dollar, la baisse, relativement moins prononcée, a porté le taux à Lit 875 à la fin de décembre 1976. Le nouvel accès de faiblesse de la monnaie italienne n'a pas été enrayé par l'annonce, en octobre, de mesures de stabilisation économiques, d'un resserrement de la politique monétaire et de l'application de nouvelles dispositions de contrôle des changes. Ces dernières comportaient: l'institution d'une taxe spéciale — fixée au départ à 10%, puis ramenée à 7% — sur les achats de devises; le relèvement à 50% de la fraction des crédits à l'exportation devant être obligatoirement financée en devises par les exportateurs italiens; la prorogation enfin, jusqu'en avril 1977, du système de dépôt préalable à l'importation, avec réduction progressive du taux applicable.

Depuis le début de 1977, le cours de la lire par rapport au dollar et son taux, pondéré en fonction des échanges commerciaux, sont demeurés très stables. Eu égard, toutefois, à son coût réel sur les marchés des changes pour les résidents italiens, la lire s'est sensiblement appréciée, étant donné que la taxe spéciale sur les achats de devises a été progressivement réduite, jusqu'à être abolie, entre le 3 janvier et le 18 février.

La seconde monnaie qui a fait l'objet de fortes pressions en 1976 a été le franc français. La reprise de l'activité économique, due aux stimulants budgétaires introduits vers la fin de 1975, avait entraîné un déficit de la balance commerciale de la France et fait naître la crainte d'une accélération de l'inflation. La crise de la lire survint donc à un moment où le franc était déjà vulnérable, mais sa position s'est encore aggravée au début de mars, du fait de la faiblesse du sterling, et les pertes massives de réserves de change amenèrent les autorités françaises à décider le retrait du franc du «serpent», à compter du 15 mars.

Variations des taux de change effectifs,  
enregistrées postérieurement aux Accords de Washington de décembre 1971\*  
Chiffres du vendredi, indice: 21 décembre 1971 = 100



N° 2231

Source: Banque d'Angleterre.

\* A partir de mars 1977, la série a été établie selon une formule nouvelle, le nombre des monnaies passant de onze à vingt et une, et les pondérations en fonction des échanges commerciaux étant calculées sur la base de 1972 au lieu de 1969.

Sauf pour une très courte période, cette décision n'a pas provoqué, tout d'abord, une baisse sensible de la monnaie française, dont le cours pondéré s'est vite stabilisé à deux points au-dessous de son niveau précédent. Entre la fin du mois de mai et la fin du mois d'août, toutefois, le franc a de nouveau assez fortement baissé, sous l'effet conjugué de nouvelles craintes inflationnistes et de l'inquiétude suscitée par l'incidence de la sécheresse sur la balance des paiements. A l'appréciation pondérée (près de 2½%) par rapport à décembre 1971 a succédé une dépréciation avoisinant 5%, tandis que le taux de change contre dollar fléchissait de FF 4,72 à presque FF 5. L'espoir de voir le nouveau gouvernement prendre des mesures correctives a alors engendré une certaine amélioration de la tenue du franc sur le marché des changes; à la fin de septembre et en octobre, cependant, la dépréciation pondérée de la monnaie française s'est accentuée de plus de 3 points. A la fin de 1976, elle atteignait pratiquement 8%, ce qui représentait une détérioration de 13 points par rapport à la mi-mars. A ce stade de 1977, le franc s'est, au total, quelque peu raffermi, et son taux par rapport au dollar s'établissait, vers la fin du mois de mai, à environ FF 4,95½.

Si l'on considère l'ensemble de la période écoulée depuis la fin de 1975, on constate que la baisse du cours pondéré du sterling a été supérieure à celle du franc français. De plus, les pressions dans les deux sens exercées sur la livre par le marché ont été également plus intenses; la dépréciation pondérée est passée de 30 à près de 49%

entre le début du mois de mars et la fin du mois d'octobre, puis le sterling a fortement remonté la pente à partir de novembre 1976. Cependant, sans les très importantes interventions officielles, les variations en hausse et en baisse du taux de change auraient été plus amples.

Le recul spectaculaire de la livre s'est amorcé le 4 mars, et, le lendemain, son cours descendait, pour la première fois, au-dessous de la barre des \$2. Entre cette date et le commencement de juin, sous l'effet conjugué du déficit de la balance des paiements courants, des opérations de termaillage effectuées par les milieux commerciaux et des réductions très importantes des balances sterling officielles détenues par les pays de l'OPEP, la livre est descendue à \$1,70, la dépréciation pondérée passant ainsi de 31 à près de 42%. C'est alors que la situation s'est améliorée temporairement sous l'effet, d'une part, de la négociation d'une facilité de crédit de \$5,3 milliards, consentie pour une période de six mois par les banques centrales des pays du Groupe des Dix, de la Suisse et la BRI, et, d'autre part, de l'amélioration des perspectives de reconduction pour un an de la politique des revenus. En septembre, cependant, la livre s'est remise à baisser brutalement; le creux de la vague fut atteint à la fin d'octobre, lorsque le taux par rapport au dollar chuta à \$1,55½, la dépréciation pondérée atteignant près de 49%. Rien n'enraya ce mouvement: ni l'annonce, à la fin de septembre, de la demande par le gouvernement britannique d'un crédit de confirmation de \$3,9 milliards au FMI, ni le relèvement, par étapes, de 11½ à 15%, du taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre. Deux facteurs ont, notamment, contribué à ce recul: d'une part, la révélation d'un fléchissement de près de £1 milliard des balances sterling officielles durant le deuxième trimestre et, d'autre part, des informations de presse, publiées à la fin du mois d'octobre, selon lesquelles le FMI considérerait comme approprié un taux de change de \$1,50 pour la livre sterling.

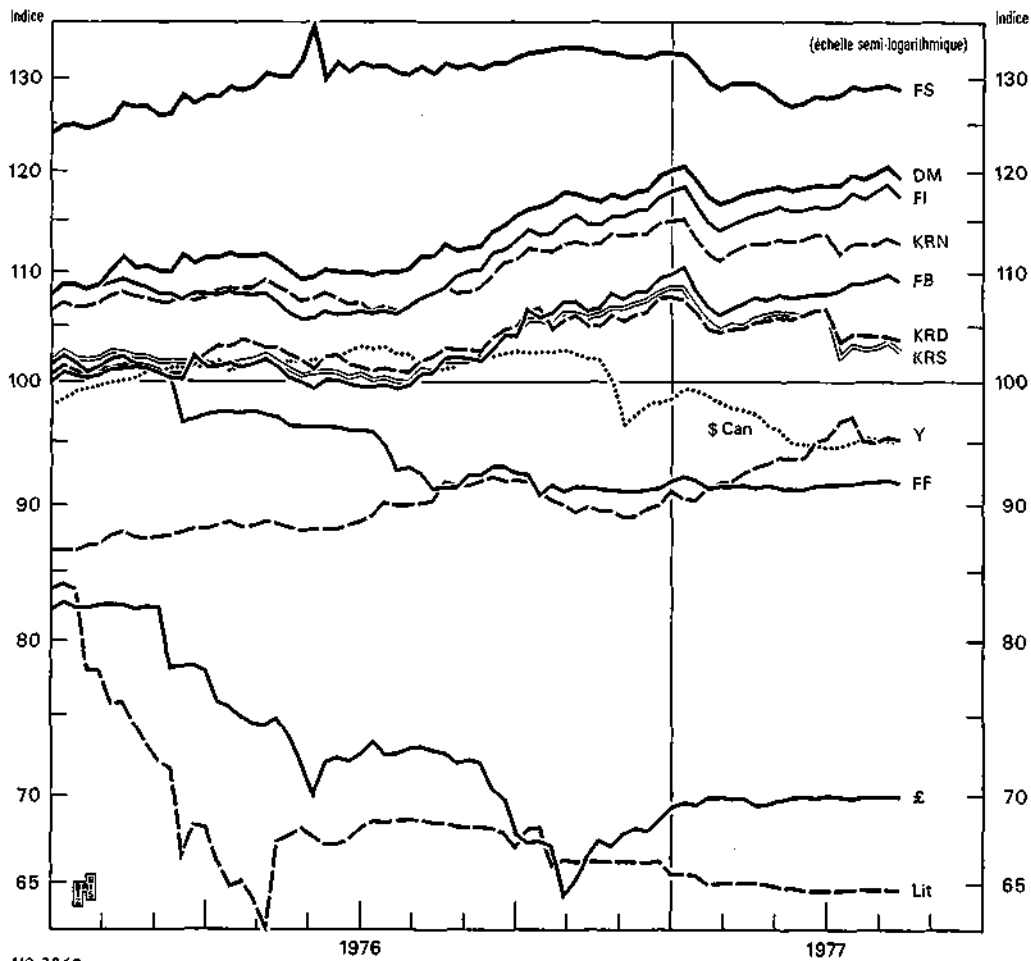
Le tournant de cette évolution se situe juste à la fin d'octobre et, depuis lors, la confiance dans le sterling s'est constamment renforcée. Les taux d'intérêt atteignaient alors au Royaume-Uni des niveaux records; on entrevoyait de plus en plus une issue favorable aux négociations menées avec le FMI pour l'obtention de la facilité de crédit, dont l'octroi était subordonné, entre autres conditions, à l'adoption de mesures visant à réduire le déficit financier du secteur public et à limiter l'expansion du crédit interne; des négociations étaient en cours pour obtenir d'un groupe de banques centrales une facilité de crédit, de caractère multilatéral, destinée à protéger le taux de change de la livre des effets que produirait tout nouveau retrait de balances sterling; enfin, en novembre, les autorités interdisaient purement et simplement aux banques britanniques de consentir des avances en sterling pour le financement d'opérations commerciales entre pays tiers. Grâce à cet ensemble de facteurs, au milieu de janvier 1977, la dépréciation pondérée de la livre était ramenée au-dessous de 43% et le taux de change contre dollar remontait au-delà de \$1,70. Avec l'octroi du crédit du FMI, en janvier, et de la facilité de prêt, en février, accordée dans le cadre de l'accord sur les balances sterling, la livre a continué d'être très demandée, mais les autorités ont préféré compenser leurs pertes de devises antérieures plutôt que de permettre une remontée du taux de change.

En ce qui concerne le dollar canadien, la période sous revue a été marquée également par une instabilité considérable, due à de fortes variations du poste des mouvements de capitaux de la balance des paiements; par contrecoup, le taux de

change a accusé une baisse sensible, plus marquée par rapport au dollar EU que sur la base du cours pondéré. Durant le premier semestre de 1976, le dollar canadien a fait preuve d'une très grande fermeté, des afflux de capitaux à long terme exceptionnellement importants ayant plus que compensé le déficit très élevé de la balance des paiements courants. Entre août 1975 et la fin du mois de juin 1976, son taux de change était passé de \$EU 0,96 à près de \$EU 1,04, soit à un niveau sans précédent depuis deux ans, tandis que la dépréciation pondérée en fonction des échanges commerciaux, d'environ 3½% par rapport à décembre 1971, faisait place à une appréciation supérieure à 6%.

Puis, pendant quatre mois et demi – jusqu'à la mi-novembre – le taux de change a quelque peu fléchi au total, sous l'effet d'un certain ralentissement des afflux de capitaux, dont le volume est demeuré, malgré tout, considérable. La victoire du parti séparatiste aux élections du Québec, survenue à un moment où l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains avait diminué, a provoqué une profonde agitation

Taux de change nominaux:  
cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU  
Chiffres du mercredi, sous forme d'indices des taux du marché à la date du 19 mars 1973



sur le marché des changes, due surtout à la crainte de voir la capacité d'emprunt à l'étranger du Canada en être sérieusement affectée. En l'espace de trois semaines, le taux de change pondéré descendait juste au-dessous du niveau de décembre 1971, tandis que le cours par rapport à la monnaie américaine reculait de plus de \$EU 1,02 à moins de \$EU 0,97½. Après un mieux passager, au début de janvier 1977, qui l'avait fait remonter presque à la parité, le dollar canadien a touché un creux de \$EU 0,94½ au milieu de mars. Depuis lors, les indications rassurantes concernant la cote de crédit du Canada sur le marché financier américain, et le fait que l'opinion internationale a considéré le nouveau budget fédéral comme prudent, ont entraîné un certain redressement du taux à \$EU 0,95¼, à la fin du mois de mai.

Parmi les monnaies fortes, c'est le deutsche mark qui a enregistré le plus grand mouvement de hausse durant la période sous revue. Son appréciation pondérée est passée de 16¾ à quelque 30% dans le courant de 1976 et s'est maintenue, depuis lors, aux alentours immédiats de ce niveau. Cette progression s'est produite, pour moitié environ, entre le début janvier et la mi-mars, parallèlement à la faiblesse de la lire, du franc français et de la livre; pour le reste, l'appréciation est survenue, en majeure partie, durant la période allant de septembre à novembre, époque qui fut marquée par une nouvelle dépréciation des trois monnaies précitées et par un rajustement mineur des parités au sein du «serpent». Contre le dollar EU, le taux de la monnaie allemande est passé d'un peu moins de DM 2,62 au début de 1976 à un maximum de DM 2,34½ dans les premiers jours de janvier 1977. Après s'être replié, vers la fin du mois et le commencement de février au-dessus de DM 2,42, il se raffermissait vers la fin de mai et avoisinait DM 2,36.

Par suite d'un important revirement, la balance des paiements courants du Japon est devenue excédentaire, la dépréciation pondérée du yen, qui était d'environ 1% par rapport à décembre 1971, s'est transformée, durant les neuf premiers mois de 1976, en une appréciation cumulée de 5½%, et le taux de change contre dollar s'est amélioré dans le même temps de Y 305 à Y 287. Une réduction (qui s'est avérée passagère) de l'excédent des paiements courants, conjuguée à l'incertitude ressentie avant les résultats des élections parlementaires de décembre, a ensuite provoqué un certain tassement. Mais l'issue des élections et le nouvel essor des exportations ont porté l'appréciation pondérée du yen, qui était tombée à quelque 1½% au début de décembre, à plus de 7% au début de mars (ce qui correspond à 8% sur la nouvelle base de pondération en fonction des échanges commerciaux) et à 11½% (compte tenu de cette nouvelle pondération) un mois plus tard. Sur la même période, la revalorisation par rapport au dollar a atteint 10%, le taux de change passant de Y 297 à un peu moins de Y 271. Vers la fin de mai, l'appréciation pondérée s'était légèrement infléchie au-dessous de 10%, et le cours au comptant contre dollar s'était replié à près de Y 278.

Si l'on considère l'ensemble de la période sous revue, on n'observe, pour le franc suisse, qu'une variation de cours relativement faible. A la fin de 1975, il s'établissait à FS 2,59 par rapport au dollar, et son taux d'appréciation pondéré depuis décembre 1971 s'élevait ainsi à 41%. Près de dix-sept mois plus tard, vers la fin de mai 1977, le cours de change contre dollar se situait aux environs de FS 2,51½, et le taux d'appréciation pondéré n'avait augmenté que de quelques points par rapport au niveau de la fin de 1975. Entre ces deux dates, toutefois, le franc suisse a enregistré de très amples fluctuations, en dépit d'interventions officielles substantielles sur le



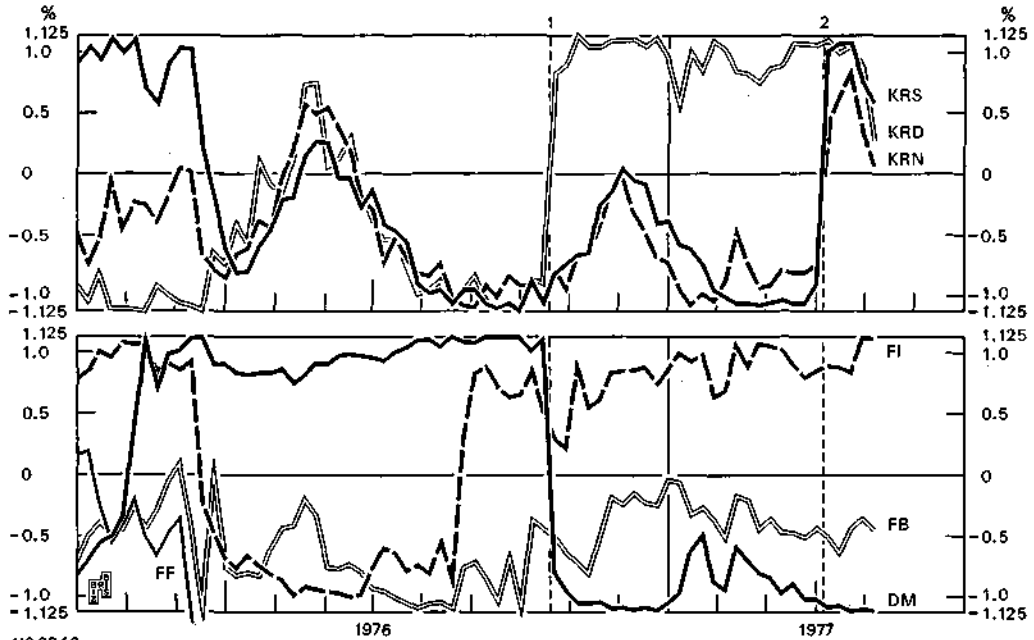
marché des changes. Entre la fin de 1975 et le début de juin 1976, son taux de revalorisation pondéré s'est accru de plus de 13 points, dépassant ainsi 54½%, tandis que son cours vis-à-vis du dollar passait à FS 2,38¼, niveau sans précédent. Dans le même temps, la monnaie helvétique a fortement augmenté, non seulement par rapport aux monnaies faibles, mais aussi vis-à-vis du deutsche mark et des autres monnaies du «serpent». Au début de juin 1976, le taux de change du franc suisse contre deutsche mark s'établissait à FS 0,92¾, alors qu'il se trouvait presque à la parité au commencement de l'année, accusant ainsi une hausse de 27½% par rapport au niveau atteint deux années auparavant.

Les autorités ont alors annoncé leur intention d'intervenir massivement, si besoin était, pour corriger des fluctuations excessives du taux de change, et elles ont imposé simultanément de nouvelles mesures de contrôle direct visant à atténuer les pressions s'exerçant sur le franc. Elles ont sévèrement réduit les plafonds fixés aux ventes à terme de francs suisses aux non-résidents; elles ont, par ailleurs, conclu avec les banques commerciales un accord aux termes duquel ces dernières ne devaient pas utiliser leurs filiales et succursales étrangères pour des opérations spéculatives sur la monnaie helvétique; en outre, les banques suisses ont accepté de ne pas effectuer, depuis la Suisse, de dépôts en euro-francs, ou d'autres placements directs en francs suisses, au nom de leurs filiales et succursales étrangères. Depuis lors, la monnaie helvétique a baissé assez fortement. Si l'on considère le cours pondéré, cette tendance à la baisse a ramené, à la fin de mai 1977, l'appréciation, par rapport à décembre 1971, à environ 45½%, alors qu'à la même date le franc suisse se traitait à environ FS 1,07 contre deutsche mark et à FS 2,51½ contre dollar.

Le taux de change effectif du dollar EU a fait preuve d'une assez grande stabilité au cours de la période sous revue. En 1976, sa dépréciation, depuis décembre 1971, est passée de 2¾ à environ 5¼% entre le début de juin et la fin de l'année, et depuis lors elle s'est, au total, légèrement accentuée. Cette stabilité relative du cours pondéré a été, bien entendu, la résultante de variations beaucoup plus amples en hausse et en baisse par rapport aux différentes monnaies. De plus, dans le courant de 1976 et durant les premiers mois de 1977, l'importance des fluctuations du dollar vis-à-vis des autres monnaies fortes n'a pas été négligeable.

On peut le constater en examinant l'évolution du dollar par rapport aux monnaies du «serpent» depuis la fin de 1975, période qui sera divisée en quatre phases pour plus de commodité. La première, s'étendant du début de 1976 à la fin de juillet environ, a été caractérisée par une assez grande stabilité. Le dollar n'a guère été affecté par les perturbations monétaires, en Europe, au commencement de 1976; à leur niveau le plus haut, le 1er avril, les monnaies du «serpent» s'échelonnaient entre 3½ et un peu plus de 5½% et, à leur niveau le plus bas, le 1er juin, entre 1 et 2¾% au-dessus de leurs taux centraux théoriques contre dollar. Durant une seconde phase, allant pratiquement de la fin de juillet au début de janvier 1977, la bande du «serpent» s'est élevée de 1¾-4 à 11¾-14% au-dessus des taux centraux contre dollar des monnaies des pays participants; le dollar a d'abord été affecté par l'attente d'une réévaluation du deutsche mark, qui a provoqué des tensions au sein du «serpent», puis, plus tard, par la détente des taux d'intérêt américains. Au cours d'une troisième phase, de courte durée, la bande du «serpent» s'est abaissée de 4 points par rapport au dollar en l'espace

Variations des taux de change  
 au comptant à l'intérieur du bloc de flottement concerté des monnaies européennes  
 Moyennes hebdomadaires, en %



N° 2240

<sup>1</sup> Ajustements de taux de change centraux le 18 octobre 1976. <sup>2</sup> Ajustements de taux de change centraux le 4 avril 1977.

de trois semaines, mais, dans une quatrième phase, cette tendance s'est inversée juste avant la fin de janvier, et, vers la fin du mois de mai 1977, les monnaies des pays participants se trouvaient à l'intérieur d'une bande s'étendant de 11 à 13¼% au-dessus de leurs taux centraux théoriques par rapport au dollar.

Le «serpent» lui-même a connu deux périodes de fortes tensions en 1976. Au cours de la première, qui s'est ouverte immédiatement après l'arrêt, en janvier 1976, des interventions officielles italiennes sur le marché des changes, le deutsche mark a gagné le haut de la bande, et la couronne danoise a été, d'abord, la monnaie la plus faible. Le franc français s'est trouvé soumis à de très fortes pressions, à la suite du brusque accès de faiblesse de la livre, le 4 mars, et dix jours plus tard, après de sévères pertes de réserves de change, son retrait du «serpent» était décidé. En même temps, les pressions exercées sur le franc belge à l'intérieur du «ver» du Benelux ont entraîné la suspension de ce dispositif. L'application de mesures sévères par les autorités belges et danoises a toutefois mis fin à la crise le 22 mars.

La seconde période de tension a commencé au milieu de juillet; elle était, essentiellement, due au fait que l'on s'attendait à voir le taux d'inflation plus faible de l'Allemagne conduire à une réévaluation du mark allemand par rapport aux autres monnaies des pays participants. Comme le deutsche mark tenait le haut du «serpent», toutes les autres monnaies sont tombées, ou peu s'en faut, à leur plancher d'intervention. Le franc belge, la couronne danoise et le florin se sont trouvés soumis à des pressions extrêmement fortes, et les autorités nationales ont pris des mesures énergiques pour défendre leurs monnaies: les taux d'intérêt à court terme pratiqués sur

les marchés des trois pays ont enregistré des hausses spectaculaires, en raison d'interventions massives effectuées sur les marchés des changes et de l'adoption d'autres mesures monétaires restrictives. A la fin d'août, le florin réagissait en se raffermissant considérablement; le franc belge se redressait également, mais, à un degré moindre et, par ailleurs, les pressions dont la couronne danoise étaient l'objet diminuaient. Jusqu'à la mi-octobre, toutefois, un écart considérable a continué d'exister entre le deutsche mark et toutes les autres monnaies des pays participants, à l'exception du florin, et les autorités ont dû, par moments, intervenir de façon massive.

Les pays participants ont, alors, décidé d'ajuster les taux de change de leurs monnaies, avec effet au 18 octobre. Les autorités allemandes ont annoncé une réévaluation de 2% du deutsche mark qui, combinée avec des révisions en baisse des taux centraux des monnaies des pays scandinaves participants, s'est traduite par un ajustement en hausse du mark allemand de 2% par rapport aux devises des pays du Benelux, de 3% vis-à-vis des couronnes suédoise et norvégienne, et de 6% par rapport à la couronne danoise. Cette mesure a été suivie d'effets immédiats, la monnaie danoise gagnant rapidement le haut du «serpent», tandis que le deutsche mark était entraîné vers le plancher, où il prit la place des monnaies suédoise et norvégienne. Le florin a enregistré, au départ, une baisse assez forte, mais est vite remonté vers le sommet du «serpent», où il rejoignait la couronne danoise vers la fin de l'année. Du fait des incessantes pressions à la baisse exercées sur le deutsche mark à partir du début de novembre, les autres banques centrales ont été en mesure de rembourser le montant de l'aide reçue précédemment de la Deutsche Bundesbank.

A l'aube de 1977, le mark allemand a quitté la limite inférieure du «serpent», où il a été remplacé par la couronne norvégienne puis, plus tard, par la monnaie suédoise, tandis que la couronne danoise et le florin demeuraient les monnaies les plus fortes. A la fin de mars, le mark allemand avait rejoint la couronne suédoise en bas du «serpent», mais les autorités n'ont pas eu à intervenir massivement. C'est dans ce climat de calme relatif que s'est produit, avec effet au 4 avril, un nouveau réaligement des monnaies des pays participants, à l'initiative de la Suède qui se trouvait aux prises avec de graves difficultés de balance des paiements. Le taux central de la couronne suédoise a été ajusté en baisse de 6% par rapport au deutsche mark, au franc belge et au florin, cependant que les monnaies danoise et norvégienne suivaient le mouvement à moitié, et n'étaient dévaluées que de 3%. La couronne suédoise, qui avait été la monnaie la plus faible durant presque tout le mois de mars, s'est ensuite raffermie, et a laissé sa place au deutsche mark dans le bas du «serpent». Pendant la majeure partie du mois d'avril, la couronne danoise a dominé les autres monnaies du «serpent», mais elle s'est ensuite trouvée détrônée par le florin, qui a été l'objet, début mai, de fortes pressions à la hausse.

### **Interventions officielles sur les marchés des changes**

L'année 1976 et les premiers mois de 1977 ont été marqués par l'ampleur considérable des interventions officielles sur les marchés des changes, liées en partie, mais pas entièrement, à des périodes d'agitation monétaire. Les pays du Groupe des Dix, avec la Suisse, peuvent se subdiviser en deux catégories principales, du point de vue des politiques d'intervention mises en œuvre: les uns se sont bornés à des

opérations visant uniquement à régulariser l'évolution du marché au jour le jour, les autres sont intervenus de telle sorte qu'il en est résulté des modifications importantes de leurs réserves officielles nettes, compte tenu des emprunts contractés par les pouvoirs publics ou sous leur égide. Dans l'interprétation des chiffres sur les réserves des pays, il convient de ne pas perdre de vue que ces changements ne sont pas toujours une indication sûre de l'ampleur des interventions officielles ou même, dans certains cas, de leur orientation. C'est ainsi que le volume global des réserves peut se trouver modifié par des opérations effectuées par les banques centrales avec, comme clients, leurs propres gouvernements, ou par des revenus provenant du placement d'avoires de change. De surcroît, ces modifications résultent parfois d'une action délibérée, au moyen, par exemple, d'opérations de crédits croisés ou à terme sec.

L'examen des données appropriées, sous réserve toutefois des restrictions ci-dessus, montre que les Etats-Unis figurent dans la première des catégories précitées, comme c'était le cas pour le Canada jusqu'aux élections de novembre 1976 dans la province de Québec, alors que tous les autres pays du Groupe des Dix, Suisse comprise, sont classés dans la seconde. On peut toutefois ranger l'Allemagne dans un camp comme dans l'autre: elle est aux côtés des Etats-Unis, eu égard au taux de change du deutsche mark contre dollar, mais rejoint ses partenaires du «serpent», lorsqu'il s'agit des interventions au sein du bloc de flottement concerté.

Aux Etats-Unis, le montant total des opérations de soutien effectuées par la Banque de Réserve fédérale de New York durant les douze mois s'achevant en janvier 1977, a atteint, selon les indications transmises, \$1 milliard environ. Ce chiffre comprend, à la fois, les ventes et les achats de devises sur le marché, qui ont porté en grande partie sur le deutsche mark. La moitié environ de ces interventions se sont produites entre février et mai 1976, puisque les ventes nettes effectuées en février et mars, durant la période de tension sur les monnaies européennes, ont été suivies par des achats nets, en avril et mai, lorsque la situation du marché s'est inversée. Après une période de deux mois et demi sans intervention, le reste des opérations de soutien a eu lieu entre le milieu d'août 1976 et la fin de janvier 1977.

Pendant la plus grande partie de 1976, les interventions du Canada sur le marché ont été essentiellement du même genre que celles de la Réserve fédérale, en ce sens qu'elles n'ont pas engendré d'importantes modifications nettes des réserves officielles, mais elles ont été beaucoup plus fréquentes et ont porté sur des montants nettement plus élevés. Quoi qu'il en soit, depuis les élections de novembre au Québec, le Canada a rejoint les pays du second groupe. Entre cette date et la fin de mars 1977, ses réserves de change ont diminué d'environ \$0,8 milliard; une baisse de cette ampleur était survenue en novembre 1976, mais avait été suivie d'un accroissement de \$0,7 milliard en décembre, lorsque le dollar canadien s'était raffermi pour un temps, puis d'un fléchissement de même importance au cours du premier trimestre de 1977.

Les variations cumulées des réserves ont été bien plus amples dans les trois principaux pays dont les monnaies ont enregistré une forte baisse en 1976. En Italie, la détérioration cumulée de la position monétaire extérieure nette officielle (diminution des réserves plus accroissement des emprunts officiels à l'étranger) de \$1,8 milliard durant les cinq premiers mois de l'année — comprenant les six semaines sans intervention — a été suivie d'une amélioration nette globale de plus de \$3 milliards pendant

le reste de l'année. Pour réaliser ce redressement, il a fallu tout le poids des nouveaux emprunts officiels, des mesures de contrôle des changes et d'autres décisions de caractère administratif, qui ont amené le secteur non bancaire à emprunter à l'étranger. Ces emprunts ont contribué, dans une large mesure, à accroître considérablement les engagements extérieurs nets des banques italiennes qui, pour l'ensemble de l'année, ont atteint \$2,3 milliards.

En France, les pertes nettes de réserves — un peu plus de \$3 milliards en moins de deux mois — ont conduit les autorités à décider, au milieu de mars 1976, le retrait du franc du « serpent ». Par la suite, les interventions ont été beaucoup moins importantes et la diminution des réserves s'est élevée à \$0,4 milliard pour la période de tension des mois de juillet et août. Le taux de change du franc a, toutefois, bénéficié par ailleurs du soutien substantiel, tout au long de l'année, des emprunts contractés à l'étranger, à l'incitation des autorités, par les entreprises françaises des secteurs tant public que privé.

On peut avoir un aperçu de l'ampleur nette qu'ont revêtue, au Royaume-Uni, les opérations officielles de soutien de la livre, durant la période de mars à novembre 1976, en constatant que, pour les onze premiers mois de l'année, l'ensemble des pertes de réserves et des emprunts nets, de diverses natures, du secteur public à l'étranger ont avoisiné \$7 milliards. Depuis le renversement de situation survenu sur le marché vers la fin de l'année dernière, les interventions sous forme de ventes de sterling ont été très importantes. L'augmentation des réserves entre décembre 1976 et avril 1977 (à l'exclusion de la fraction de celle-ci résultant de nouveaux emprunts nets du secteur public) ressort à \$4,2 milliards.

Les deux pays du Groupe des Dix dont les monnaies flottent de façon autonome et dont la balance des paiements est excédentaire sont également intervenus massivement au cours de la période sous revue. Au Japon, une grande partie de l'augmentation des réserves de change enregistrée en 1976 (\$4 milliards) a été sans doute le fait d'achats nets de dollars effectués sur le marché par les autorités. Depuis novembre dernier, toutefois, l'appréciation sensible du yen s'est accompagnée d'une assez grande stabilité du niveau des réserves. En Suisse, la Banque Nationale a acquis, en 1976, un montant total de \$7,5 milliards sur le marché des changes, contre un peu plus de \$4 milliards l'année précédente. Pour apprécier ce chiffre, il importe cependant de tenir compte du fait que les autorités ont continué d'exiger la conversion immédiate en dollars, auprès de la Banque Nationale, du produit des emprunts, en Suisse, de non-résidents. Cette mesure avait été prise à l'origine pour garantir l'exportation effective des capitaux ainsi obtenus; mais elle a, sans nul doute, contribué à réduire sensiblement la demande de devises sur le marché des changes helvétique. Avec \$6,2 milliards l'an dernier, ces conversions effectuées par les autorités n'ont été inférieures que de \$1,3 milliard au montant total de leurs achats bruts de devises sur le marché.

Au sein du bloc de flottement concerté, les perturbations enregistrées l'an dernier ont provoqué des interventions, tant en monnaies des pays participants qu'en dollars, d'une ampleur jamais atteinte depuis le début du fonctionnement du « serpent » en 1972. En Belgique, la position nette des réserves de la Banque Nationale s'est sensiblement modifiée à quatre reprises au cours de 1976, progressant en deux occasions et régressant en deux autres; ces modifications ont correspondu aux deux périodes de tension

au sein du «serpent» et aux répercussions qu'elles ont entraînées. Cette évolution se retrouve grosso modo dans les variations trimestrielles des réserves nettes: pertes de \$1,3 milliard durant le premier trimestre, gains de \$0,7 milliard pendant le deuxième, nouvelles pertes de \$1 milliard au cours du troisième et gains de même ampleur dans les trois derniers mois de l'année.

Aux Pays-Bas, les réserves se sont accrues de \$0,6 milliard en février, par suite surtout de la fermeté du florin à l'intérieur du «ver» du Benelux. Ces gains ont été compensés, et au-delà, par les pertes subies entre la mi-mars et la mi-juin, période pendant laquelle les réserves ont fondu, au total, de \$1,2 milliard; de plus, les réserves nettes ont diminué d'environ \$0,3 milliard, entre la fin du mois de juillet et la fin du mois d'août. Par la suite, lorsque le florin s'est raffermi, les autorités ont procédé à des achats considérables de devises sur le marché et, vers la fin de l'année, les réserves avaient retrouvé leur niveau de la fin de mars.

En Suède, les réserves se sont réduites de \$1,1 milliard, entre juin et octobre, sous l'effet d'interventions massives des autorités destinées à soutenir la couronne sur les marchés des changes. Durant les deux derniers mois de l'année, les autorités ont pu compenser leurs pertes, à concurrence de \$0,3 milliard. Comme pour certains autres pays, ces chiffres n'indiquent pas dans quelle mesure le taux de change a été «géré», au sens le plus large, le gouvernement ayant continué d'encourager le recours massif aux emprunts à l'étranger pour financer le déficit de la balance des paiements courants.

En contrepartie des baisses de réserves enregistrées dans ces quatre pays du «serpent», on a observé un accroissement de \$4 milliards des avoirs de change de l'Allemagne, l'an dernier. Bien plus important a été, au total, l'aide directe et indirecte accordée par la République fédérale à ses partenaires, au cours des périodes de tension survenues au sein du bloc de flottement concerté: \$3,9 milliards pendant la crise du premier trimestre et \$3,8 milliards pour celle qui dura de juillet à octobre. Compensant en partie ces gains, des pertes assez sensibles, mais plus faibles que les chiffres ci-dessus, ont affecté les réserves de l'Allemagne après chacune des crises à l'intérieur du «serpent»; dans la plupart des cas, toutefois, ces baisses de réserves n'ont pas été dues à des interventions des autorités allemandes sur les marchés des changes, mais plutôt au fait que les autorités monétaires des autres pays participant au bloc de flottement concerté ont procédé à des rachats de leur monnaie auprès de la Bundesbank.

### **La gestion des taux de change**

L'exposé précédent concernant l'évolution des taux de change et les interventions des banques centrales sur les marchés montre que la controverse sur les rôles dévolus à la gestion des taux de change et à leur ajustement n'est pas près de s'éteindre. Les pays qui, à l'instar des Etats-Unis surtout, préconisent et pratiquent de façon intense le flottement non contrôlé, soutiennent que la gestion des taux de change, qui inclut implicitement les interventions officielles de grande envergure, empêche ceux-ci de jouer le rôle qui leur échoit dans le processus d'ajustement, contribuant ainsi, à la fois, à entretenir les déséquilibres dans les balances de paiements et à transmettre l'inflation des pays à monnaie faible au reste du monde. D'après cette

thèse, l'instabilité des taux de change est essentiellement provoquée par des divergences entre les politiques économiques des divers pays et par les écarts qui en résultent entre les taux d'inflation. Les variations non contrôlées des taux de change ne sont pas en général, disent les tenants de ce point de vue, une cause autonome de disparités d'inflation; plus précisément, affirment-ils, les monnaies qui se déprécient ne constituent pas une source indépendante de pressions inflationnistes dans les pays concernés.

Selon une opinion opposée, on ne saurait laisser aux marchés, livrés à eux-mêmes, le soin d'assurer la formation de taux de change réalistes et stables, en raison de la grande diversité d'influences auxquelles ils peuvent être soumis. Hormis celles qui sont engendrées par la balance des paiements de base — échanges commerciaux et autres transactions courantes d'un pays, et position structurelle en tant qu'importateur ou exportateur net de capitaux à long terme — ces influences comprennent les changements survenus dans les préférences, tant des résidents d'un pays que des non-résidents, pour la détention d'avoirs libellés en la monnaie de ce pays, par opposition aux autres monnaies. La première de ces deux catégories d'influences évolue, en général, assez lentement; la seconde, toutefois, peut entraîner des modifications rapides sur le marché des changes. Il peut en être ainsi, par exemple, sous l'effet de variations des taux relatifs d'intérêt à court terme, ou de facteurs ébranlant la confiance dans une monnaie, tels que les appréciations portées par les marchés sur les politiques économiques et monétaires d'un pays, ou des événements de caractère purement politique.

Par suite, le flottement non contrôlé risque d'amener le taux de change à un niveau qui soulage certes le marché, en ce sens qu'il satisfait les préférences pour la détention de tel ou tel avoir, mais qui va au-delà de ce qui est nécessaire du point de vue de la balance des paiements de base. Ce danger est encore accru par le fait qu'à partir du moment où ces changements de préférences ont perturbé l'équilibre du marché, un taux de change peut parfois continuer à évoluer longtemps en baisse ou en hausse avant que les opérateurs ne soient convaincus que le mouvement ne risque guère de se poursuivre. De plus, un tel dépassement, s'il implique une variation sensible du taux de change, peut constituer en soi une source autonome de déséquilibres dans les balances des paiements courants et d'écarts entre les taux d'inflation des différents pays, étant donné que ses répercussions sur les prix, par le biais d'une modification du coût des importations, seront d'ordinaire ressenties plus rapidement que ses effets réels sur la balance des paiements de base. Autrement dit, ce dépassement peut mettre en branle des cercles vicieux et vertueux de variations des taux de change et des prix.

Comme c'est souvent le cas dans de telles controverses, ces deux thèses comportent une part de vérité. Il est incontestable qu'une stabilité durable du taux de change n'est pas compatible avec de larges écarts entre les taux d'inflation et que l'application de politiques nationales inadéquates a été la cause essentielle de l'apparition de tels écarts, ces dernières années. De plus, les autorités ont eu recours, à plusieurs reprises, à des interventions officielles — ou à d'autres mesures qui influent directement sur l'équilibre de l'offre et de la demande d'une monnaie sur le marché — pour permettre de faire face à ces disparités et différer ainsi l'application de mesures correctives. En

L'absence de celles-ci, les opérations de soutien effectuées par des pays à monnaie intrinsèquement faible sont, de toute façon, nécessairement appelées à cesser à un moment donné — quand les réserves et les facilités de crédit sont épuisées. L'expérience de l'Italie, en 1975, est une bonne illustration de ce processus: le taux de change de la lire a été maintenu au même niveau pendant plus d'un an, alors que sévissait une vive inflation d'origine interne, pour se déprécier ensuite fortement au début de 1976, lorsque les devises disponibles pour soutenir la monnaie vinrent à manquer.

Certes, on pourra objecter à juste titre que, dans les pays où le contrôle de la situation économique et financière interne échappe aux autorités, et ce pendant très longtemps, la notion de taux de change d'équilibre n'existe pas, ou, autrement dit, que le taux d'équilibre est constamment orienté à la baisse. Dans ce cas, les taux de change relatifs peuvent varier notablement, sans qu'aucun changement n'affecte les rapports des taux réels, le reste du processus d'ajustement ayant fait défaut.

Cela ne veut pas dire pour autant que les interventions officielles, ou autres moyens de gestion du taux de change, doivent se limiter à atténuer les perturbations mineures survenant sur les marchés. Par définition, la gestion du taux de change reste nécessaire dans ces zones assez vastes du système monétaire, où les parités sont encore fixes sous une forme ou sous une autre. Cette remarque vaut pour les nombreux petits pays dont les taux de change sont liés à une grande monnaie, au dollar en général, et également, au sein de leur propre zone, pour les pays participant au bloc de flottement concerté européen. La Belgique, le Danemark et les Pays-Bas ont réussi à se maintenir au sein du «serpent», l'an dernier, lorsque leurs monnaies se sont trouvées soumises à de graves pressions, en recourant simultanément aux interventions officielles sur le marché, à des politiques monétaires très fortement restrictives et à un réaligement modeste de leurs taux de change centraux. Ces pressions sont nées, pour une large part, des écarts de leurs taux d'inflation par rapport à celui de l'Allemagne, et la décision de ces pays de rester dans le «serpent» montre qu'ils estiment avoir une meilleure chance de combler ces écarts dans un système de taux de change fixes, mais ajustables, au sein duquel leur propre monnaie est liée à celles de leurs principaux partenaires commerciaux.

En ce qui concerne la gestion de taux de change à flottement autonome, il convient de faire une distinction entre les pays à taux d'inflation très différents et ceux à taux d'inflation analogues. Dans le premier groupe, ainsi que cela a été dit plus haut, la gestion du taux de change sans le complément du processus d'ajustement conduit à une impasse. De plus, la suite du processus peut fort bien s'avérer inefficace sans une certaine régulation directe du taux de change par les autorités. Si, dans un pays déficitaire, les pouvoirs publics font un réel effort pour redresser la situation fondamentale sans soutenir, si besoin est, le taux de change jusqu'à ce que les mesures correctives aient eu le temps de produire leurs effets, la confiance du marché peut s'en trouver ébranlée. Cette situation risque de provoquer une nouvelle dépréciation de la monnaie, qui aura pour effet, à la fois, de renchérir les prix à l'importation et de raviver les anticipations inflationnistes, et rendra plus difficile aux autorités la tâche de maîtriser l'inflation. Inversement, quand le marché estime qu'un pays à déficit chronique a obtenu des succès notables dans le redressement de sa balance des paiements et dans la lutte contre l'inflation, il peut être judicieux que la banque centrale intervienne pour empêcher une appréciation excessive de la monnaie.



Ces dernières années, toutefois, l'instabilité des taux de change ne s'est pas seulement manifestée dans les pays où elle résultait principalement des écarts entre les taux d'inflation. Depuis 1973, l'Allemagne et les Etats-Unis ont enregistré, dans l'ensemble, des taux d'inflation comparables, ainsi que des variations assez amples du taux de change dollar/DM — même si leur importance n'a pas atteint celle des dépréciations de la livre et de la lire ou de l'appréciation du franc suisse. On ne saurait davantage expliquer ces mouvements par les seuls écarts entre les taux d'intérêt de ces pays. Au cours de 1973-74, ces fluctuations du taux de change dollar/DM ont été provoquées par des chocs extérieurs importants — l'effondrement définitif, en mars 1973, du système de Bretton Woods, les relèvements des prix du pétrole et la suppression des mesures de contrôle sur les exportations de capitaux des Etats-Unis. Plus récemment encore, bien que le taux de change dollar/DM ait connu une plus grande stabilité, ses variations n'ont, apparemment, pas été le seul fait des modifications des situations économiques ou financières relatives de ces deux pays. De telles fluctuations peuvent se traduire par des coûts économiques réels en rendant, par exemple, plus incertaines les décisions d'investissement, et on ne voit guère ce que l'on perdrait en essayant de les éliminer par le biais d'interventions officielles — d'autant plus que les variations du taux de change dollar/DM se répercutent sur les autres monnaies.

Dans une très large mesure, ces divergences de points de vue au sein des pays industrialisés reflètent les différences qui existent entre les économies relativement fermées de l'Amérique du Nord et celles, relativement ouvertes, du continent européen. Ces dernières sont beaucoup plus sensibles que les premières, à la fois à l'incidence des variations du taux de change sur les prix, et à leurs effets réels. Il existe aussi à l'heure actuelle une divergence, bien compréhensible, entre les points de vue des pays déficitaires et ceux des pays excédentaires, les premiers étant manifestement plus désireux d'éviter l'apparition d'un cercle vicieux de dépréciation de leur monnaie que ne le sont les seconds d'empêcher un mouvement régulier d'appréciation de la leur — encore que la hausse du franc suisse ait, au milieu de 1976, atteint un niveau tel que les autorités sont intervenues énergiquement pour y mettre un terme. Si l'on considère, d'une façon plus générale, l'ensemble du système monétaire international, on constate que, dans la plupart des pays, il n'est pas possible de pratiquer une politique où le taux de change reste en grande partie incontrôlé, et que, même dans les pays où cette formule peut être appliquée, elle n'est pas toujours nécessairement la meilleure. La gestion du taux de change restera donc un adjuvant nécessaire à une saine politique intérieure, ce qui signifie que la plupart des pays auront toujours besoin de réserves à cette fin. En d'autres termes, l'effondrement du système des parités fixes n'a pas entraîné une réduction mondiale de la demande de réserves.

### **Production d'or et marché de l'or**

Après cinq années de baisses successives, 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) s'est très légèrement accrue en 1976, passant de 940 à 945 tonnes métriques. Ce niveau est inférieur de 25% au record de 1.265 tonnes enregistré en 1970.

**Production d'or dans le monde**

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1973	1974	1975	1976
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	855,2	759,5	708,1	709,1
Canada . . . . .	60,0	165,9	68,5	126,1	74,9	60,8	52,8	51,4	52,5
Etats-Unis . . . . .	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	36,6	35,1	32,7	32,2
Papouasie- Nouvelle-Guinée . . .	.	.	.	.	0,7	22,5	22,6	19,3	21,0
Rhodésie . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	22,7	19,1	17,7	16,9
Philippines . . . . .	5,1	34,9	—	14,9	18,7	17,8	16,7	15,6	16,3
Australie . . . . .	13,3	51,1	25,8	33,4	19,3	17,2	16,2	16,4	15,5
Colombie . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	6,7	8,3	9,7	12,4
Mexique . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	4,1	4,2	4,0	4,0
Japon . . . . .	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	5,9	4,2	4,3	3,1
Zaire . . . . .	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,2	3,9	3,2	2,9
<b>Total . . . . .</b>	<b>629,0</b>	<b>970,6</b>	<b>607,5</b>	<b>692,2</b>	<b>1.231,8</b>	<b>1.069,3</b>	<b>961,6</b>	<b>902,4</b>	<b>905,9</b>
Autres pays . . . . .	41,5	194,4	59,0	62,0	35,7	38,5	39,3	39,9	40,7
Production mondiale (estimations)*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	1.107,8	1.000,9	942,3	946,6

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

La production de l'Afrique du Sud s'est élevée à 709 tonnes – une tonne de plus qu'en 1975 – et, n'eût été la pénurie de main-d'œuvre notée vers la fin de l'année, ce chiffre aurait encore été quelque peu supérieur. Le volume de minerai traité a augmenté de 2,5%; parallèlement, sa teneur moyenne en or a diminué à peu près dans les mêmes proportions, encore qu'une amélioration se soit amorcée durant la dernière partie de l'année. Les coûts moyens d'exploitation dans l'industrie sud-africaine ont subi une hausse de 15,5% par rapport à 1975, tandis que le prix moyen payé à l'industrie minière pour sa production marque un recul de 7% (23% en termes de dollars) par comparaison avec l'année précédente. Les bénéfices moyens tirés de l'extraction de l'or ont, par suite, chuté de 31%, soit près de trois fois autant qu'en 1975. Entre les troisième et quatrième trimestres, toutefois, ces bénéfices sont remontés de 18%, en liaison avec le raffermissement sensible des cours du marché.

Au Canada et aux Etats-Unis également, la production d'or n'a que peu varié par rapport à l'année précédente, avec respectivement 53 et 32 tonnes. Parmi les autres producteurs occidentaux moins importants, la légère expansion de la production de la Papouasie-Nouvelle-Guinée, de la Colombie et des Philippines s'est trouvée compensée par une diminution dans certains autres pays.

Si la production globale du monde occidental ne s'est guère modifiée en 1976, les cessions d'or effectuées sur le marché par les pays communistes ont été évaluées à 350 tonnes, soit un accroissement de 200 tonnes. En outre, le marché a également été alimenté par de l'or provenant des encaisses officielles des pays occidentaux. Selon les chiffres fournis, ces dernières ont diminué de 270 tonnes en 1976; ce chiffre comprend, toutefois, le fléchissement de 160 tonnes des réserves d'or de l'Afrique du Sud, qui serait dû, en grande partie, à des opérations de swap contre or – sans incidence sur

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1973	1974	1975	1976
	en tonnes métriques			
Production . . . . .	1.110	1.000	940	945
Ventes des pays communistes (estimations) . . . . .	330	150	150	350
Diminution des encaisses officielles des pays occidentaux (chiffres nets) . . . . .	40	35	35	110*
Total (= absorption non monétaire, estimations) .	1.480	1.185	1.125	1.405

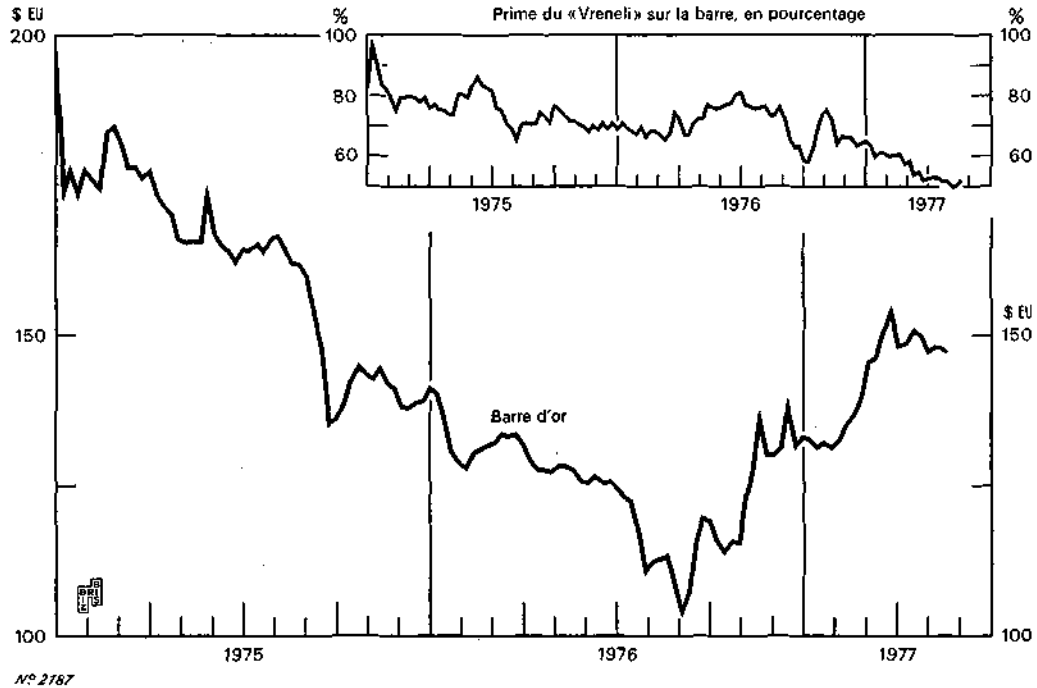
\* Non comprise la diminution de 160 tonnes des réserves d'or de l'Afrique du Sud.

L'offre du marché – conclues, en mars 1976, entre la Banque de Réserve d'Afrique du Sud et un groupe de banques commerciales. Abstraction faite de la modification des réserves métalliques de l'Afrique du Sud, la baisse recensée des réserves officielles d'or des pays occidentaux s'est élevée l'année passée à 110 tonnes, chiffre qui correspond d'assez près aux 121 tonnes vendues sous forme d'adjudications publiques par le FMI, entre juin et décembre 1976. Si l'on ajoute la production d'or occidentale au montant estimé des cessions des pays communistes et au montant correspondant à la baisse recensée des réserves métalliques officielles des pays occidentaux (sauf l'Afrique du Sud), on peut estimer l'offre totale de métal frais sur le marché, en 1976, à un peu plus de 1.400 tonnes, soit 25% de plus qu'en 1975.

La période allant du commencement de 1976 aux premiers mois de 1977 a encore été marquée par de fortes variations du cours de l'or sur le marché. Le repli amorcé au début de 1975 s'est poursuivi durant les huit premiers mois de l'année passée, et la baisse cumulée entre fin décembre 1974 et fin août 1976 a été d'environ \$95 l'once, soit un recul de près de 50%. Depuis lors, on a assisté à une vigoureuse remontée de sorte que, vers la fin du mois de mars 1977, les cours ont repassé le cap des \$150 l'once. Ce raffermissement s'explique essentiellement par la forte reprise de la demande d'or, étant donné que l'offre de métal sur le marché est devenue plus abondante entre les troisième et quatrième trimestres de l'année écoulée. Cette recrudescence de la demande a en partie son origine dans des achats substantiels effectués par les pays du Moyen-Orient.

Au début de 1976, au moment où le Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international, réuni à la Jamaïque (les 7 et 8 janvier), entérinait l'accord d'août 1975, le marché était orienté à la baisse; cet accord, conclu dans le cadre d'arrangements plus vastes concernant l'avenir du rôle monétaire de l'or, prévoyait la vente d'un sixième des réserves de métal jaune du Fonds, soit 778 tonnes, par adjudications publiques échelonnées sur une période de quatre ans, étant entendu que la part des recettes correspondant à la différence entre le cours de vente et l'ancien cours officiel serait versée à un Fonds fiduciaire, au profit des pays en voie de développement à faible revenu. Entre le 7 et le 22 janvier, le cours de l'or sur le marché a fléchi de \$15 pour s'établir à \$124 l'once de fin. Suite à une légère reprise, les cours sont remontés à \$134 l'once de fin à la mi-mars, mais, vers la fin du même mois, ils se situaient

**Cours de l'or sur le marché**  
Chiffres du vendredi, en dollars EU par once de fin



N° 2187

juste en dessous du niveau de \$130. Vint ensuite une période de relative stabilité des cotations; l'annonce, le 6 mai, que les ventes aux enchères du FMI commençaient au début de juin n'a guère eu, dans l'immédiat, de répercussions sur le marché; le 1er juin, à la veille de la première vente, le cours avait néanmoins glissé et cotait juste un peu plus de \$126 l'once de fin.

Lors de la première adjudication, 24 tonnes furent vendues à un prix commun de \$126 l'once; le total des offres reçues avait dépassé trois fois ce volume. Le cours du marché, qui était remonté légèrement au-dessus de \$127 l'once immédiatement après, reprit sa trajectoire descendante lorsqu'il apparut que les offres indirectes présentées par les banques centrales à l'occasion de cette adjudication étaient fort modestes, et, le 13 juillet, juste avant la seconde vente aux enchères, il passa à \$122 l'once de fin. L'or fut cette fois adjugé au prix de \$122,05 et il s'ensuivit aussitôt une baisse brutale du cours du marché, qui tomba à \$107,75 l'once de fin, à la suite de ventes spéculatives de grande envergure. Etant donné que les soumissions émanant de banques centrales avaient été une nouvelle fois peu élevées, on prévoyait que les ventes ultérieures allaient encore peser sur le cours. En outre, on s'attendait généralement que l'URSS cède, sous peu, des quantités d'or substantielles, afin de reconstituer ses réserves de devises. Après une légère remontée vers la fin du mois de juillet, le marché se remit à descendre à partir de la mi-août et, vers la fin du même mois, les cours se tenaient juste au-dessus de \$103,05 l'once, autrement dit, à leur niveau le plus faible depuis décembre 1973.

Ce fut là le tournant. La demande connut alors un regain de dynamisme, qui se traduisit, vers la fin de septembre, par un cours sur le marché de \$120. En novembre,

il dépassait \$130, en février 1977, il passait le cap de \$140 et atteignait, à la fin du mois de mars, un niveau record de presque \$154 l'once. Dans un premier temps, ce renversement de la tendance a été dû, pour une bonne part, à la couverture de positions à la baisse prises au cours de l'été 1976, mais, par la suite, le mouvement s'est trouvé renforcé par l'accroissement de la demande tant industrielle qu'à des fins de placements, du fait notamment d'acquisitions massives du Moyen-Orient et d'Extrême-Orient. La crainte de voir resurgir les tensions inflationnistes, ainsi que la déception devant le comportement des marchés des valeurs mobilières à revenu variable, ont probablement contribué à l'accroissement de la demande d'or à titre d'investissement. La vigueur de la demande, au cours du dernier trimestre de 1976 et dans les premiers mois de 1977, est d'autant plus remarquable que, en plus des adjudications régulières par le Fonds de 24 tonnes toutes les six semaines, on a également assisté au cours de cette période à d'importantes ventes d'or par l'URSS.

Durant le mois de janvier 1977, le Fonds a mis en œuvre la première partie de son programme, étalé sur quatre ans, de rétrocession d'un sixième de son encaisse aux pays membres, à l'ancien prix officiel. Le montant total ainsi restitué à 112 pays s'est élevé à 187 tonnes. Les craintes que les opérations de restitution n'entraînent de la part de certains pays bénéficiaires des cessions d'or sur le marché provoquent, en janvier, une interruption momentanée de la tendance à la hausse. Plus durable à ce jour a été l'incapacité du marché à maintenir le cours au-dessus de \$150 l'once, après la hausse de 50% en un peu plus de six mois. Du niveau record de \$153,60 où ils se trouvaient à la fin de mars, les cours sont redescendus vers la fin du mois d'avril aux alentours de \$146 l'once et, dans les derniers jours de mai, le prix était légèrement inférieur à \$145 l'once. Au mois de mars 1977, le Fonds modifia le système de ses adjudications; au lieu de vendre 24 tonnes toutes les six semaines, il a été décidé de céder désormais 16 tonnes le premier mercredi de chaque mois.

### **Réserves et liquidité internationale**

L'évolution en 1976 a montré, une fois de plus, que les statistiques sur les réserves globales ne constituent pas un critère fiable pour apprécier la situation d'ensemble de la liquidité internationale. L'excédent connu des avoirs liquides des pays de l'OPEP et l'accroissement déclaré de leurs réserves ont été du même ordre de grandeur qu'en 1975; parallèlement, on ne saurait dire que les contraintes imposées par la situation des balances de paiements dans les autres pays du monde se soient atténuées; or, l'augmentation des réserves globales est ressortie, d'après les estimations, à \$30,6 milliards, ce qui représente plus de quatre fois celle de 1975.

En ce qui concerne les diverses catégories d'actifs, la croissance des réserves a de nouveau porté essentiellement, l'an dernier, sur les avoirs officiels en devises et sur les positions créditrices envers le FMI, qui se sont accrus respectivement de \$25,4 milliards et de \$5,8 milliards. Aux Etats-Unis, le montant des réserves en devises a augmenté de \$11,2 milliards, en 1976; les réserves en livres détenues au Royaume-Uni ont accusé, en revanche, une diminution de \$3,8 milliards qui, à concurrence de \$0,8 milliard, a été due à la baisse de la livre et, pour le reste, à des retraits de balances sterling effectués par des détenteurs officiels des pays de l'OPEP. Les réserves placées en dehors des centres traditionnels semblent donc avoir augmenté de \$18 milliards.

Cet accroissement a pris la forme, à hauteur de plus de \$11 milliards, d'un renforcement des dépôts officiels identifiés sur le marché des euro-monnaies, ainsi que des dépôts officiels en devises effectués au Canada et au Japon. On peut estimer que les variations de change, à elles seules, c'est-à-dire la dépréciation du dollar EU, ont entraîné une progression de plus de \$1 milliard de la valeur en dollars des réserves détenues en deutsche marks et en francs suisses. L'expansion plus marquée des positions créditrices envers le FMI, en 1976, s'explique par les opérations finales effectuées dans le cadre de la facilité pétrolière et par les effets de l'élargissement de 45% de l'accès des pays membres au crédit du FMI, dans l'attente de l'entrée en vigueur du sixième relèvement général des quotes-parts.

Comment expliquer alors cette accélération, apparemment contradictoire, de la croissance des réserves globales au cours de 1976, alors que l'excédent des balances de paiements des pays de l'OPEP a continué d'être élevé et que le renforcement de leurs réserves a été relativement modeste? Dans une certaine mesure, cette situation a résulté des variations de la valeur du dollar EU, plutôt que d'opérations entraînant la création de réserves. Ainsi, tandis qu'en 1975 l'appréciation de la monnaie américaine avait provoqué une réduction de plus de \$5 milliards de la valeur en dollars des actifs de réserve libellés en autres monnaies, en 1976 ceux-ci n'ont, somme toute, guère été modifiés par les variations de la valeur du dollar. Même en tenant compte de cette différence entre les deux années, l'accroissement réel des réserves globales, en 1976, a représenté un montant égal à deux fois et demie celui de 1975.

Le changement important intervenu d'une année sur l'autre a été le renversement de la position de réserve des pays importateurs de pétrole, leurs pertes de réserves de \$3,1 milliards, en 1975, ayant fait place à des gains de \$21,3 milliards, l'an dernier. Les pays développés, tout comme les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, ont bénéficié de cette amélioration, les réserves totales des premiers s'accroissant de \$10,5 milliards, après une baisse de \$1,3 milliard en 1975, tandis que celles des seconds, qui avaient fléchi de \$1,8 milliard en 1975, ont accusé une progression record de \$10,8 milliards.

En ce qui concerne les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, les gains de réserves importants enregistrés l'an dernier s'expliquent par une diminution sensible du déficit de leur balance des paiements courants, ainsi que par le maintien de l'aide étrangère et la persistance des afflux de capitaux (dont un volume élevé de crédits bancaires obtenus de l'étranger) aux mêmes niveaux qu'en 1975. La plupart des gains de réserve de ce groupe de pays, en 1976, ont été réalisés par un nombre relativement limité de nations situées en Asie et en Amérique latine. Les pays qui ont accusé les progressions les plus importantes sont le Brésil (\$2,5 milliards), l'Inde (\$1,7 milliard), la Corée (\$1,4 milliard), l'Argentine (\$1,2 milliard) et la Malaisie (\$0,9 milliard). Toutefois, certains autres pays en voie de développement ont accru leurs réserves à un degré moindre.

De leur côté, les pays industrialisés ont cependant renforcé leurs réserves, en dépit d'une détérioration de l'ensemble de leurs balances des paiements courants. Cette progression, rendue possible grâce à une nouvelle répartition du déficit global des transactions courantes des pays industrialisés et à une augmentation des emprunts des pays déficitaires, est intervenue presque entièrement dans

Variations des réserves globales de 1974 à 1976\*

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Total
	en millions de dollars EU				
<b>Groupe des Dix + Suisse</b>					
1974 . . . . .	+ 620	+ 1.735	+ 1.745	+ 390	+ 4.390
1975 . . . . .	- 1.605	+ 945	+ 1.620	- 230	+ 730
1976 . . . . .	- 260	+ 5.650	+ 4.340	+ 15	+ 9.745
Montants à fin 1976 . . . . .	33.555	70.535	12.715	7.775	124.580
<b>Autres pays développés</b>					
1974 . . . . .	+ 55	- 2.590	- 145	- 215	- 2.895
1975 . . . . .	- 220	- 1.335	- 355	- 90	- 2.000
1976 . . . . .	- 240	+ 690	+ 400	- 125	+ 725
Montants à fin 1976 . . . . .	3.965	21.695	1.065	740	27.465
<b>Pays en voie de développement autres que les pays exportateurs de pétrole</b>					
1974 . . . . .	- 50	+ 3.075	- 155	+ 5	+ 2.875
1975 . . . . .	- 80	- 1.430	- 100	- 215	- 1.825
1976 . . . . .	- 10	+ 11.030	- 130	- 110	+ 10.780
Montants à fin 1976 . . . . .	2.100	35.500	480	1.140	39.220
<b>Ensemble des pays importateurs de pétrole</b>					
1974 . . . . .	+ 525	+ 2.220	+ 1.445	+ 190	+ 4.370
1975 . . . . .	- 1.905	- 1.820	+ 1.165	- 535	- 3.095
1976 . . . . .	- 510	+ 17.370	+ 4.610	- 220	+ 21.250
Montants à fin 1976 . . . . .	39.620	127.730	14.260	9.655	191.265
<b>Pays exportateurs de pétrole</b>					
1974 . . . . .	+ 50	+ 31.040	+ 1.945	+ 40	+ 33.075
1975 . . . . .	- 50	+ 7.310	+ 2.785	- 50	+ 9.995
1976 . . . . .	+ 55	+ 8.010	+ 1.215	+ 20	+ 9.300
Montants à fin 1976 . . . . .	1.505	59.050	6.350	400	67.305
<b>Ensemble des pays</b>					
1974 . . . . .	+ 575	+ 33.280	+ 3.390	+ 220	+ 37.445
1975 . . . . .	- 1.955	+ 5.490	+ 3.950	- 585	+ 6.900
1976 . . . . .	- 455	+ 25.380	+ 5.825	- 200	+ 30.550
Montants à fin 1976 . . . . .	41.125	186.780	20.610	10.055	258.570

\* Compte tenu des variations de change.

le Groupe des Dix et la Suisse (\$9,7 milliards au total). Un facteur a joué un rôle capital à cet égard; les quatre cinquièmes de la détérioration des paiements courants du Groupe se sont produits aux Etats-Unis, l'excédent de \$8,9 milliards en 1975 ayant fait place à un déficit de \$6,4 milliards en 1976. Les réserves de ce pays qui sont, en général, constituées presque entièrement par des créances sur le FMI, ont, en fait, progressé l'an dernier de \$2,4 milliards, par suite de l'utilisation importante du dollar dans les tirages sur le Fonds. La dégradation de la balance américaine des transactions courantes a permis à trois autres pays de l'ensemble précité - Allemagne, Japon et Suisse - de dégager des excédents courants considérables de \$3,0 milliards, \$3,7 milliards et \$3,4 milliards respectivement; grosso modo, ces soldes positifs se sont traduits par des gains de réserves de \$3,8 milliards pour l'Allemagne comme pour le Japon, et de \$2,5 milliards pour la Suisse. Seuls dans ce groupe, la France et le Royaume-Uni ont subi des pertes de réserves vraiment très importantes, s'élevant respectivement à \$2,9 milliards et à \$1,3 milliard, ce second chiffre ne représentant qu'une fraction

des interventions globales de la Banque d'Angleterre pour l'année (par suite d'emprunts substantiels du secteur public à l'étranger). En dépit de leurs déficits des paiements courants (\$4,4 milliards et \$2,9 milliards) le Canada et l'Italie ont enregistré des gains de réserves de \$0,5 milliard et \$1,9 milliard respectivement, grâce à des afflux de capitaux.

Quant au groupe des «Autres pays développés», qui a vu son déficit global des paiements courants s'accroître légèrement (\$22,6 milliards) l'amélioration générale de sa position de réserves a été due à l'accroissement des emprunts à l'étranger, une perte de \$2 milliards, en 1975, s'étant transformée en un gain de \$0,7 milliard en 1976. Les variations de réserves les plus importantes, observées l'an dernier dans ce groupe, ont été constituées par les gains de \$1,2 milliard et de \$0,3 milliard de la Yougoslavie et de l'Irlande, cependant que les pertes de l'Espagne et de l'Afrique du Sud atteignaient respectivement \$0,8 milliard et \$0,3 milliard.

Les gains de réserves des pays de l'OPEP, en 1976, ont été répartis de façon plus uniforme que l'année précédente, et on a observé, en outre, un certain nombre de modifications très importantes, survenues d'une année sur l'autre au niveau des positions des différents membres de ce groupe. L'Arabie Saoudite a fait apparaître, une nouvelle fois, l'accroissement le plus fort (\$3,7 milliards), mais ce gain ne représente que 40% du chiffre correspondant de 1975 et une part beaucoup plus faible de la croissance globale des réserves des pays de l'OPEP. Les réserves de l'Iraq, qui, en 1975, avaient accusé une baisse de \$0,6 milliard, se sont accrues l'an dernier de \$1,9 milliard; quatre autres pays de l'OPEP ont également réalisé des gains de réserves sensibles – à savoir l'Indonésie, la Libye et les Emirats arabes unis, avec une progression d'environ \$1 milliard chacun, et l'Algérie, dont les réserves ont augmenté de \$0,6 milliard. Seuls deux pays de l'OPEP, contre cinq en 1975, ont accusé des pertes l'an dernier: il s'agit du Nigeria (\$0,6 milliard) et du Venezuela (\$0,3 milliard). Le changement intervenu dans ce dernier pays a été particulièrement spectaculaire, étant donné que ses réserves avaient augmenté de \$2,3 milliards en 1975.

En résumé, la croissance beaucoup plus élevée des réserves globales, en 1976, peut être attribuée (variations de change mises à part) à deux facteurs principaux: d'une part, la réduction du déficit combiné des paiements courants des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, alors que le montant total de leurs entrées de capitaux s'est maintenu au même niveau qu'en 1975 et, d'autre part, la redistribution du déficit global des paiements courants des pays développés à l'égard des Etats-Unis; ce réaménagement a, sans aucun doute, réduit les besoins de financement de la zone développée, alors que, parallèlement, les emprunts contractés à l'étranger par des pays développés déficitaires se sont maintenus à un niveau élevé.

L'évolution survenue l'an passé a porté l'expansion cumulée des réserves globales depuis le début de 1970 à environ \$180 milliards, soit une augmentation de 230% en sept ans. Selon certains observateurs, cette progression énorme a entraîné l'apparition dans l'ensemble du système d'un excédent de réserves qui constitue une menace potentielle d'inflation pour l'avenir. L'évolution globale peut, toutefois, induire en erreur, comme le montre le contraste enregistré entre 1975 et 1976. Même sous le système des Accords de Bretton Woods, il n'était pas possible de se rendre compte



du degré d'adéquation des réserves en se référant uniquement aux chiffres des réserves globales; il s'agissait plutôt d'une délicate question d'appréciation — comme cela est apparu lorsque fut prise, en 1969, la première décision de créer des DTS. L'application, très étendue aujourd'hui, des taux de change flottants, a encore ajouté à la difficulté d'une telle appréciation — encore que, ainsi qu'il est indiqué par ailleurs dans ce chapitre, les différences entre l'ancien et le nouveau régime des taux de change puissent être exagérées. Le système actuel continue de présenter un degré de fixité élevé en matière de taux de change et, de surcroît, la plupart des pays à taux de change flottants ont également besoin de réserves pour les gérer.

Si l'on examine l'évolution de la situation depuis le début de l'actuelle décennie, il est facile d'y trouver des exemples de financements de déficits excessifs des paiements et, partant, d'ajournements du processus d'ajustement. Mais de là à en conclure à l'existence d'un excédent de réserves dans le système est une toute autre question. Il convient d'avoir bien présentes à l'esprit trois restrictions importantes, lorsqu'on examine la croissance globale des réserves depuis le début de 1970. Il s'agit d'abord de la diminution très importante, mais impossible à chiffrer, de la capacité d'utilisation des réserves d'or. A cela s'ajoute le fait que la croissance des réserves a été totalement tributaire d'un accroissement de l'endettement international. Il existe, à cet égard, une certaine analogie avec ce qui s'est passé durant les dernières phases de fonctionnement du système de Bretton Woods — à cette différence près que le risque d'un endettement excessif pourrait maintenant tendre à se généraliser à l'ensemble du système monétaire, alors qu'auparavant il était presque exclusivement limité au principal centre de réserve. Dans les pays importateurs de pétrole, l'endettement extérieur a accusé une progression bien plus rapide que les réserves brutes depuis 1970, et les créanciers sont, dans une large mesure, des banques commerciales. Enfin, la répartition des réserves s'est détériorée. Durant les premières années de l'actuelle décennie, leur progression a été concentrée essentiellement sur un petit nombre de pays développés, l'Allemagne et le Japon absorbant, à eux seuls, près de 40% de l'accroissement total enregistré de 1970 à 1972. Qui plus est, depuis les relèvements des prix du pétrole en 1973, on a observé une concentration encore plus grande des réserves sur les pays de l'OPEP, accompagnée d'un déséquilibre accru dans leur répartition au sein du groupe des pays importateurs de pétrole.

Si les réserves ne sont pas excessives, peut-on soutenir que l'inverse est vrai, c'est-à-dire qu'il existe une pénurie de liquidité internationale dans le système? Assurément non, au sens d'une insuffisance globale de réserves. L'expérience montre qu'une sorte de loi de Parkinson s'applique en ce domaine, selon laquelle les réserves s'accroissent, en quelque sorte, en fonction des déficits à financer; étant donné que ces déficits sont quelquefois excessifs, il en résulte que la croissance des réserves peut parfois être trop forte, mais qu'elle est rarement trop faible. Le problème de liquidité du système de Bretton Woods ne tenait pas à une insuffisance globale de réserves, mais plutôt à une pénurie d'or au prix officiel fixé en 1934 et à un excédent croissant de dollars, alors convertibles en or. Ce qui s'est passé ces trois dernières années n'est guère différent: la position de liquidité extérieure de nombreux pays, réserves et endettement réunis, peut sembler insuffisante, mais, grâce en grande partie aux prêts bancaires internationaux, les réserves brutes ont augmenté assez sensiblement pour satisfaire les besoins de financement des pays déficitaires.

En l'occurrence, il s'agit plutôt de considérer si le type de croissance des réserves qui a été enregistré est le meilleur qui soit et s'il ne serait pas préférable, tant pour les banques que pour le fonctionnement du processus d'ajustement international, que le rôle dévolu au financement officiel des déficits de paiements soit à l'avenir plus important. La réponse à cette question est oui: il importe effectivement d'améliorer ce qu'on peut appeler la qualité de la création de réserves internationales.

Cette argumentation peut être présentée de la façon suivante. Des craintes ont été exprimées à plusieurs reprises qu'après l'accroissement très fort de leurs prêts internationaux ces trois dernières années, les banques ne soient plus autant en mesure qu'elles l'ont fait jusqu'à présent d'agir comme intermédiaires pour les fonds de l'OPEP, ou d'autres fonds. Certes, elles devront réduire les crédits qu'elles octroient à un certain nombre de pays, voire, dans certains cas, les supprimer totalement. Mais nombreux sont encore les pays importateurs de pétrole qui jouissent toujours d'une bonne cote de crédit et qui, selon toute vraisemblance, préféreront s'adresser aux banques plutôt que de franchir le pas politique et solliciter des concours officiels. De plus, les pays excédentaires de l'OPEP continueront, très certainement, de placer une fraction importante de leurs excédents liquides auprès des banques. Les dernières données bancaires disponibles ne font apparaître aucun signe de ralentissement, ni dans l'accroissement des dépôts des pays de l'OPEP ni dans la progression des prêts bancaires internationaux.

On peut donc s'attendre que les banques continuent de jouer un rôle de premier plan dans l'intermédiation des fonds de l'OPEP. Cependant, il ne serait guère avisé de penser qu'elles pourront assumer, à l'avenir, une part du financement total aussi importante que dans le passé. Il ne serait d'ailleurs pas souhaitable qu'il en soit ainsi. Non pas que les banques se soient montrées disposées à satisfaire toute demande de crédit, quelle qu'elle soit, ou qu'il n'y ait pas de limites à leurs octrois de crédits à des emprunteurs individuels. Mais la concurrence les a parfois amenées à adopter un comportement assez uniforme; et le processus d'ajustement auquel elles soumettent finalement les pays qui ont, selon elles, suffisamment emprunté, revêt un caractère abrupt et heurté.

Les organismes officiels de financement extérieur devront donc être prêts à prendre une part plus grande dans le financement futur. Cette évolution pourrait — ce qui serait souhaitable — se faire, en partie, sous la forme d'un accroissement de l'aide, des dons et des prêts accordés, à titre officiel, tant par les pays de l'OPEP que par les pays développés dont la situation le permettrait, et ce sur une base bilatérale ou par l'intermédiaire des organismes internationaux de développement. Dans une très large mesure, toutefois, ce financement officiel accru devrait probablement s'effectuer par l'intermédiaire des institutions internationales qui accordent des crédits pour financer les déficits des balances de paiements. En 1974 et 1975, la création d'un Fonds de soutien financier de \$25 milliards, ayant pour objet de fournir des crédits conditionnels à moyen terme aux pays de cette organisation en proie à des difficultés de paiements, a fait l'objet de négociations entre les pays membres de l'OCDE. Il n'est pas certain, cependant, que cette facilité soit un jour mise en œuvre, du fait que les Etats-Unis, dont la contribution à ce Fonds serait la plus élevée, n'ont pas ratifié cet accord. Les autorités s'attachent donc, de plus en plus, à définir le rôle futur du Fonds monétaire international.

L'activité de prêt du Fonds s'est considérablement développée ces dernières années. Au cours de la période 1974-76, l'utilisation nette de ses ressources s'est chiffrée à \$14,4 milliards, au total, passant de \$3 milliards en 1974 à \$6,6 milliards l'année dernière. A l'heure actuelle, les ressources disponibles du Fonds en monnaies utilisables (sans compter un éventuel recours aux Accords Généraux d'Emprunt) s'élèvent probablement à moins de \$6 milliards. Ce montant sera plus que doublé lorsque le sixième relèvement général des quotes-parts entrera en vigueur, vraisemblablement dans le courant de 1977; cependant, si ses versements se poursuivaient au même rythme qu'en 1976, le Fonds disposerait encore, tout au plus, d'une capacité de prêt de deux ans environ en utilisant les ressources tirées des souscriptions aux quotes-parts. Il n'apparaît pas non plus qu'un nouveau relèvement général de ces dernières puisse intervenir, au plus tôt, avant 1979.

En ce qui concerne l'offre de ressources, le FMI ne dispose donc pas, pour l'heure, de moyens lui permettant d'accroître sensiblement, et de façon durable, sa contribution à l'approvisionnement en liquidité internationale. De même, du côté de la demande, un certain nombre de membres du FMI — notamment ceux qui ne jouissent que d'un crédit limité sur le marché, mais qui auront encore besoin de ressources extérieures de financement — ne sont pas à même, compte tenu de leurs droits actuels de tirage sur le Fonds, de couvrir une fraction importante de leurs besoins par le recours à ce dernier.

En dehors de ces considérations, un appel accru aux facilités conditionnelles de crédit du FMI serait de nature à améliorer le processus d'ajustement, en lui conférant une souplesse plus grande que ce n'est généralement le cas lorsqu'on recourt au financement du marché. Toutefois, un ajustement souple doit rester un ajustement, si l'on veut pouvoir, à l'avenir, gérer séparément les besoins de financement des pays déficitaires. Autrement dit, les déficits ne doivent pas être concentrés pendant trop longtemps sur un trop petit nombre de pays, comme cela a eu tendance à se produire au cours des années qui ont suivi le relèvement des prix du pétrole. Ces considérations ont conduit le Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international à reconnaître, en avril 1977, la nécessité de créer, dans le cadre de cette institution, une facilité provisoire de financement additionnelle. Il est à espérer que ce dispositif pourra être instauré cette année, ce qui permettrait au crédit officiel de jouer un rôle plus important dans le financement des déficits des paiements et de contribuer à réduire ceux qui sont excessifs. Si ces deux objectifs étaient atteints, les problèmes liés au financement du déséquilibre des paiements entre les pays de l'OPEP et les autres, lequel demeurera vraisemblablement considérable dans un avenir prévisible, se trouveraient notablement réduits.

## VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

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

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a de nouveau joué son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. La plus importante de ses activités dans ce domaine a consisté à octroyer à la Banque d'Angleterre, en février 1977, une facilité de crédit stand-by à moyen terme de \$3 milliards (Troisième Arrangement Collectif) avec l'assistance des banques centrales d'Allemagne, d'Autriche, de Belgique, du Canada, du Danemark, des Etats-Unis, du Japon, de Norvège, des Pays-Bas, de Suède et de Suisse. Des tirages peuvent être effectués sur la facilité en vue de financer des réductions des balances sterling officielles au-dessous du niveau de £2.165 millions atteint le 8 décembre 1976, à l'exception de réductions résultant de l'émission, par le gouvernement britannique, d'obligations en monnaies étrangères offertes aux détenteurs officiels de sterling en échange de leurs avoirs en cette monnaie. Il a été convenu, en outre, que ces tirages ne seraient possibles que dans la mesure où, d'une façon générale, les réserves officielles du Royaume-Uni se maintiendraient à un chiffre inférieur à l'équivalent de \$6.750 millions.

En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix et de Suisse et des séances du Conseil d'administration, la Banque 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 poursuivi sa participation, 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. Conformément à l'accord conclu lors de la réunion du Comité, le 31 août 1975, à Washington, la Banque a exercé les fonctions d'agent d'enregistrement dans le cadre des arrangements pris entre les pays du Groupe des Dix en ce qui concerne leurs transactions sur or.

La Banque a continué d'assurer le secrétariat du Comité des gouverneurs des banques centrales de la Communauté économique européenne et du Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire — organismes de la CEE qui ont été institués respectivement en mai 1964 et en avril 1973 — ainsi que de leurs sous-comités et groupes d'experts. Ces derniers comprennent en particulier: le Comité des suppléants des gouverneurs, qui prépare régulièrement les séances des Gouverneurs; un groupe spécialisé dans le domaine des marchés des changes et des politiques d'interventions sur ces marchés (depuis le début de 1976, la composition de ce groupe soit se limite aux pays de la CEE, soit s'étend à d'autres pays industrialisés, en général membres du Groupe des Dix); un groupe chargé d'examiner périodiquement la situation monétaire dans les Etats membres ainsi que les problèmes soulevés par la coordination, au niveau communautaire, des politiques monétaires nationales; un groupe ayant pour tâche d'étudier 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).

Comme durant les années précédentes, ces comités et groupes se sont réunis en 1976-77, le plus souvent à Bâle, soit de façon régulière, soit ad hoc, à de nombreuses reprises, généralement en vue de préparer les délibérations des gouverneurs. En effet, dans le cadre de leurs compétences et dans l'exercice de leurs missions, qui sont voisines et complémentaires, le Comité des gouverneurs et le Conseil d'administration du Fonds européen sont amenés à prendre diverses décisions ou à élaborer des rapports et des avis, sur une base périodique ou ad hoc, qui sont destinés à la Commission des Communautés européennes ou, le plus souvent, aux Ministres des Finances des pays de la CEE. Au cours de l'année dernière, cette activité a porté, en particulier, sur les relations de change intracommunautaires (fonctionnement du « serpent », possibilités de mettre en place de nouveaux systèmes englobant tous les pays de la CEE), sur l'exécution des opérations financières liées aux emprunts communautaires et sur la coordination des politiques monétaires.

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 concernant 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 et apporte ainsi son concours au développement de la coopération et des échanges d'informations dans le domaine du traitement électronique des données. Au cours de leurs rencontres, les experts se sont plutôt attachés à examiner des questions de politique informatique qu'à résoudre des problèmes techniques posés par la mise en œuvre de nouvelles procédures automatisées. La plupart des groupes de travail qui avaient été formés en vue de traiter ces problèmes, ont d'ailleurs été dissous, leur mandat étant achevé. Dans leur ensemble, les banques centrales participantes sont, en effet, pratiquement arrivées au terme de la phase d'organisation et de mise en route de leur informatisation, et se préoccupent maintenant davantage de gérer les systèmes qu'elles ont mis au point et d'élaborer des plans d'action. Des responsables administratifs et techniques se sont réunis pendant une semaine afin de comparer la façon dont leurs institutions respectives envisagent le partage des responsabilités en matière de gestion des données, planifient leurs réalisations et utilisent leurs ressources humaines et matérielles. Les experts ont également suivi de près les développements en cours dans les domaines de la commutation des messages bancaires et des systèmes électroniques de paiements internationaux, sans cesser de prêter attention aux travaux effectués par l'Organisation internationale de normalisation. La coopération entre les banques centrales participantes s'est traduite à la fin de l'année dernière par l'entrée dans une phase active de la banque de données expérimentale; la période d'essai se poursuivra encore quelques mois de façon que puisse être réalisée une évaluation objective de l'intérêt que présente, pour la BRI et les banques centrales, un service centralisé de données macro-économiques.

## 2. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1977, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.\*

\* \* \*

Le total du bilan au 31 mars 1977 s'établit au chiffre  
le plus élevé jamais atteint de F 48.846.308.213  
contre, au 31 mars 1976 F 43.425.770.553

Il enregistre ainsi une augmentation de F 5.420.537.660  
— soit de 12,5% — qui est nettement supérieure, en chiffres absolu et relatif, à celle  
de l'exercice précédent (1.486 millions et 3,5%).

Il convient d'observer que l'appréciation de certaines monnaies, en particulier du deutsche mark comme suite à l'ajustement intervenu en octobre 1976, n'a contribué que très modestement à l'accroissement du total du bilan.

**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
1969 . . . . .	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
1977 . . . . .	48.846	+ 5.420	+ 13

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 1.311 millions de francs au 31 mars 1977 contre 1.160 millions au 31 mars 1976.

\* Dans le texte ci-après, l'expression «francs» (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indications contraires. Le franc or équivaut à 0,29032258... 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 = 0,736662 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.

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
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
1977* . . . . .	1.373	46.934	539	48.846

\*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 libéré, pourcentage maximum prévu par l'article 51(1) des Statuts.

2) *Fonds de réserve générale*

après répartition du bénéfice net de 1976-77 F 471.847.193  
contre 423,8 millions de francs, un transfert de 48 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

Comme lors de l'exercice antérieur, cette réserve demeure inchangée.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1976-77 F 495.118.200  
contre 423,1 millions de francs, l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 72 millions.

Après répartition du bénéfice net de 1976-77, les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi à F 1.072.211.487  
 contre 952,2 millions de francs en début d'exercice, soit un accroissement de 120 millions; à titre de comparaison, il est rappelé que la progression de ces réserves avait été de 155 millions pour l'exercice 1974-75 et de 131 millions pour l'exercice 1975-76.

c) Le poste «Divers» se monte à F 456.854.834  
 contre 445,7 millions de francs, soit une majoration de 11,2 millions.

d) Provision pour immeubles F 34.450.867  
 contre 63 millions de francs; cette diminution de 28,5 millions résulte de dépenses encourues se montant à 34,3 millions, partiellement compensées par la décision du Conseil d'administration d'affecter à cette provision un montant additionnel de 5 millions et par une différence de change de 0,8 million.

e) Compte de profits et pertes, *avant* répartition F 167.920.050  
 montant qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1976-77; ce dernier est en baisse de 11 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 178,9 millions; la section 6 ci-après donne, pour le bénéfice 1976-77, les détails de la répartition proposée, conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts; aux termes de cette répartition, dont il a déjà été fait mention à diverses reprises à propos de l'évolution des réserves, une somme de 47.920.050 francs – contre 47.876.749 francs pour l'exercice antérieur – sera en particulier prélevée sur le bénéfice au titre du dividende payable le 1er juillet 1977, à raison de 100 francs suisses par action, soit le même montant par action que pour l'exercice précédent.

#### 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
	1976	1977	
	en millions de francs		
Dépôts des banques centrales . . . . .	39.976	45.894	+ 5.918
Dépôts des autres déposants . . . . .	1.641	1.040	- 601
<b>Total . . . . .</b>	<b>41.617</b>	<b>46.934</b>	<b>+ 5.317</b>

La progression des «Dépôts des banques centrales» est assez prononcée, également en valeur relative (14,8% contre 2,9% pour l'exercice antérieur); elle porte essentiellement sur les dollars EU – qui sont de ce fait à l'origine de la majeure partie



de l'augmentation du total du bilan – ainsi que, mais dans une moindre mesure, sur les deutsche marks. Comparativement, les fluctuations qui affectent les autres monnaies sont de moyenne ou modeste importance; par solde, elles font apparaître une légère augmentation.

Les «Dépôts des autres déposants» accusent une régression sensible, de plus du tiers; cette diminution résulte de remboursements de fonds en dollars EU et en francs suisses, qui avaient été reçus du marché.

Les mouvements enregistrés par les deux postes qui viennent d'être analysés concourent à renforcer la part déjà prédominante parmi les fonds empruntés des «Dépôts des banques centrales», qui de la sorte passent de 96,1 à 97,8%.

**BRI: Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée**

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Total		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1976	1977		1976	1977		1976	1977	
en millions de francs									
A vue . . . . .	2.568	2.509	– 59	682	753	+ 71	3.250	3.262	+ 12
A 3 mois au maximum .	642	1.032	+ 390	30.233	35.523	+ 5.290	30.875	36.555	+ 5.680
A plus de 3 mois . . . .	310	24	– 286	7.182	7.093	– 89	7.492	7.117	– 375
<b>Total . . . . .</b>	<b>3.520</b>	<b>3.565</b>	<b>+ 45</b>	<b>38.097</b>	<b>43.369</b>	<b>+ 5.272</b>	<b>41.617</b>	<b>46.934</b>	<b>+ 5.317</b>

Par rapport au total des engagements, le pourcentage des dépôts en monnaies a continué à s'accroître quelque peu, en passant de 91,5 à 92,4%.

a) Dépôts en or F 3.565.454.480

contre 3.520 millions de francs, soit une augmentation de 45 millions, qui efface pratiquement la baisse de 49 millions apparue au cours de l'exercice précédent; les dépôts à vue déclinent légèrement sous l'effet de divers retraits, alors que l'ensemble des dépôts à terme progressent en raison de fonds obtenus à trois mois au maximum; cette dernière rubrique s'accroît en outre comme suite à la reconversion de dépôts à plus de trois mois.

b) Dépôts en monnaies F 43.368.713.370

contre 38.097 millions de francs; la forte expansion ainsi enregistrée, soit 5.272 millions (+13,8%), correspond à celle des fonds à trois mois au maximum, les modestes mouvements des deux autres rubriques – accroissement des dépôts à vue, diminution des dépôts à plus de trois mois – se compensant pratiquement.

**ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)**

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

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

Nature	Exercice clos le 31 mars		1977		Différences
	1976				
	en millions de francs				
<b>Avoirs à vue</b>					
Or . . . . .	3.993		4.046		+ 53
Monnaies . . . . .	72	4.065	81	4.127	+ 9 + 62
<b>Bons du Trésor</b>					
Monnaies . . . . .		289		133	- 156
<b>Dépôts à terme et avances</b>					
Or . . . . .	49		76		+ 27
Monnaies . . . . .	34.530	34.579	40.720	40.796	+ 6.190 + 6.217
<b>Titres à terme</b>					
Monnaies . . . . .		4.463		3.551	- 912
<b>Total</b>					
Or . . . . .	4.042		4.122		+ 80
Monnaies . . . . .	39.354	43.396	44.485	48.607	+ 5.131 + 5.211

a) Or F 4.046.386.009

– consistant uniquement en barres d'or – contre 3.993 millions de francs; l'accroissement modique enregistré, 53 millions, résulte des nouveaux dépôts reçus cités plus haut; leur effet a toutefois été atténué par l'utilisation de métal dans des swaps traités contre monnaies et par l'affectation d'or à des placements.

D'autre part, il convient d'observer que, comme le relève la note 3 complémentaire au bilan, l'or faisant l'objet d'un nantissement s'établit à 857 millions de francs contre 700 millions en début d'exercice, soit un accroissement de 157 millions.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 81.391.493

contre 72 millions de francs, soit une progression de 9 millions.

c) Bons du Trésor F 133.521.883

contre 289 millions de francs; cette réduction de 156 millions correspond à un peu plus de la moitié du montant du portefeuille au 31 mars 1976.

d) Dépôts à terme et avances F 40.795.640.791

contre 34.579 millions de francs; comme pour l'exercice antérieur, la progression qui apparaît ainsi – 6.217 millions ou 18% – est assez nettement supérieure à l'accroissement du total de l'actif.

L'élément exprimé en or passe de 49 millions à 76 millions, en hausse de 27 millions, comme suite à des placements – déjà signalés plus haut – d'or faits sous forme de dépôts à terme.

La rubrique en monnaies augmente de manière très prononcée, de 34.530 millions à 40.720 millions, soit de 6.190 millions; cette majoration porte surtout sur des dollars EU et, pour un montant comparable, sur des deutsche marks, alors que l'ensemble des autres mouvements, dont un repli notable des francs suisses, se traduit par un léger fléchissement; elle correspond à des placements additionnels effectués sur de nombreux marchés et, à un moindre degré, à des facilités supplémentaires accordées à des banques centrales.

e) Titres à terme F 3.550.632.459

contre 4.463 millions de francs, soit une régression de 912 millions ou d'un cinquième; celle-ci représente pour l'essentiel une différence entre d'une part des échéances de certificats de dépôt bancaires émis sur le marché des Etats-Unis et d'effets exprimés en francs suisses, d'autre part des achats de papiers libellés en dollars EU.

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

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1976	1977	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . . . .	29.493	31.815	+ 2.322
A plus de 3 mois . . . . .	9.549	12.532	+ 2.983
Total . . . . .	39.042	44.347	+ 5.305

Le tableau ci-dessus fait apparaître que les encours des deux périodes qui y sont reprises se sont accrus de façon assez comparable en termes absolus.

f) Divers F 238.735.577

contre 30 millions de francs; cette forte progression, de 209 millions, résulte d'ajustements d'ordre comptable, rendus nécessaires par le fait que des swaps impliquant des achats d'or au comptant contre monnaies et conclus à des prix dérivés de celui du marché ont été plus importants que ceux de sens inverse traités sur la même base.

**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 104.853.674 contre un solde net, positif également, de 175 millions de francs; cette diminution de 70 millions est due au fait que l'ensemble des nouveaux swaps or (revendu à terme) contre monnaies - swaps qui ont permis une mobilisation temporaire de réserves en or de banque centrale - a été d'un montant supérieur à celui des swaps de sens contraire.

La Banque a eu, d'autre part, une certaine reprise de son activité traditionnelle dans le domaine de l'or. Elle a en outre acheté à plusieurs reprises du métal à l'occasion des ventes aux enchères effectuées, à partir de juin 1976, par le Fonds monétaire international et elle a vendu approximativement les mêmes quantités d'or.

\* \* \*

Au cours de l'exercice social 1976-77, l'activité opérationnelle de la Banque a suivi une évolution parallèle à celle du bilan; de ce fait, elle s'est située à un très haut niveau.

### 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 1976-77 a été clos le 1er juin 1977. Les intérêts au titre de l'exercice se montent à l'équivalent d'environ 23,3 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 1976-77 a été assuré en partie par rachats en bourse et en partie par tirages 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*			Solde après amortissement
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		
			1958-59 à 1975-76	1976-77	
allemande . . .	DM	14.509.000	3.910.000	321.000	10.278.000
américaine . . .	\$	67.086.000	19.519.000	1.647.000	45.920.000
belge . . . . .	FB	202.872.000	56.736.000	4.959.000	141.177.000
britannique . . .	£	20.667.500	5.771.500	468.700	14.427.300
française . . . .	FF	501.983.000	141.585.000	12.004.000	348.374.000
néerlandaise . .	FL	52.581.000	14.454.000	1.219.000	36.908.000
suédoise . . . .	KRS	92.780.000	26.266.000	2.249.000	64.265.000
suisse . . . . .	FS	58.393.000	16.035.000	1.320.000	41.038.000

\* Valeur d'amortissement au 1er mai 1977, 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 le problème plus récent de l'application éventuelle de la garantie de change 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			Solde après amortissement
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		
			1959 à 1975	1976	
américaine . . . .	\$	1.667.000	1.396.000	107.000	164.000
anglo-néerlandaise	£	856.800	692.100	53.600	110.900
suisse . . . . .	FS	7.102.000	5.152.000	437.000	1.513.000

#### 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.

Au cours de l'exercice 1976-77, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 7 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 114 millions de francs.

**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 1er avril 1977	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 <sup>re</sup>	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	19.100.000	3 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1979
2 <sup>e</sup>	1955	Belgique	Caisse Générale d'Épargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	66.000.000	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982
3 <sup>e</sup>	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf <sup>1</sup>	DM 50.000.000	9.684.300	3 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	1981
4 <sup>e</sup>	1955	Luxembourg	Caisse d'Épargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	6.600.000 —	3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1982 1961
5 <sup>e</sup>	1956	Sarre	Landesbank Saar Girozentrale, Sarrebruck	DM 2.977.450 <sup>2</sup>	205.444	4 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	1977
6 <sup>e</sup>	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	—	4 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	1974
7 <sup>e</sup>	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	—	5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1975
8 <sup>e</sup>			Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 <sup>e</sup>			Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 <sup>e</sup>	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	40.419.424	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1982
11 <sup>e</sup>	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	5.100.000	5	1978
12 <sup>e</sup>			Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1963
13 <sup>e</sup>	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	6.850.000	5 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	1980
14 <sup>e</sup>			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	1963
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>	1964
			Emission publique	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 <sup>e</sup>	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	56.039.034	5 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	1986
16 <sup>e</sup>	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	16.500.000	4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	1981

<sup>1</sup> Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1er janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.  
<sup>2</sup> 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.

**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 diversifiée depuis 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 fonctions 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 de ces dettes et créances à très court terme;
- les opérations réalisées dans le cadre du soutien monétaire à court terme; des opérations de ce genre ont été inscrites dans les livres du Fonds, en liaison avec le soutien monétaire utilisé par la Banca d'Italia entre mars et décembre 1974; elles ont alors disparu avec la consolidation de ce crédit à court terme en concours financier à moyen terme; de telles opérations pourraient toutefois apparaître à nouveau dans les livres du Fonds, étant donné que la Banca d'Italia bénéficie, depuis mai 1976, d'un nouveau soutien monétaire de \$EU 482,54 millions qui n'a pas encore fait l'objet de tirages.

Au cours de l'exercice 1976-77, 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 EU, 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 \$EU 1,3 milliard, sur une durée moyenne supérieure à 5 ans, et ont été conclues en faveur de l'Italie pour dix treizièmes et de l'Irlande pour trois treizièmes. Depuis leur conclusion en avril 1976, la Banque dans sa fonction d'Agent, d'une part, a assuré l'exécution des paiements des intérêts échus, d'autre part, a participé à l'exécution des opérations de consolidation de deux tranches de \$EU 100 millions, c'est-à-dire à la conversion de facilités bancaires à taux variable en crédits à taux fixe.

Enfin, toujours en sa qualité d'Agent du Fonds, la Banque a récemment participé à la mise au point des conditions financières et techniques d'une nouvelle opération d'emprunt communautaire de \$EU 500 millions, en faveur de l'Italie, qui a été décidée par le Conseil des Communautés européennes en avril 1977 et sera effectuée en juin 1977.

## 6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du quarante-septième exercice clos le 31 mars 1977 accusent un excédent net d'exploitation de 175.776.466 francs contre 184.464.774 francs pour l'exercice précédent et 187.622.476 francs pour l'exercice 1974-75. La diminution enregistrée pendant l'exercice sous revue a été due principalement à une nouvelle 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 un léger accroissement des frais d'administration de la Banque.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 2.856.416 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et 5.000.000 de francs à la «Provision pour immeubles». A la suite de ces transferts, le bénéfice net atteint 167.920.050 francs, contre 178.876.749 francs pour l'exercice précédent et 182.063.281 francs pour l'exercice 1974-75. Sa répartition est réglée 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 167.920.050 francs de la manière suivante:

- 1) une somme de 47.920.050 francs est affectée au paiement du dividende de 100 francs suisses par action;
- 2) une somme de 48.000.000 de francs est transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 3) une somme de 72.000.000 de 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.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1977 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1977.

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 1977 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 Dr Jelle Zijlstra, dont les mandats de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque venaient à expiration le 30 juin 1976, a été réélu à ces postes, conformément à l'article 38 des Statuts, à la séance du Conseil du 14 juin 1976, pour une période de trois ans qui prendra fin le 30 juin 1979.

A la séance du Conseil tenue le 14 septembre 1976, le Président a annoncé que le Prof. Baffi avait nommé le Dr Giovanni Magnifico pour être son suppléant en l'absence du Dr Mario Ercolani, qui a succédé au Dr Rinaldo Ossola en tant que suppléant en titre. Le Président a exprimé au Dr Ossola la gratitude de la Banque pour les précieux services qu'il lui a rendus.

M. Henri Deroy, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 octobre 1976, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par M. Bernard Clappier, Gouverneur de la Banque de France, en octobre 1976, pour une nouvelle période de trois ans. Son mandat de Vice-Président du Conseil venant également à expiration le 31 octobre 1976, M. Deroy a été réélu à ce poste par le Conseil, à sa séance du 9 novembre 1976, conformément à l'article 38 des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 octobre 1979.

En novembre 1976, M. Krister Wickman, s'étant démis de ses fonctions de Gouverneur de la Sveriges Riksbank, a cessé en même temps de siéger au Conseil d'administration de la BRI. A la séance tenue le 9 novembre 1976, le Président a remercié M. Wickman pour les services éminents qu'il a rendus à la Banque au cours de son mandat, qui a duré près de trois ans.

A la séance du Conseil tenue le 14 décembre 1976, le nouveau Gouverneur de la Sveriges Riksbank, M. Carl-Henrik Nordlander, a été élu membre du Conseil, conformément à l'article 27(3) des Statuts, pour une période qui prendra fin le 31 mars 1978.

Le Dr Fritz Leutwiler, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1977, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, à la séance du Conseil du 8 mars 1977, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1980.

En avril 1977, il avait été annoncé que le 1er juin de la même année, le Dr Otmar Emminger succéderait au Dr Karl Klasen au poste de Président de la Deutsche Bundesbank et deviendrait en conséquence administrateur d'office à la place du Dr Klasen. A la séance du Conseil tenue le 10 mai 1977, le Président a exprimé au Dr Klasen la sincère et profonde gratitude de tous les membres du Conseil pour les services éminents rendus à la Banque au cours d'un mandat qui a duré plus de sept ans.

Le Dr Antonio Rainoni, qui était entré à la BRI en décembre 1946 et était Directeur au Département Monétaire et Economique depuis avril 1965, s'est démis de

ses fonctions à la fin de juin 1976. A la séance du Conseil du 14 juin 1976, le Président a remercié le Dr Rainoni, au nom de tous les membres du Conseil, pour le talent et la compétence professionnelle qu'il n'a cessé de montrer dans l'exercice de ses activités, de la plus haute valeur pour la Banque.

Le Président a annoncé, à la séance du Conseil tenue le 8 mars 1977, que la Banque avait décidé de promouvoir M. Charles Altenhoff au grade de Directeur Adjoint à compter du 1er avril 1977.

## CONCLUSION

Un certain nombre d'événements positifs se sont produits depuis la publication du Rapport annuel de l'an dernier. Après la pause inattendue survenue au cours de l'été et au début de l'automne de 1976, la croissance industrielle s'est ranimée dans quelques grands pays. Les taux d'inflation ont continué de fléchir en Allemagne fédérale, en Suisse, au Canada, en Belgique, au Danemark, en France et aux Pays-Bas. Sur le plan international, le redressement du commerce mondial s'est poursuivi, la répartition des déséquilibres de paiements entre les pays importateurs de pétrole a été mieux assurée, tandis que le financement international s'est effectué dans l'ensemble sans heurts. Force est de reconnaître, cependant, que les responsables de la politique économique restent confrontés à maints problèmes délicats.

Le plus pressant, qui apparaît en filigrane tout au long du Rapport, concerne la situation des *économies nationales* des pays industrialisés du monde occidental, et plus particulièrement la coexistence de taux élevés de chômage et d'inflation. Les succès remportés dans la lutte contre l'inflation n'ont pas revêtu partout, tant s'en faut, la même ampleur; et bien que certains pays continuent d'enregistrer des résultats satisfaisants dans ce domaine, à court terme, les perspectives d'accroître encore ces progrès ne sont guère encourageantes. Parallèlement, l'allure de la reprise demeure hésitante dans la plupart des cas; et même là où elle semble assez générale et se développe à un rythme relativement soutenu — comme aux Etats-Unis — il est peu probable qu'elle engendre une réduction rapide du chômage.

Les niveaux de chômage actuels sont manifestement inacceptables. Il apparaît tout aussi clairement que le seul taux d'inflation qui soit acceptable est un taux décroissant. C'est pourquoi les problèmes clés de politique économique qui se posent aux pouvoirs publics peuvent être ramenés à deux questions fondamentales: comment maintenir le mouvement de reprise à un rythme qui permette de réduire le chômage? Et comment obtenir dans le même temps une diminution régulière des taux d'inflation?

La réponse à la première question devrait être recherchée essentiellement au niveau de stratégies visant à réactiver massivement l'investissement. Les raisons qui sous-tendent cette proposition sont multiples et bien fondées. La plus importante tient au fait que, si la consommation et les exportations ont été des facteurs d'expansion, les dépenses d'équipement n'ont pas suivi. De ce fait, le chômage et les capacités excédentaires se sont surtout concentrés sur les industries productrices de biens d'équipement. D'ailleurs, quel secteur, sinon celui-là, pourrait fournir les stimulants nécessaires à l'accroissement de la dépense globale? La lutte contre l'inflation requiert une modération constante dans les augmentations de salaires. Une vigoureuse relance globale émanant de la consommation et des transferts sociaux du secteur public n'est manifestement pas souhaitable à ce stade. Il est vrai que, dans certains cas, la croissance devrait être induite par les exportations; mais cette thérapeutique ne peut être appliquée par l'ensemble des pays industrialisés. Enfin, une accélération du rythme de formation du capital serait en soi une bonne chose: elle contribuerait à assurer la croissance future de la productivité, aiderait à éliminer les

goulets d'étranglement qui pourraient se manifester au niveau des capacités de production, même en présence d'une offre de main-d'œuvre abondante, et, dans une perspective plus vaste, c'est-à-dire à l'échelle mondiale, elle permettrait d'opérer le transfert nécessaire des ressources réelles des pays industrialisés du Nord vers les pays en voie de développement non producteurs de pétrole.

Les perspectives d'un renouveau de l'investissement des entreprises ne sont pas aussi sombres qu'on pourrait le croire. L'une des conditions nécessaires, mais non suffisante, est l'amélioration des profits. Dans nombre de cas, cette condition est de plus en plus satisfaite, bien que la situation des bénéfices varie considérablement selon les pays et d'un secteur à l'autre. L'augmentation des marges brutes d'autofinancement a permis d'accroître le capital, d'assainir les structures financières et d'augmenter la liquidité des entreprises. En outre, dans maints pays, les marchés financiers ont réservé un accueil favorable au développement des emprunts à long terme. Même si ces processus n'exercent une influence positive sur les dépenses d'équipement qu'au bout d'un certain temps — spécialement après une longue période d'inflation accélérée — ils permettent de rétablir progressivement les conditions d'une croissance saine des investissements. Ce qu'il faut, c'est persuader les entreprises que la croissance économique reprendra sans qu'il en résulte pour autant une résurgence de l'inflation. Leur confiance a été sérieusement ébranlée par la gravité et la durée de la récession, la persistance d'importantes capacités excédentaires, les modifications profondes et imprévues des prix relatifs, ainsi que par divers facteurs d'incertitude. Les dépenses d'investissement ne se développeront que si les chefs d'entreprise sont convaincus que l'accroissement des bénéfices n'est pas éphémère et qu'ils peuvent compter sur une croissance assez régulière de la demande. En conclusion, puisque l'amélioration du niveau de l'emploi dépend d'une reprise soutenue et qu'une telle reprise devra s'appuyer sur une majoration des dépenses d'équipement, les autorités ne seront en mesure de réduire le chômage que si elles parviennent à créer l'environnement qui permettra aux entreprises de reprendre confiance dans une croissance équilibrée à long terme.

En ce qui concerne l'évolution des prix, nous savons à présent que l'explosion inflationniste de 1973-74 a été engendrée par l'emballement synchronisé de la conjoncture mondiale au début des années soixante-dix; elle est donc en grande partie imputable, abstraction faite du relèvement massif du prix du pétrole, aux faiblesses de la gestion monétaire et budgétaire de certains grands pays industrialisés. Il est par ailleurs évident que le niveau obstinément élevé des taux d'inflation actuels ne peut plus s'expliquer par l'existence d'une demande excédentaire généralisée, ni même probablement par l'apparition occasionnelle de goulets d'étranglement dans tel ou tel secteur; ces taux résultent, au contraire, des pressions qui s'exercent au niveau des revenus et, partant, des coûts. Dans bon nombre de pays, cette poussée provient essentiellement de la persistance de l'inflation salariale; dans d'autres, où la progression des rémunérations s'est notablement ralentie, elle tire sa source de la reconstitution indispensable des marges bénéficiaires, qui avaient été considérablement laminées par la montée des salaires, la détérioration des termes de l'échange et l'effondrement de la demande finale. Si ce processus s'explique en partie par le comportement d'agents économiques désireux de se protéger contre les effets de l'inflation antérieure, il provient également de la permanence de vives anticipations inflationnistes. Comment

expliquer autrement qu'un marché, où depuis si longtemps l'offre dépasse la demande, exerce une influence aussi faible sur les prix de tant de facteurs de production, de biens et de services ?

C'est en raison de la persistance de ces attentes inflationnistes que, dans le Rapport, l'accent a été mis tout particulièrement sur le problème des pays où la hausse des prix internes s'est trouvée amplifiée par une dépréciation de la monnaie. Il est certain que dans tous les pays, le déclenchement du processus inflationniste peut être mis sur le compte de politiques intérieures trop laxistes ; là où l'inflation sévit toujours, elle est nourrie le plus souvent par l'expansion monétaire. Il est tout aussi vrai que de telles politiques sont de nature à favoriser les anticipations inflationnistes ; mais il serait erroné de sous-estimer le fait que c'est l'expérience elle-même de l'inflation, et particulièrement de son accélération, qui entretient le plus directement les anticipations — quelle que soit par ailleurs l'origine immédiate de la hausse des prix. Aussi serait-ce une gageure que de prétendre extirper l'inflation par la seule application d'une politique interne rigoureuse, alors qu'une monnaie qui se déprécie ne cesse, par son incidence sur les prix intérieurs, d'alimenter les attentes inflationnistes des salariés, chefs d'entreprise, consommateurs et investisseurs. Tel est le cas lorsque le mouvement de dépréciation se prolonge, en dépit de l'application de politiques restrictives appropriées sur le plan monétaire, budgétaire ou dans le domaine des revenus. S'il est reconnu qu'un de leurs objectifs essentiels est de maîtriser les anticipations de hausses des prix, les autorités doivent en conséquence accorder toute l'attention requise à la stabilisation des taux de change, qui viendra compléter l'application de politiques restrictives internes — mais ne pourra jamais s'y substituer.

Deux conclusions générales émanent de ces propositions. La première est qu'il n'existe pas de thérapeutique susceptible de faire disparaître rapidement le chômage et l'inflation. Seule une action patiente, à moyen et à long terme, permettra de faire renaître l'optimisme dans les milieux d'affaires, eu égard à la rentabilité des entreprises et aux perspectives de croissance équilibrée, et parviendra à susciter la confiance de l'opinion publique dans le retour à la stabilité des prix. La seconde conclusion est qu'inflation et chômage sont intimement liés. La croyance à la persistance de l'inflation constitue désormais l'une des principales entraves aux investissements, l'inflation étant elle-même source d'incertitude : son taux peut varier ; la dispersion des prix individuels autour de la moyenne est très élevée ; enfin, il est fort probable que l'inflation amène les pouvoirs publics à adopter des mesures restrictives. Inversement, pour que la lutte contre l'inflation soit efficace, elle doit s'accompagner d'une modération dans la progression des coûts de main-d'œuvre. Mais pour conjurer le risque d'une stagnation de la demande, il conviendra de développer suffisamment les investissements afin qu'ils engendrent des emplois et des revenus, et que, par voie de conséquence, ils accroissent la dépense globale à la fois directement, en favorisant la demande de biens d'équipement, et indirectement, en stimulant les dépenses en biens de consommation et en services.

Pour combattre l'inflation et le chômage, les pouvoirs publics devront concevoir une stratégie à moyen et à long terme utilisant tout l'arsenal des instruments politiques disponibles, et doser ces moyens d'action en fonction des besoins spécifiques des divers pays. Quelques recommandations générales semblent toutefois pouvoir

être émises. Elles reposent toutes sur l'hypothèse que la politique visera avant tout à maintenir un régime de croissance modéré mais régulier.

La politique monétaire peut jouer un rôle primordial en fixant – et de préférence en annonçant – des objectifs quantitatifs de croissance des agrégats. Les pays désireux d'intervenir le moins possible sur le marché des changes opteront plutôt pour l'objectif de la masse monétaire, alors que pour ceux qui choisissent de ne pas trop exposer leur taux de change à l'influence des forces du marché, il peut être préférable de définir l'objectif en termes d'expansion du crédit interne. Le simple fait de fixer des objectifs crédibles, et de rendre en même temps publique l'intention de ramener graduellement la progression des agrégats à des rythmes plus appropriés, peut nettement contribuer à atténuer les anticipations inflationnistes.

En ce qui concerne la politique budgétaire, les autorités devraient se garder de deux attitudes extrêmes : lui assigner la tâche de compenser les moindres fluctuations de la demande privée ou, au contraire, considérer qu'elle a perdu toute efficacité. Elles devraient plutôt se montrer ouvertement disposées à administrer des stimulants budgétaires dans l'hypothèse où l'insuffisance de la demande globale du secteur privé serait clairement démontrée et non point dans le cas où l'on constaterait un léger écart par rapport à l'évolution escomptée des dépenses. S'il s'avère nécessaire de recourir à ces stimulants, il pourrait être plus indiqué de réduire les impôts que d'accroître délibérément les dépenses. Mais il conviendrait également de développer les investissements publics, tout en freinant les éléments de dépenses publiques – consommation et transferts sociaux – qui ont précisément fait preuve d'une progression foudroyante dans de nombreux pays.

Il apparaît, en outre, que la plupart des pays seront amenés à compléter leur politique monétaire et budgétaire traditionnelle par des mesures de limitation directe de la croissance des revenus nominaux. C'est un domaine dans lequel chaque pays modulera, sans nul doute, son action en fonction de l'environnement national, politique et économique. Les solutions qui s'offrent sont multiples, et vont de la politique des revenus imposée par les autorités à l'adoption d'objectifs de caractère général bénéficiant de l'assentiment de la communauté nationale.

Enfin, l'importance accordée aux politiques globales à moyen et à long terme n'exclut certainement pas le recours à des mesures visant à atténuer l'incidence de la concentration du chômage dans certaines zones ou certaines catégories de la population, notamment parmi les jeunes.

Sur le plan de l'économie mondiale, la situation se présente sous un jour plus favorable, tant en ce qui concerne les problèmes que leurs solutions, même si, de prime abord, cet optimisme relatif semble à peine justifié. C'est ainsi que nous sommes toujours confrontés, au niveau des paiements internationaux, à de lourds déséquilibres qui, en termes globaux, ne sont pas près de se réduire, et encore moins de se résorber, dans un proche avenir. En l'absence d'économies draconiennes dans l'utilisation de l'énergie, l'excédent pétrolier, fortement concentré pour l'heure sur une poignée de pays à faible capacité d'absorption, demeurera. Dans le même temps, le groupe des pays en voie de développement non producteurs de pétrole connaîtra encore des déficits « structurels » des transactions courantes, et certains déséquilibres sont appelés à se perpétuer au sein du groupe des pays développés.

Ces prédictions se fondent, en premier lieu, sur la conviction que le processus d'ajustement s'opérera lentement, étant donné que les modifications des taux de change, pourtant inévitables et nécessaires dans bien des circonstances, n'entraînent pas un ajustement rapide. En ce qui concerne l'excédent pétrolier global, il est manifeste que les variations des taux de change ne donnent lieu à aucun ajustement. Dans le cas des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, l'efficacité de la dépréciation est atténuée par l'inélasticité de l'offre et de la demande inhérente à des rigidités structurelles. Dans ceux des pays développés — et c'est la majorité des cas — dont les économies sont de taille relativement modeste et largement ouvertes sur l'extérieur et dont les prix et revenus internes réagissent rapidement à l'évolution des taux de change, les dépréciations et appréciations en tant que telles ne conduisent que rarement à des modifications des taux de change réels. Il n'est de changement effectif dans la compétitivité que si l'évolution de la valeur externe de leur monnaie s'accompagne de mesures internes appropriées : restrictions monétaires et budgétaires dans les pays dont la monnaie se déprécie, orientation expansionniste dans ceux où elle s'apprécie. A défaut de telles politiques, les mouvements des taux de change risquent fort d'entraîner dans leur sillage les prix internes, de telle sorte que l'évolution des taux d'inflation internes neutralisera rapidement les modifications de la valeur externe de la monnaie.

Mais, l'état actuel de l'économie mondiale — en particulier dans les pays industrialisés occidentaux — justifie-t-il la mise en œuvre *généralisée* de politiques rigoureuses d'ajustement interne ? La réponse n'est pas évidente. D'un côté, comme les anticipations inflationnistes sont toujours vivaces, ce serait une grave erreur que d'insister auprès des pays excédentaires afin qu'ils accélèrent leur rythme d'expansion interne, simplement parce que certains observateurs sont d'avis que les prévisions de croissance officielles pour 1977 pourraient pêcher par excès d'optimisme. Les pays excédentaires se sont taillé une position de force grâce à une gestion prudente de la demande, et sont en droit de considérer la stabilité des prix internes comme un objectif essentiel de leur politique économique ; bien plus, il est de l'intérêt général qu'il en soit ainsi. Mais il serait tout aussi erroné pour l'ensemble des pays déficitaires de s'engager simultanément dans la voie de politiques fortement restrictives, dans un climat de reprise hésitante et de chômage généralisé. De toute façon, c'est à ces pays que la tâche échoira essentiellement d'amorcer l'ajustement ; dans le même temps, la période d'ajustement est, dans certains cas, appelée à se prolonger.

La persistance probable de déséquilibres globaux continue donc d'assombrir les perspectives d'évolution des balances de paiements dans le monde. Cependant, les raisons d'être optimistes en ce qui concerne leur financement l'emportent sur le pessimisme que pourraient inspirer ces considérations. Tout d'abord, l'offre de fonds destinés à financer les balances de paiements a, jusqu'à présent, répondu normalement à la demande : il suffit pour s'en convaincre de se référer à l'intensification totalement imprévue du volume net des prêts internationaux privés en 1976. Il ne s'agit pas là simplement d'une constatation *ex post* — les déséquilibres effectifs des transactions courantes étant financés par définition — mais d'un phénomène beaucoup plus significatif : la preuve en est que maints pays en proie à des déficits considérables des paiements courants sont parvenus à accroître leurs réserves extérieures et que peu d'entre eux ont eu à recourir à des restrictions commerciales. Ensuite, ces flux financiers

privés peuvent très bien se poursuivre dans l'avenir sur une assez vaste échelle, à condition toutefois qu'il existe une souplesse suffisante dans la situation de la balance des paiements des pays pris individuellement et non pas considérés par groupes. Fort heureusement, il ne s'agit pas là simplement d'un vœu pieux: nombre de pays déficitaires ont en effet réussi en 1976 à améliorer leur solde extérieur, alors que d'autres sont en voie de le faire en 1977. Si ce réaménagement des positions extérieures individuelles ne s'interrompt pas, la crainte d'un écroulement de l'intermédiation financière des banques entre pays excédentaires et pays déficitaires s'en trouvera fortement atténuée. Enfin, si le fardeau du service de la dette est devenu d'un poids excessif dans quelques pays, il ne semble pas que ce soit le cas pour les pays en voie de développement non producteurs de pétrole considérés dans leur ensemble. En d'autres termes, le volume *global* des prêts peut se maintenir à un niveau élevé, dans la mesure où l'ajustement s'opère dans les pays qui accusent depuis un certain temps d'importants déficits et ont ainsi accumulé un endettement excessif.

Ces considérations autorisent à un optimisme raisonnable quant au financement futur des déséquilibres de paiements. En même temps, cependant, elles indiquent un certain nombre de directions dans lesquelles la communauté internationale dans son ensemble se devrait d'orienter son action, pour que les banques continuent (comme le préconise le Rapport) à fournir des capitaux aux pays déficitaires — même si ces apports n'atteignaient pas les montants de ces trois dernières années.

Deux lignes d'action, en particulier, doivent être suivies. Il convient d'abord de disposer de meilleures informations sur les pays débiteurs. Cet objectif pourrait être réalisé à la fois par l'entremise des organismes internationaux, et en incitant les banques prêteuses à rassembler — et les pays emprunteurs à fournir — des données plus détaillées, mises à jour et fiables, sur l'endettement extérieur et l'importance des charges supportées au titre du service de la dette par les débiteurs potentiels. Certes, l'amélioration de l'information ne garantit pas automatiquement une amélioration des méthodes d'octroi de prêts. Elle n'élimine pas les risques non plus; mais elle permettrait à cette compétition de se dérouler au grand jour plutôt que dans les coulisses. Sur tous les marchés, l'information adéquate est la condition préalable à un fonctionnement correct des relations entre la demande et l'offre.

Ensuite, il faut promouvoir d'autres formes de financement susceptibles d'alléger la charge des banques privées. Les banques seront mieux à même de poursuivre leur rôle d'intermédiaires financiers, si les risques de liquidité qu'elles assument dans le processus d'allongement des échéances et les engagements qu'elles contractent vis-à-vis des pays pris individuellement ne prennent pas des proportions excessives.

C'est, à n'en pas douter, le financement additionnel à long terme qui permettrait d'obtenir les progrès les plus tangibles. Les courants de capitaux à long terme supprimeraient le besoin de recourir à l'allongement d'échéances par le biais des intermédiaires financiers, et fourniraient également un cadre financier plus approprié pour opérer le transfert de ressources réelles vers les pays à déficit «structurel», qu'il s'agisse de pays en voie de développement non producteurs de pétrole ou d'économies plus développées engagées dans un processus d'industrialisation rapide. Les pays à excédent courant chronique se doivent d'encourager les exportations de capitaux de cette nature, qui pourraient prendre la forme d'une aide au développement, de prêts à long terme ou d'investissements directs.



En plus de ces modifications dans les mouvements de capitaux, on peut également envisager une seconde forme de substitution, impliquant un élargissement du rôle de bailleurs de fonds joué par les institutions internationales, par l'intermédiaire de la facilité spéciale mise en place par le FMI par exemple, ou d'un système de garantie multinationale, tel que le filet de sécurité de l'OCDE. De tels prêts s'avèrent tout à fait justifiés pour des pays dont le déficit courant et l'endettement à court terme sont à ce point élevés qu'ils tendent à dissuader les banques d'augmenter leurs avances. Heureusement, peu de pays connaissent semblable situation. Mais lorsque ce problème se pose, il peut se révéler souhaitable que le pays emprunteur bénéficiant d'un prêt à plus longue échéance s'engage en même temps résolument à mettre en œuvre une politique d'ajustement rigoureuse. Pour ce type de prêts conditionnels, les organismes officiels conviennent manifestement mieux que les prêteurs privés. En outre, les prêts conditionnels pourraient grandement faciliter les variations dans les positions extérieures des pays individuels, ce qui, comme indiqué plus haut, constitue le préalable à tout fonctionnement adéquat des marchés financiers privés.

Si les autorités optent pour de telles orientations – et il y a quelque raison de penser qu'elles le feront – rien ne permet de supposer que le cadre institutionnel actuel ne serait pas en mesure d'assurer le financement des balances de paiements, même si les chiffres globaux demeurent impressionnants. Dans une perspective à plus long terme, toutefois, le maintien de l'ordre international à divers niveaux – commerce, monnaies, finance – dépendra de la capacité des pays, pris individuellement, de s'attaquer aux problèmes spécifiquement internes: croissance inadéquate, chômage excessif et inflation élevée. On peut admettre que, dans les dernières années de son existence, le système de Bretton Woods a quelque peu contribué à l'apparition du boom inflationniste mondial observé au début des années soixante-dix et de la profonde récession qui s'ensuivit. Pour l'heure cependant, la responsabilité de l'initiative repose à nouveau indiscutablement sur les épaules des autorités nationales. Les pays déficitaires ont appris à leurs dépens que la dépréciation d'une monnaie ne les met pas à l'abri du chômage, mais qu'elle ajoute encore à la difficulté de juguler l'inflation; dans le même temps, les pays excédentaires, s'ils ont obtenu dans la lutte contre l'inflation de meilleurs résultats que n'en ont enregistrés leurs voisins dans la réduction du chômage, ne sont pas parvenus à éliminer totalement l'inflation, et sont tout autant affectés par le problème du chômage. Ainsi, la nécessité d'améliorer notre système monétaire international, toujours fort imparfait, ne doit pas faire oublier que les problèmes du chômage et de l'inflation doivent être traités à leur source, c'est-à-dire, au niveau des économies nationales elles-mêmes.

RENÉ LARRE  
Directeur Général

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**

**AU 31 MARS 1977**

ACTIF

**BILAN AU**

(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
<b>Or</b> ... ..	4.046.386.009
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	81.391.493
<b>Bons du Trésor</b> ... ..	133.521.883
<b>Dépôts à terme et avances</b>	
Or	
A 3 mois au maximum ... ..	76.196.539
Monnales	
A 3 mois au maximum ... ..	28.571.185.315
A plus de 3 mois ... ..	<u>12.148.258.937</u>
	40.795.640.791
<b>Titres à terme</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	3.166.998.475
A plus de 3 mois ... ..	<u>383.633.984</u>
	3.550.632.459
<b>Divers</b> ... ..	238.735.577
<b>Terrain, immeubles et installations</b> ... ..	1
	<u><u>48.846.308.213</u></u>
<p>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.</p> <p>Note 2: Au 31 mars 1977, l'or à recevoir contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 104.853.674 francs or.</p> <p>Note 3: Un montant d'or équivalant à 857.287.242 francs or était nanté le 31 mars 1977 en liaison avec des dépôts reçus.</p>	

**31 MARS 1977**

du bénéfice net de l'exercice)

**PASSIF**

		<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
		Francs or	Francs or
<b>Capital</b>			
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
<b>Réserves</b>			
Fonds de réserve légale ... ..	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale ... ..	423.847.193		471.847.193
Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	75.175.781		75.175.781
Fonds de réserve libre ... ..	<u>423.118.200</u>		<u>495.118.200</u>
		952.211.487	1.072.211.487
<b>Dépôts (or)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	2.475.828.994		
A 3 mois au maximum ... ..	1.031.930.318		
A plus de 3 mois ... ..	24.548.870		
Autres déposants			
A vue ... ..	<u>33.146.298</u>		
		3.565.454.480	3.565.454.480
<b>Dépôts (monnaies)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	723.236.042		
A 3 mois au maximum ... ..	34.694.729.766		
A plus de 3 mois ... ..	6.943.968.978		
Autres déposants			
A vue ... ..	30.097.885		
A 3 mois au maximum ... ..	829.056.666		
A plus de 3 mois ... ..	<u>148.624.033</u>		
		43.368.713.370	43.368.713.370
<b>Divers</b> ... ..		456.854.834	456.854.834
<b>Provision pour immeubles</b> ... ..		34.450.867	34.450.867
<b>Compte de profits et pertes</b> ... ..		167.920.050	-
<i>Dividende payable le 1er juillet 1977</i> ... ..		-	47.920.050
		<u>48.846.308.213</u>	<u>48.846.308.213</u>

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

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1977 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 25 avril 1977

PRICE WATERHOUSE & CO.

## COMPTE DE PROFITS ET PERTES

### pour l'exercice social clos le 31 mars 1977

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources ... ..	214.968.470
<b>Moins: Frais d'administration:</b>	
Conseil d'administration ... ..	483.548
Direction et personnel ... ..	31.219.746
Frais de bureau et divers ... ..	<u>7.488.710</u>
	<u>39.192.004</u>
Excédent net d'exploitation ... ..	175.776.466
<b>Moins: Montants transférés:</b>	
à la Provision pour frais d'administration exceptionnels ...	2.856.416
à la Provision pour immeubles ... ..	<u>5.000.000</u>
	<u>7.856.416</u>
<b>Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1977 ... ..</b>	<b>167.920.050</b>
<b>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:</b>	
Dividende: 100 francs suisses par action sur 481.125 actions ... ..	47.920.050
	<u>120.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale ... ..	49.000.000
	<u>72.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre ... ..	72.000.000
	<u>72.000.000</u>
	<u>—</u>

### Évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1977

	<u>Francs or</u>
Solde au 1er avril 1976 ... ..	62.965.885
<b>Plus:</b> Différence de change ... ..	839.784
Transfert du Compte de profits et pertes ... ..	5.000.000
	<u>68.805.669</u>
<b>Moins:</b> Amortissement des dépenses encourues ... ..	<u>34.354.802</u>
<b>Solde au 31 mars 1977, selon bilan... ..</b>	<b><u>34.450.867</u></b>

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

(au 31 mars 1977)

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

Baron Ansiaux, Bruxelles  
Prof. Paolo Baffi, Rome  
Bernard Clappier, Paris  
Dr Karl Klasen, Francfort-sur-le-Main  
Dr Fritz Leutwiler, Zurich  
Carl-Henrik Nordlander, Stockholm  
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

### Suppléants

Dr Otmar Emminger, Francfort-sur-le-Main, ou  
Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main  
Dr Mario Ercolani, Rome, ou  
Dr Giovanni Magnifico, Rome  
Georges Janson, Bruxelles  
Christopher W. McMahon, Londres, ou  
M. J. Balfour, Londres  
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
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
Charles Altenhoff	Directeur Adjoint