

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

QUARANTE-HUITIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1977 – 31 MARS 1978

BÂLE

12 juin 1978

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
I. La situation de l'économie mondiale	3
<p>Contraintes exercées par les balances de paiements sur l'expansion interne (p. 3); absence de toute stimulation nette de la part des pays excédentaires (p. 5); influence dépressive de l'inflation et des problèmes structurels (p. 7); facteurs d'expansion (p. 9); asymétrie du processus d'ajustement (p. 11).</p>	
II. Évolution récente de la situation économique et financière dans les pays industrialisés du monde occidental	14
<p>Le déroulement de la reprise économique (p. 14); éléments de faiblesse de la dépense globale (p. 17); dépenses du secteur privé (p. 19); mesures budgétaires de stimulation de l'économie (p. 21); prix et coûts (p. 22); emploi et chômage (p. 26); politiques monétaires et marchés monétaires (p. 28); évolution des agrégats monétaires (p. 31); financement du secteur public (p. 35); situation financière du secteur privé (p. 37); taux d'intérêt (p. 40).</p>	
III. Politiques nationales d'expansion, de stabilité des prix et d'ajustement extérieur	44
<p>Les problèmes de politique économique dans une perspective à long terme (p. 45); stratégies retenues il y a un an (p. 50); divergence des comportements (p. 52); nouvelles approches et orientations actuelles de la politique économique (p. 55); valeur des instruments et des choix en matière de politique économique (p. 58); <i>objectifs monétaires, taux d'intérêt et taux de change</i> (p. 59), <i>politique budgétaire</i> (p. 63), <i>politique des revenus</i> (p. 65); rôle de la coordination des politiques économiques à l'échelle internationale (p. 67).</p>	
IV. Échanges et paiements internationaux	69
<p>Commerce mondial (p. 69); <i>zones développées</i> (p. 69), <i>pays exportateurs de pétrole</i> (p. 72), <i>pays en voie de développement non producteurs de pétrole</i> (p. 72), <i>économies à planification centralisée</i> (p. 72); balances des paiements (p. 73); <i>pays développés</i> (p. 76), <i>pays exportateurs de pétrole</i> (p. 94), <i>pays en voie de développement non producteurs de pétrole</i> (p. 96), <i>économies à planification centralisée</i> (p. 97).</p>	
V. Les marchés internationaux du crédit et des capitaux	99
<p>Principaux facteurs d'influence (p. 101); structure géographique des flux bancaires internationaux (p. 105); évolution des marchés européens (p. 111); évolution dans les centres extra-européens (p. 119); évolution des taux d'intérêt (p. 120); les marchés des obligations internationales (p. 122).</p>	

VI. La scène monétaire internationale 127

Évolution des taux de change (*p. 127*); taux de change et compétitivité internationale (*p. 137*); production d'or et marché de l'or (*p. 145*); réserves et liquidité internationale (*p. 148*).

VII. Activités de la Banque 155

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (*p. 155*); opérations du Département bancaire (*p. 157*): *passif (composition des ressources) (p. 158)*, *actif (utilisation des ressources) (p. 161)*; la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (*p. 163*); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier (*p. 165*); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (*p. 166*); bénéfice net et répartition (*p. 168*); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (*p. 169*).

Conclusion 170

* * *

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1978.

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
La situation de l'économie mondiale	
Pays ayant réalisé en 1977 des ajustements importants dans leurs paiements courants	4
Variations du produit national brut en volume et de la consommation de pétrole	6
Volume des importations *	11
Évolution récente de la situation économique et financière dans les pays industrialisés du monde occidental	
Évolution de la production industrielle, comparée à la tendance antérieure à la récession *	
à la récession *	15
Grands pays industriels: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	18
Autres pays industriels: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	20
Évolution des prix de détail	23
Cours mondiaux des matières premières: indicateur de l'«Economist»	24
Gains nominaux et réels dans l'industrie	25
Taux de chômage	26
Emploi et productivité de la main-d'œuvre	27
Agrégats monétaires et de crédit: objectifs et taux d'expansion	29
Variations de la masse monétaire et contributions de ses contreparties *	33
Financement du secteur public	35
Fonds collectés sur les marchés du crédit par les emprunteurs nationaux non financiers	38
Taux d'intérêt à court et à long terme *	41
Politiques nationales d'expansion, de stabilité des prix et d'ajustement extérieur	
Pays de l'OCDE: croissance, inflation, chômage et déséquilibre extérieur *	46
Accroissement de l'investissement fixe non résidentiel (en volume) *	48
Les différents types d'expansion cyclique et l'ajustement externe	54
Variabilité de la masse monétaire et de la vitesse-revenu *	61
Variations de la masse monétaire et de la vitesse-revenu, 1963-77	62
Administrations publiques: accroissement des dépenses totales en termes réels et besoins nets de financement	63
Échanges et paiements internationaux	
Commerce mondial	70
Ensemble des zones développées, Etats-Unis, Allemagne fédérale et Japon: production industrielle, volume des échanges et termes de l'échange, 1974-78 *	71
Transactions courantes dans le monde	75
Etats-Unis: balance des paiements	77
Etats-Unis: répartition des échanges commerciaux par zone, 1971-77	78

	Page
Pays développés: balances des paiements	83
Pays développés: positions monétaires extérieures	90
Balances des paiements courants des pays développés extérieurs au Groupe des Dix et de la Suisse	93
Pays exportateurs de pétrole: répartition des excédents à investir (estimations)	95

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 devises étrangères et des émissions d'obligations internationales	100
Positions extérieures, en monnaie nationale et en devises étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales des banques américaines dans les centres offshore (par zone)	106
Positions extérieures, en monnaie nationale et en devises étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales des banques américaines dans les centres offshore (ventilation par pays)	108-109
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes déclarantes	112
Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale et en devises étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants et des succursales des banques américaines dans les centres offshore	114
Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants et des succursales des banques américaines dans les centres offshore	115
Origines et emplois des fonds en euro-monnaies (estimations)	117
Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux *	120
Taux des dépôts en euro-dollars et rendement des obligations libellées en euro-dollars *	121
Emissions d'obligations internationales	123
Rendement des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux et intérieurs *	124

La scène monétaire internationale

Variations des taux de change effectifs, enregistrées depuis les Accords de Washington de décembre 1971 *	129
Taux de change nominaux: indices des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU *	134
Variations des taux de change au comptant à l'intérieur du bloc de flottement concerté des monnaies européennes *	136
Pays du Groupe des Dix et Suisse: variations des taux de change effectifs, des prix et des coûts relatifs et évolution relative des échanges, 1971-78 *	139, 141, 143
Production d'or dans le monde	146
Origine et utilisation de l'or (estimations)	147
Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1976-78 *	148
Variations des réserves globales de 1975 à 1977	149

Activités de la Banque

Évolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices	157
Évolution de la composition des ressources au cours des dix derniers exercices	158
Fonds empruntés d'après leur origine	159
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	160
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements	161
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir	162
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).	164
Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche	165
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier	166

QUARANTE-HUITIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE
de la
BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX
tenue à
Bâle, le 12 juin 1978

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-huitième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1977 et clos le 31 mars 1978.

Après transfert de 427.372 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et de 13.000.000 de francs or à la «Provision pour immeubles», le bénéfice net de l'exercice s'élève à 191.050.134 francs or, contre 167.920.050 francs or au titre du précédent exercice et 178.876.749 francs or pour l'exercice 1975-76.

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 71.050.134 francs or au paiement d'un dividende de 110 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 1977-78 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1978.

Le Chapitre I est consacré, en guise d'introduction, à un rapide tour d'horizon de la situation de l'économie mondiale; il met l'accent sur les divers éléments qui exercent actuellement une influence dépressive sur la demande et la production, et au premier rang desquels figurent l'inflation et les contraintes imposées par les balances de paiements. Sur le plan intérieur, le Chapitre II décrit les faits qui ont marqué l'évolution dans les pays industrialisés du monde occidental au cours des derniers douze à dix-huit mois; il passe successivement en revue les tendances de la production et de la demande, puis les mouvements des prix et des coûts ainsi que les indicateurs relatifs

au marché du travail, et se termine par un compte rendu détaillé de l'évolution monétaire et financière. Le Chapitre suivant analyse la politique macro-économique dans son contexte actuel, caractérisé par la coexistence inhabituelle d'une récession, d'une inflation persistante et d'un déséquilibre des positions extérieures. La question de savoir dans quelle mesure ces circonstances nouvelles ont incité les autorités à rechercher de nouvelles techniques dans le domaine de la politique des revenus et dans celui des objectifs de masse monétaire y est notamment abordée. En ce qui concerne le domaine international, le Chapitre IV expose en détail l'évolution récente du commerce mondial et des balances de paiements, alors que l'activité sur les marchés internationaux du crédit et des capitaux est traitée dans le Chapitre V. Ce dernier contient également des observations sur le changement qui s'est opéré progressivement en 1977 dans l'ordre d'importance des préoccupations, les risques encourus dans les crédits bancaires internationaux cédant la première place aux inquiétudes que suscitent les implications macro-économiques de la dégradation prononcée de la balance américaine des paiements. Le Chapitre VI examine la situation monétaire internationale, en retraçant d'abord l'évolution sur les marchés des changes et son incidence sur la compétitivité internationale. On constate que, dans de nombreux cas, des fluctuations très larges des taux de change nominaux n'ont pas engendré de modification importante des taux de change réels effectifs et que, même lorsque ces derniers ont enregistré des variations, leur incidence sur les balances de paiements semble avoir été limitée. On peut en conclure que la poursuite de l'ajustement au moyen d'une modification du taux de change doit être épaulée par une politique appropriée sur le plan interne. Après avoir exposé la situation sur le marché de l'or, le chapitre examine, en conclusion, le niveau et la composition de la liquidité internationale. Le Chapitre VII traite des activités propres de la Banque durant l'exercice, ainsi que du bilan et des résultats financiers. La conclusion du Rapport résume les principales recommandations de politique économique.

I. LA SITUATION DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

L'idée directrice qui apparaît tout au long du présent Rapport est que l'évolution de la conjoncture internationale au cours de l'année écoulée a été soumise à l'influence conjuguée de trois facteurs dépressifs: déséquilibre pétrolier global, déséquilibre des paiements internationaux au sein du groupe des pays industrialisés consommateurs de pétrole et persistance des perturbations inflationnistes héritées de la fin des années soixante et du début de la présente décennie. Tous ces facteurs ont exercé une influence restrictive sur les politiques économiques, tandis que le climat d'incertitude qu'ils ont engendré a pesé sur les décisions des chefs d'entreprise, voire sur le comportement des consommateurs. Il en est résulté un nouveau ralentissement de l'expansion du commerce et de la production dans le monde. Il apparaît en outre tout à fait possible que, dans certains grands pays industrialisés, l'essoufflement actuel de la croissance soit dû à d'autres facteurs, de nature plus structurelle; toutefois, en raison de la faiblesse de l'économie mondiale, il est malaisé de les identifier et, partant, de concevoir les thérapeutiques appropriées.

Si l'on considère que l'excédent pétrolier global s'est en fait contracté et que maints pays sont parvenus à améliorer la situation de leur balance des paiements et à réduire l'inflation, ce diagnostic sur l'état de santé actuel de l'économie mondiale peut sembler quelque peu paradoxal. Une analyse plus fouillée infirme cependant une telle impression. En effet, il existe une interaction entre la contraction de l'excédent pétrolier, l'amélioration de la situation des balances de paiements de beaucoup de pays, la modération de l'inflation et la médiocrité de la croissance dans tous les grands pays, à l'exception des Etats-Unis. D'une part, alors que les déficits extérieurs, effectifs ou potentiels, ont entravé l'expansion dans un certain nombre de pays, la persistance de la hausse des coûts de production et le souvenir des récents excès inflationnistes ont exercé un vigoureux effet de freinage sur le développement de la demande interne dans *tous* les pays — y compris ceux qui ont enregistré des excédents de paiements courants. D'autre part, le ralentissement de la croissance qui en est résulté a aidé à comprimer l'excédent pétrolier global, en même temps qu'il permettait à de nombreux pays d'opérer un ajustement efficace de leur balance des paiements et contribuait à faire baisser les taux d'inflation. Mais que se passerait-il si l'économie mondiale venait à retrouver un rythme de croissance plus soutenu et un niveau de l'emploi plus élevé?

Contraintes exercées par les balances de paiements sur l'expansion interne

En ce qui concerne, tout d'abord, la question des balances de paiements, on ne peut manquer d'être frappé par le nombre de pays dont la politique économique récente a été dominée par le désir de réaliser un ajustement — et les résultats obtenus à cet égard ne sont pas moins spectaculaires. Ces pays peuvent être répartis en quatre groupes. En premier lieu, les trois grands pays déficitaires européens du Groupe des Dix, dont le solde négatif global des paiements courants était de \$11 milliards en 1976, ont connu une situation pratiquement équilibrée sur l'ensemble de l'année 1977 et ont même dégagé un excédent au second semestre. Par ailleurs, quatre autres pays

**Pays ayant réalisé en 1977 des ajustements importants
dans leurs paiements courants**

Pays	Balance des paiements courants		
	1976	1977	Variation entre 1976 et 1977
	en milliards de dollars EU		
Groupe 1: Pays du Groupe des Dix			
France	- 6,0	- 3,2	+ 2,8
Italie	- 2,8	+ 2,3	+ 5,1
Royaume-Uni	- 2,0	0,0	+ 2,0
Total	- 10,8	- 0,9	+ 9,9
Groupe 2: Autres pays développés			
Afrique du Sud	- 2,0	+ 1,0	+ 3,0
Espagne	- 4,3	- 2,5	+ 1,8
Finlande	- 1,2	- 0,2	+ 1,0
Israël	- 1,0	- 0,5	+ 0,5
Total	- 8,5	- 2,2	+ 6,3
Groupe 3: Pays en voie de développement			
Brésil	- 6,6	- 4,5	+ 2,1
Mexique	- 3,0	- 1,8	+ 1,2
Sept autres pays importants ¹	- 1,2	0,0	+ 1,2
Total	- 10,8	- 6,3	+ 4,5
Groupe 4: Pays d'Europe de l'Est²	- 6,8	- 2,9	+ 3,9

¹ Argentine, Chili, Colombie, Corée du Sud, Pérou, Philippines et Taiwan. (Les neuf pays de ce groupe absorbent environ 70% de l'encours des crédits bancaires accordés aux pays en développement importateurs de pétrole.)
² Echanges commerciaux (f.o.b.).

développés ont réussi à ramener le déficit cumulé de leurs balances courantes de \$8,5 milliards en 1976 à \$2 milliards en 1977. En outre, au cours de la même période, le solde déficitaire combiné de neuf pays en voie de développement à taux de croissance élevé a fléchi de \$11 milliards à \$6,5 milliards; cette amélioration apparaîtrait encore plus spectaculaire si l'on prenait comme référence les déficits bien plus lourds observés en 1974 et en 1975. Enfin, le déficit des échanges commerciaux des pays socialistes d'Europe de l'Est s'est contracté, passant de \$7 milliards à \$3 milliards. Le redressement des positions extérieures de ces quatre groupes de pays se chiffre ainsi au total à plus de \$24 milliards.

Hormis le cas d'un petit nombre de pays qui ont bénéficié d'un relèvement des prix à l'exportation, ces succès remportés dans l'ajustement des comptes extérieurs ont été obtenus par le biais d'une gestion restrictive de la demande. La vigueur de cette politique économique et le dosage de ses divers éléments ont varié d'un pays à l'autre, mais les autorités ont en général recouru à des mesures de caractère monétaire et budgétaire et, dans certains cas, à une politique des revenus.

Il est intéressant de noter que les gouvernements n'ont pas tous été contraints (et peut-être même pas la majorité d'entre eux) d'effectuer ces ajustements par manque de capitaux pour financer leur balance des paiements. L'offre de fonds par le canal du système bancaire international est demeurée abondante, et bon nombre de pays de ces groupes auraient pu différer l'ajustement de leurs comptes extérieurs ou l'étaler

sur une période plus longue. Le fait qu'ils n'ont pas agi de la sorte donne à penser que leur souci majeur était de lutter contre l'inflation interne et d'éviter de contracter un endettement extérieur par trop pesant, susceptible de leur poser des problèmes de financement à plus long terme. Les autorités ont préféré réagir sur-le-champ aux contraintes imposées par les déséquilibres intérieurs et extérieurs plutôt que d'attendre que des difficultés de financement ne surgissent.

Autre fait frappant: les positions extérieures se sont révélées très sensibles aux variations de la demande interne. La demande de produits importés a fait preuve d'une très grande élasticité par rapport au revenu, même dans les économies où le taux de change réel ne s'est pas déprécié. Ce phénomène s'est traduit en pratique par une forte impulsion déflationniste qui s'est diffusée au reste du monde sous la forme d'un tassement, voire d'un fléchissement en valeur absolue, du volume des importations. Dans certains cas, les exportations ont également enregistré des résultats supérieurs à la moyenne.

Ce sens des responsabilités dont ont fait preuve maints pays déficitaires constitue une évolution encourageante. La satisfaction aurait pu être encore plus grande si l'influence dépressive que ces attitudes ont exercée sur les échanges mondiaux avait été compensée de façon adéquate par des forces expansionnistes émanant d'autres sources. Mais il n'en a rien été. L'excédent pétrolier global a reculé, mais dans une proportion insuffisante; l'excédent courant cumulé des pays industrialisés à monnaie forte s'est même accru; enfin, l'incidence compensatrice la plus forte a été fournie, soit par des pays développés moins importants ou des pays en voie de développement, qui n'étaient guère en mesure de jouer un rôle de « locomotive », soit par les Etats-Unis, où l'accroissement rapide du déficit courant a créé autant de problèmes qu'il a contribué à en résoudre.

Absence de toute stimulation nette de la part des pays excédentaires

Le groupe constitué par l'ensemble des pays excédentaires « traditionnels » — exportateurs de pétrole, Allemagne fédérale, Suisse et Japon — n'a pas exercé de stimulation nette sur l'activité économique dans le reste du monde. En effet, l'excédent global de leurs transactions courantes s'est très faiblement accru, passant de \$51 milliards en 1976 à \$52,5 milliards en 1977.

Considérons tout d'abord les pays exportateurs de pétrole; on constate, certes, que l'excédent global de leurs transactions courantes est revenu de \$40 milliards en 1976 à \$34 milliards en 1977, et l'examen des chiffres trimestriels révèle l'existence d'une tendance à la baisse tout au long de l'année dernière. Aussi est-il fort possible qu'en 1978 le surplus n'atteigne en définitive qu'un tiers du maximum enregistré en 1974. Nul doute que ce fléchissement ne soit dû à un effort véritable et important d'adaptation au relèvement du prix du pétrole de fin 1973. L'ajustement s'est opéré de trois façons: réduction de la consommation de pétrole par unité de produit national brut dans beaucoup de grands pays industriels, davantage par le recours à d'autres sources que par une compression des dépenses énergétiques globales; diminution du prix « réel » du pétrole depuis 1974; enfin, absorption notable par les producteurs de pétrole de biens et de services importés.

Variations du produit national brut en volume et de la consommation de pétrole

Pays	Produit national brut en volume	Livraisons intérieures de produits pétroliers*
	variations 1973-77, en %	
Etats-Unis	+ 8,3	+ 1,4
Japon	+ 12,8	- 10,3
France	+ 11,8	- 11,5
Allemagne fédérale	+ 5,9	- 11,5
Italie	+ 8,2	- 6,9
Royaume-Uni	+ 0,1	- 16,3

* Sur la base des statistiques pétrolières OCDE/AIE, en tonnes métriques; à l'exclusion des soutes maritimes et des stocks des raffineries.

Cette évolution rassurante masque cependant deux faits qui ne laissent d'inquiéter. D'abord, le taux d'expansion du volume des achats à l'étranger des pays exportateurs de pétrole ne cesse de se ralentir: très élevé en 1975, avec plus de 40%, ce taux est tombé à moins de 25% en 1976 et probablement aux alentours de 15% en 1977. Cette tendance au fléchissement illustre, d'une part, les difficultés rencontrées par les pays «à faible capacité d'absorption» sur le plan social et technique ainsi qu'au niveau de l'organisation pour soutenir une forte progression des importations; elle reflète, d'autre part, le désir des pays «à forte capacité d'absorption» de maintenir le rythme d'expansion de leur économie à l'intérieur de limites supportables et moins inflationnistes, ainsi que la préoccupation suscitée chez certains d'entre eux par la détérioration de leur position extérieure. Le second fait est que, en dépit de la stagnation de l'activité économique mondiale, la valeur des exportations de pétrole a augmenté d'environ 10%; à noter toutefois que cette augmentation est due presque exclusivement à la hausse des prix du brut plutôt qu'à un accroissement sensible du volume des ventes.

Si l'on tient compte de ces deux faits, rien n'interdit de penser que, dans l'hypothèse d'une croissance plus satisfaisante de l'économie mondiale, l'excédent pétrolier pourrait fort bien s'accroître à nouveau - perspective qui, en soi, rend cette hypothèse peu probable. Seules des économies de pétrole supplémentaires pourraient permettre de sortir de ce dilemme. Les pays industriels qui ont déjà obtenu de bons résultats dans la réduction de leur consommation de pétrole seront-ils capables de poursuivre dans cette voie? D'autre part, les Etats-Unis - qui, parmi les grands pays industriels, ont le moins bien réussi à réduire de façon substantielle la consommation de pétrole par unité de produit national brut - seront-ils en mesure de suivre l'exemple des autres pays?

Tout aussi inquiétante est la persistance tenace d'excédents courants en République fédérale d'Allemagne et en Suisse et, davantage encore, l'accroissement de l'excédent des transactions courantes du Japon, qui est passé de \$3,7 milliards en 1976 à \$11 milliards en 1977. En termes réels, les importations de biens et de services de l'Allemagne ont progressé de 4,2% d'une année à l'autre, c'est-à-dire au même rythme que les exportations. L'incidence de l'évolution des échanges commerciaux allemands sur le reste du monde a donc été neutre: elle n'a ni accentué, ni compensé, l'impact

des éléments dépressifs émanant d'autres sources. En revanche, le volume des importations japonaises de biens et de services n'a augmenté que de 2%, alors que les ventes à l'étranger se sont développées à raison de 10,4%. Le Japon a donc exercé un effet de contraction net sur l'activité mondiale; cette constatation vaut non seulement pour l'année dernière, mais aussi pour l'ensemble de la période 1974-77, tandis que l'effet net de l'évolution en Allemagne fédérale, dans cette perspective à plus long terme, a été expansionniste.

La persistance d'excédents courants en Allemagne et en Suisse et la forte augmentation du surplus japonais sont d'autant plus étonnantes que ces trois pays ont connu une vive appréciation du cours de change effectif de leur monnaie. Si, dans chaque cas, cette valorisation s'est produite en grande partie tout récemment – entre septembre 1977 et fin mars 1978 – c'est beaucoup plus tôt que les cours de change effectifs du deutsche mark et du franc suisse ont commencé à se raffermir très sensiblement. Pour plusieurs raisons, l'appréciation du cours de change n'a apparemment guère modifié la situation des transactions courantes de ces pays. Les fortes hausses récentes des taux de change ont probablement exercé un vigoureux effet pervers (courbe en J); de plus, l'exécution de certaines transactions a sans doute été avancée du fait d'anticipations concernant les marchés des changes. Sur une période plus longue, les résultats supérieurs à la moyenne obtenus par l'Allemagne et la Suisse dans leur lutte contre l'inflation signifient que les taux de change réels de leur monnaie ont augmenté beaucoup moins que les taux nominaux – voire qu'ils n'ont pas progressé du tout pendant certaines périodes. Enfin, la demande interne est demeurée constamment atone l'année dernière en Allemagne et au Japon. Ce facteur, générateur d'excédents, s'est révélé aussi actif dans les pays à monnaie forte que l'incidence exercée dans les autres pays par des politiques restreignant délibérément la demande.

Influence dépressive de l'inflation et des problèmes structurels

Les raisons de l'insuffisance du développement de la demande interne dans les pays qui, précisément, n'étaient pas contraints d'adopter des politiques restrictives pour des raisons externes – il s'agit surtout, mais pas exclusivement, du Japon et de l'Allemagne – sont assez complexes. L'explication la plus plausible est fournie par l'effet de freinage qu'exercent sur la dépense globale l'expérience de l'inflation passée et la crainte de son retour. Il n'est pour s'en convaincre que d'examiner le comportement tant des entreprises que des pouvoirs publics.

Si le redressement de l'activité économique n'a pu se poursuivre sur sa lancée, l'une des principales raisons en est que l'investissement du secteur privé n'a pas réagi comme il convenait au mouvement de reprise conjoncturelle. Selon toute probabilité, l'attitude prudente des milieux industriels a été motivée non seulement par l'existence de capacités de production excédentaires, mais également par le souvenir de la surchauffe inflationniste du début des années soixante-dix, au terme de laquelle les profits ont été écrasés sous l'effet de l'alourdissement des coûts de la main-d'œuvre, des matières premières, de l'énergie et du financement, ainsi que par l'effondrement des marchés. Des événements plus récents ont apparemment justifié cette circonspection puisque les profits ont de nouveau été laminés par la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et l'appréciation des monnaies.

Quant au secteur public, son effet expansionniste sur la demande globale a bien souvent diminué, et cela pour plusieurs motifs: effet automatique de l'inflation sur la pression fiscale; réticence à accroître les dépenses publiques, dont la part dans l'économie était déjà jugée excessive; volonté, de la part des gouvernements, de respecter leur engagement de limiter ou de réduire le déficit du secteur public, que l'opinion, avertie par les expériences antérieures, en est venue à associer au risque de voir ressurgir l'inflation. Ou plus simplement, disons que le niveau fort élevé des dépenses et des déficits du secteur public a limité les possibilités d'intensifier les politiques budgétaires expansionnistes, alors que le souvenir d'un taux d'inflation à deux chiffres était encore bien présent dans les mémoires.

Au premier abord, les raisons de cette préoccupation constante que suscite l'inflation peuvent paraître difficiles à comprendre. La hausse des prix ne s'est-elle pas ralentie dans un grand nombre de pays, tant développés qu'en voie de développement? Le fait n'est certes pas contestable. Mais il est tout aussi certain que les circonstances qui semblent avoir été à l'origine de ce ralentissement peuvent n'être que passagères ou ne pas jouer en faveur de tous les pays en même temps. En fait, un examen plus attentif révèle clairement que les taux d'inflation n'ont reculé qu'en présence de deux types de situations – ou d'une heureuse combinaison des deux. Ce recul a eu lieu dans les pays qui ont maintenu, par l'application de politiques délibérément restrictives, une importante marge de capacités inutilisées dans leur économie. Il s'est également produit là où le taux de change effectif s'est apprécié – soit parce que les efforts d'ajustement plus récents de l'économie interne ont été couronnés de succès, soit parce qu'il existe une tradition plus ancienne de politique anti-inflationniste.

Il est frappant – et en même temps inquiétant – de constater que le seul pays qui ait rétabli une situation de quasi-stabilité de ses prix de détail, à savoir la Suisse, n'y est parvenu qu'au moyen d'une appréciation effective de plus d'un tiers de sa monnaie au cours des trois dernières années et parce que le niveau actuel du volume de production reste bien inférieur au maximum atteint avant la récession. Sans la rigidité excessive à la baisse des prix de détail, ces deux facteurs réunis auraient engendré une baisse effective des prix. L'Allemagne constitue un cas du même genre: le rythme de hausse des prix de détail s'y maintient toujours aux environs de 3%, malgré l'appréciation de 25%, entre la fin de 1975 et les derniers jours de mars 1978, du taux de change effectif du deutsche mark et une décélération de la croissance en 1977, qui a porté le chômage à un niveau élevé pour la période de l'après-guerre. A l'opposé, l'expérience des Etats-Unis illustre parfaitement l'inquiétude que suscite l'inflation dans l'opinion publique. Parmi les grands pays industriels, seuls les Etats-Unis sont parvenus à maintenir un taux d'expansion satisfaisant de l'activité économique au cours de l'année passée; or, parallèlement, le taux de change effectif du dollar s'est déprécié, cependant que le rythme de l'inflation interne s'accélérait quelque peu. On peut, semble-t-il, en conclure que, même si elles sont masquées par la présente «récession de croissance» ou par l'appréciation des taux de change, l'inflation et les anticipations inflationnistes restent très vivaces dans les pays industriels du monde occidental – et à plus forte raison, d'ailleurs, dans de nombreux pays en voie de développement. Bien que ce phénomène ne soit généralement pas la conséquence d'une demande excessive, mais reflète plutôt la persistance de la spirale des coûts et des prix, il n'en

continue pas moins de peser sur les décisions des secteurs public et privé en matière de dépenses.

Certains signes indiquent toutefois que l'inflation, ou la crainte de l'accroître, n'est peut-être pas la seule cause du ralentissement de la croissance économique dans certains grands pays industriels. Il est possible que, indépendamment de la faiblesse de la demande à l'échelle mondiale, cette croissance ait subi une rupture de tendance à long terme. Nombre de raisons militent en faveur de cette hypothèse. La part du profit dans le revenu national s'est réduite, et, dans plusieurs pays, ce mouvement de recul a commencé avant la récession. Le volume des dépenses en capital fixe n'augmente plus depuis plusieurs années. D'importantes capacités excédentaires sont apparues dans certaines branches d'activité — sidérurgie, construction navale, industrie textile, fibres artificielles, certaines industries pétrochimiques de base, etc. — soit en raison des phases d'expansion synchronisée des investissements survenues précédemment, soit en raison des succès remportés en matière d'industrialisation par un certain nombre de pays en voie de développement. Même les innovations dans le domaine technologique, qui s'orientent maintenant vers l'automatisation et les économies de main-d'œuvre, semblent d'une tout autre nature que celles qui conduisirent, dans le passé, à l'essor des investissements dans les industries électrique, automobile ou pétrochimique. De telles inadaptations donnent à penser que, après plusieurs décennies de croissance rapide pratiquement ininterrompue, on risque fort de se trouver en présence d'un ralentissement du type mis en évidence dans le « cycle de Kondratieff ». Étant donné toutefois le degré de sous-emploi de l'économie mondiale, il est excessivement difficile de juger si ces développements revêtent un caractère vraiment structurel. À l'évidence, certains d'entre eux sont simplement attribuables au fait que l'économie mondiale, particulièrement dans les pays industrialisés du monde occidental, fonctionne nettement en deçà du taux optimal d'utilisation de ses capacités; des problèmes essentiellement conjoncturels peuvent facilement passer pour structurels en pareille circonstance. Mais tant de signes laissent présumer l'existence de déséquilibres réellement fondamentaux que les responsables de la politique seraient mal avisés de ne pas en tenir compte et de s'efforcer de retrouver des taux de croissance comparables à ceux des années soixante.

Une série de problèmes structurels d'une nature particulière semblent se poser à l'Allemagne et au Japon, où la croissance a constamment été induite par les exportations depuis le début des années cinquante; aussi les investissements industriels dans ces deux pays sont-ils étroitement tributaires des perspectives d'exportation. Sous l'effet conjugué de la décélération du taux d'accroissement des échanges mondiaux, de l'application de politiques restrictives de la demande par nombre de leurs clients traditionnels, de l'apparition du protectionnisme ainsi que de l'appréciation de leur monnaie, la reprise des investissements industriels dans ces deux pays s'est trouvée entravée. L'adoption d'un nouveau type de croissance, fondée sur l'expansion de la demande interne, nécessite inévitablement beaucoup de temps.

Facteurs d'expansion

Un certain nombre de pays ont sans conteste exercé une influence expansionniste sur l'économie mondiale l'année dernière. Parmi les pays développés extérieurs

au Groupe des Dix, cinq ont enregistré un accroissement de leur déficit global des paiements courants, qui est passé de \$8,5 milliards en 1976 à \$15,8 milliards en 1977; de même, les pays en voie de développement non producteurs de pétrole qui ne figurent pas dans le tableau de la page 4 ont vu également leur déficit courant s'accroître très légèrement.

Le principal élément de soutien de l'activité, l'année dernière, a toutefois été fourni par les Etats-Unis, qui ont été les seuls parmi les grands pays développés à connaître un rythme d'expansion assez rapide, voisin de celui qui caractérise une reprise conjoncturelle classique. Cette évolution s'est accompagnée d'une élévation sensible du niveau de l'emploi et d'une réduction appréciable du chômage, cependant que la vive progression des bénéfices a permis d'obtenir une expansion satisfaisante des investissements. De ce fait, les importations américaines de biens et de services se sont accrues en 1977 de 10,3% en valeur réelle par rapport à 1976, alors que les exportations ont progressé de moins de 2%. Aussi la balance des paiements courants s'est-elle considérablement détériorée: de \$1,4 milliard en 1976, le déficit est monté à \$20,2 milliards en 1977. Entre 1975 et 1977, la dégradation de la balance américaine des paiements courants est encore plus prononcée puisqu'elle s'élève à \$31,8 milliards.

Pour deux raisons, cependant, l'incidence positive des Etats-Unis sur la conjoncture internationale n'a peut-être pas été aussi forte que le laisseraient supposer ces chiffres globaux très élevés.

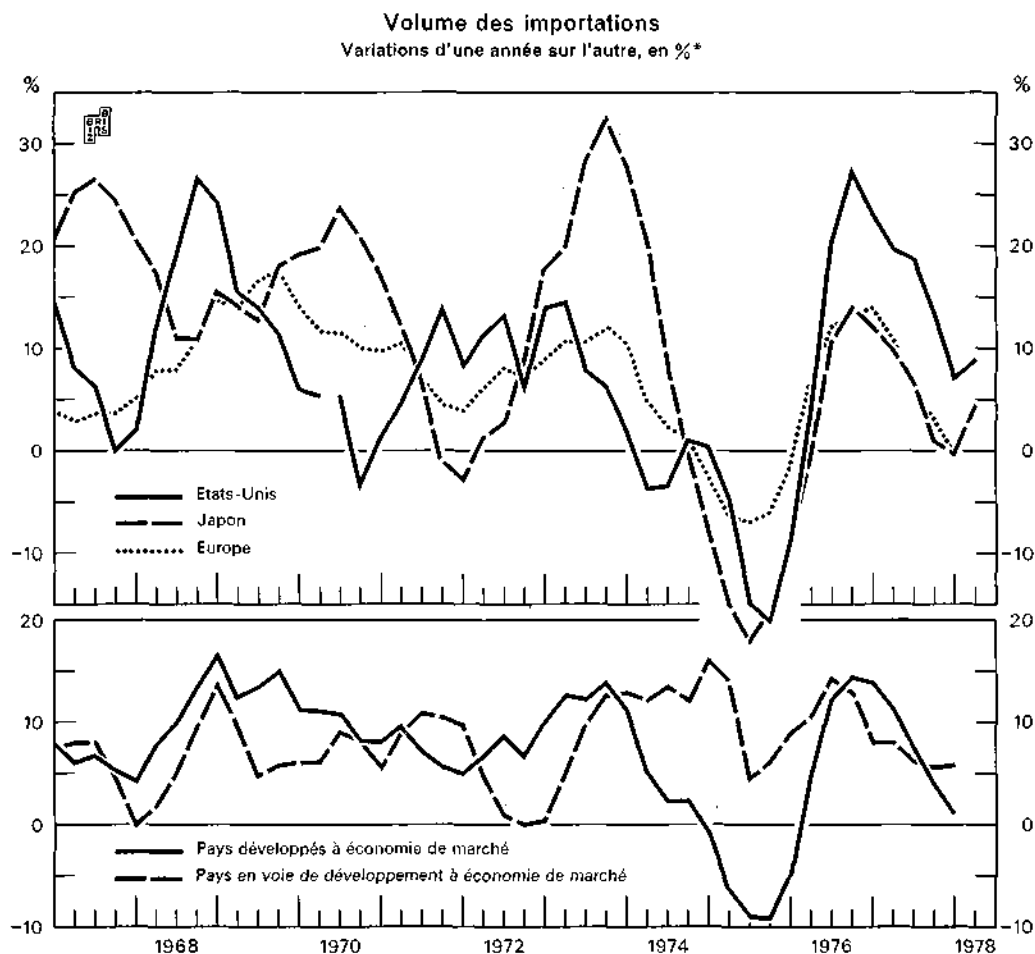
La première, qui a déjà été mentionnée dans les commentaires sur la consommation de pétrole par unité de produit national brut, est que l'accroissement des importations américaines de biens et de services est dû, pour une large part, à une forte progression des achats de pétrole. Ce type de transactions ne pouvait guère relancer l'activité économique mondiale, puisque la capacité d'importation de la plupart des pays producteurs de pétrole se trouvait d'ores et déjà limitée pour des motifs qui ne sont pas liés aux recettes qu'ils tirent à présent des exportations. Au contraire, la forte demande américaine de pétrole peut avoir contribué au relèvement du prix de ce produit l'an passé et aggravé ainsi de manière indirecte les déficits pétroliers des autres pays importateurs de pétrole.

La seconde restriction tient aux effets perturbateurs exercés sur les taux de change par le déficit considérable de la balance américaine des paiements courants. Certes, la dépréciation du dollar et l'appréciation des devises fortes ont été engendrées à la fois par le déficit américain et par les excédents des pays à monnaie forte, et ces deux évolutions ne peuvent donc pas être imputées en toute logique à un seul déséquilibre; mais il est possible que le déficit américain ait accentué l'appréciation effective des monnaies fortes par le biais des sorties autonomes de capitaux des Etats-Unis en 1977 et pendant les premiers mois de 1978, qui sont venues renforcer l'incidence de la balance des paiements courants sur les taux de change. L'afflux correspondant de fonds spéculatifs en Allemagne, en Suisse et au Japon a vraisemblablement porté le cours de ces monnaies au-delà du niveau qu'elles auraient atteint en tout état de cause, sous l'effet de leurs propres excédents, si les déficits enregistrés en contrepartie avaient été répartis de façon plus uniforme dans le reste du monde. Etant donné que les industries allemande et japonaise sont, comme indiqué précédemment, structurellement tournées vers l'exportation, cette revalorisation supplémentaire du deutsche mark et du yen a encore dissuadé

un peu plus les entreprises industrielles de ces deux pays de réaliser des investissements sur place et peut avoir retardé davantage la reprise tant espérée dans leurs économies nationales. Enfin, le climat d'incertitude créé par les fluctuations prononcées des monnaies a certainement eu pour effet de freiner la croissance, non seulement dans les pays dont la monnaie s'appréciait, mais également à l'échelle mondiale.

Asymétrie du processus d'ajustement

En résumé, ce rapide tour d'horizon montre que les politiques d'ajustement appliquées l'an passé ont en définitive exercé un effet dépressif net sur l'activité économique dans le monde, et ce pour deux raisons évidentes. En premier lieu, le déséquilibre pétrolier, même s'il se réduit, n'a pas disparu: la somme des déficits courants a donc été plus élevée que le total des excédents ajustables. En second lieu, la demande interne ne s'est pas développée de façon suffisamment dynamique dans les pays excédentaires, parce que l'accroissement des dépenses publiques et privées a été entravé par le souvenir des périodes d'inflation, la hausse actuelle des coûts et des prix ou



* Calculées sur la base de moyennes mobiles de deux trimestres (données trimestrielles non ajustées).

des distorsions structurelles. Ainsi, si la gestion restrictive de la demande dans les pays déficitaires s'est révélée hautement efficace, il n'en a pas été de même des politiques qui devaient en contrepartie favoriser l'expansion dans les pays excédentaires. C'est donc le premier groupe de pays qui a supporté la charge de l'ajustement, comme cela aurait été pratiquement le cas sous un régime de taux de change fixes.

En dépit des importantes fluctuations des taux de change nominaux observées depuis le début du flottement, ce résultat n'a rien de surprenant. En fait, on peut considérer que les variations des taux de change ont plutôt renforcé que compensé l'impact asymétrique de ces facteurs de déséquilibre. Dans les pays dont la monnaie s'est dépréciée, il apparaissait inévitable d'adopter des politiques restrictives pour rompre la spirale dépréciation/inflation. D'autre part, l'appréciation des monnaies des pays excédentaires a encore accentué le freinage de l'expansion interne en contrariant la reprise des investissements; elle est donc partiellement responsable de la modicité des résultats obtenus par les politiques de relance.

L'incidence globale de ce processus d'ajustement asymétrique sur l'activité mondiale est mise en évidence dans le graphique de la page précédente, qui montre les taux de variation sur douze mois du volume des importations au cours de la période 1967-77. Le fait frappant, qui apparaît dans la partie supérieure du graphique, est que jusqu'en 1972 les variations des importations aux Etats-Unis, au Japon et en Europe n'ont guère été synchronisées. La synchronisation a débuté pendant la période de haute conjoncture 1972-73 et s'est poursuivie depuis lors, malgré les taux de change flexibles; seuls les Etats-Unis ont enregistré une progression significative du volume de leurs importations au cours de la période la plus récente.

La seconde constatation tout aussi saisissante, qui ressort de l'examen de la partie inférieure, est que les pays en voie de développement (y compris les producteurs de pétrole) ont continué à soutenir activement le commerce mondial tout au long de la récession de 1974-75 et l'ont même stimulé très vigoureusement jusqu'à la fin de 1974. Le fait nouveau dans l'évolution la plus récente réside dans la baisse simultanée des taux de croissance du volume des importations dans les grandes zones industrialisées et dans les pays en développement.

La question se pose à présent de savoir si le monde se trouve entraîné dans un processus cumulatif susceptible de conduire non seulement à un nouveau ralentissement de la croissance, mais même à une véritable récession. Une telle éventualité est peu probable. Bien sûr, un certain nombre de pays développés de moindre importance et de pays en voie de développement, ceux précisément dont la situation des paiements courants s'est dégradée l'an passé, ne peuvent — ni ne doivent — différer l'application de mesures d'ajustement; certains d'entre eux se sont en fait déjà engagés dans la voie de politiques internes restrictives. Qui plus est, on pourrait difficilement concevoir que les Etats-Unis continuent en solitaire à tenir leur rôle de « locomotive »: nombreux sont les économistes qui prévoient une décélération cyclique normale de la croissance de l'économie américaine au cours des douze prochains mois.

Plusieurs raisons laissent cependant espérer que l'économie mondiale bénéficiera d'un soutien en provenance d'autres sources. Le Japon et l'Allemagne ont mis en œuvre des mesures destinées à relancer la demande interne, et on ne peut que souhaiter que ces dispositions exercent un effet positif sur leurs importations.

Un grand nombre de pays importants, tant industrialisés qu'en développement, sont parvenus à redresser la situation de leurs comptes extérieurs et sont maintenant en mesure d'assouplir l'orientation restrictive de leur politique économique. Leur tâche en sera d'autant facilitée qu'ils ont réussi, pour la plupart, à reconstituer leurs réserves extérieures et que les marchés internationaux des capitaux et du crédit demeurent liquides. Les chiffres relatifs aux variations de la consommation de pétrole par unité de produit national brut indiquent sans conteste que, sous une forme ou sous une autre, un ajustement réel à la hausse du prix du pétrole a déjà eu lieu, ce qui donne à penser que de nouveaux progrès pourront être réalisés. Bien entendu, ces espoirs reposent en grande partie sur l'hypothèse que les responsables des politiques économiques sauront faire face aux tâches décisives qui les attendent: coordonner efficacement leurs actions en vue d'inverser le sens des forces dépressives qui influencent l'économie mondiale. Certains de ces problèmes de politique économique sont examinés dans la conclusion du présent Rapport.

II. ÉVOLUTION RÉCENTE DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS DU MONDE OCCIDENTAL

Au cours de l'année écoulée, l'activité économique a évolué de façon fort différente aux Etats-Unis et dans les autres pays industrialisés. Aux Etats-Unis, l'économie a continué de se développer à un rythme assez vigoureux, grâce à l'accroissement prononcé des dépenses de consommation, à un regain de dynamisme dans le domaine de la construction et au raffermissement des achats d'équipement du secteur privé. Au Japon, par contre, la production industrielle a stagné à partir du printemps de 1977, le vif essor des exportations et des dépenses publiques n'ayant pas réussi à imprimer un élan suffisant à la dépense interne du secteur privé, alors qu'en Europe occidentale elle a de fait régressé au printemps et au cours de l'été. Le redressement, si longtemps attendu, des investissements fixes ne s'est pas concrétisé, les dépenses de consommation des ménages et le rythme d'accumulation des stocks se sont ralentis et, du fait de la morosité de la situation économique tant en Europe que dans le monde non industrialisé, la croissance des exportations n'a pas répondu aux attentes des divers pays. Depuis la fin de l'automne, la production industrielle progresse de nouveau au Japon et en Europe occidentale, mais elle a encore cédé du terrain par rapport à ses valeurs tendanciennes d'avant la récession.

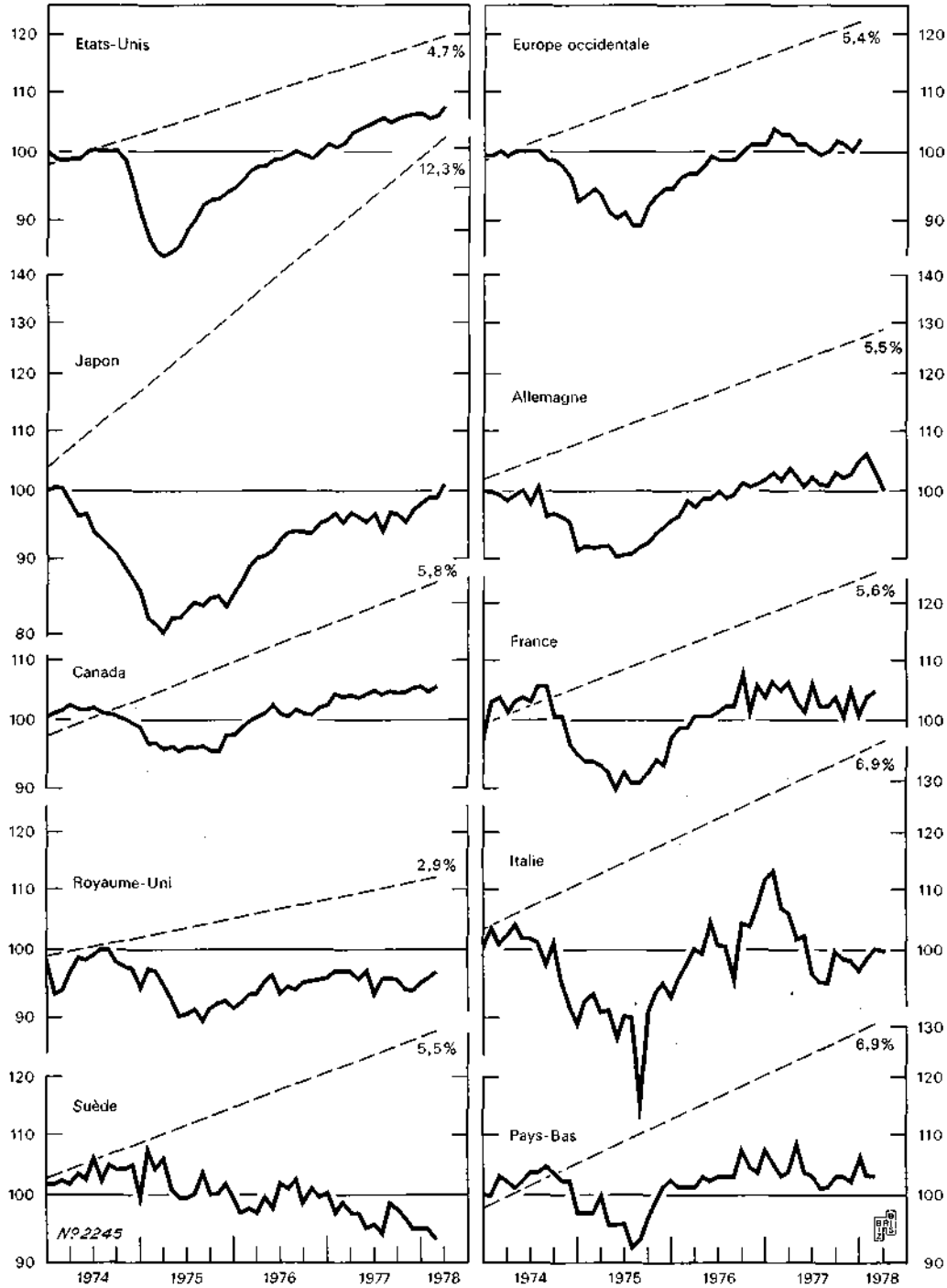
La divergence des rythmes de croissance aux Etats-Unis et dans le reste du monde industrialisé s'est également reflétée au niveau du chômage et de l'évolution des prix. Aux Etats-Unis, la situation de l'emploi s'est nettement améliorée, le chômage a sensiblement reculé et le taux tendanciel de hausse des prix de détail a amorcé un mouvement ascendant; dans les autres pays, le nombre des sans-travail n'a pas diminué de façon significative, mais, en revanche, on a constaté très souvent une modération de l'inflation.

Si les taux d'expansion monétaire sont demeurés généralement modestes, comparés aux chiffres de certaines années récentes, il n'en reste pas moins que les Etats-Unis, l'Allemagne fédérale, la Suisse et le Royaume-Uni, où l'évolution antérieure des agrégats avait été caractérisée par une relative stabilité, ont connu des périodes d'accroissement rapide. Aux Etats-Unis, en raison de la poursuite de la reprise conjoncturelle, les concours aux entreprises, le crédit à la consommation et les prêts hypothécaires se sont inscrits en forte hausse tandis que, dans les autres pays, les flux de crédit ont continué d'être influencés essentiellement par les emprunts du secteur public. Cependant, à quelques exceptions près, les besoins de financement de ce secteur ont pu être, pour l'essentiel, facilement satisfaits par des moyens non monétaires. Les taux d'intérêt à court terme se sont redressés aux Etats-Unis, alors qu'ils ont baissé, dans l'ensemble, dans nombre de pays. Sous l'effet du ralentissement du rythme de l'inflation, les taux d'intérêt à long terme ont nettement fléchi au Japon et en Allemagne. Ailleurs, par contre, les rendements n'ont guère diminué ou bien, comme dans le cas des Etats-Unis, ont légèrement augmenté.

Le déroulement de la reprise économique

L'effondrement de la production au cours de la récession mondiale de 1974-75 avait été tel que le mouvement de reprise qui en est résulté dans les pays industrialisés

Evolution de la production industrielle, comparée à la tendance antérieure à la récession*



* Indices mensuels (quatrième trimestre de 1973 = 100) et valeurs tendancielle calculées sur la base de données trimestrielles pour la période 1955-74, échelle semi-logarithmique. Les chiffres figurant à l'intérieur du graphique représentent les taux de croissance annuels moyens qui peuvent être déduits de ces tendances.

est apparu faible et hésitant malgré un début prometteur. Sa lenteur et son irrégularité ressortent du graphique, qui retrace l'évolution de la production industrielle — indicateur sensible et relativement à jour de l'évolution cyclique. Ce graphique indique également la pente de croissance de la production industrielle pour la période 1955-74. Du fait de la hausse des prix de l'énergie et de la modification simultanée des coûts des facteurs et de la structure de la demande, une partie de l'appareil productif est certainement devenue obsolète. D'autre part, l'accroissement du potentiel de production a été freiné par l'insuffisance de la formation de capital fixe ces dernières années et, dans quelques pays, par le ralentissement du rythme d'augmentation de la population active, le rétrécissement de l'écart technologique par rapport aux pays les plus avancés et la nécessité de tenir davantage compte de considérations liées à l'environnement. Mais on a souvent pris l'habitude de considérer comme critères d'appréciation de l'évolution des années récentes l'orientation tendancielle de la production observée avant la récession et l'espérance qu'elle a fait naître de voir s'améliorer régulièrement les revenus réels. Le recours fréquent au mot « crise » pour décrire la situation récente doit être considéré essentiellement dans le contexte de ces remarquables performances obtenues dans le passé.

Comme le mentionnait le Rapport annuel de l'an passé, à l'amorce d'une expansion vigoureuse de l'activité à la fin de 1975 avait succédé, au printemps suivant, dans la plupart des pays, une pause prolongée au cours de laquelle la production n'avait plus guère progressé. Elle connut pourtant dans certains pays, à la fin de 1976 et au début de 1977, un regain de dynamisme qui suscita quelque espoir de voir le mouvement de redressement se poursuivre sur sa lancée. Un nouveau coup d'arrêt devait malheureusement se produire peu après.

Aux Etats-Unis, la croissance de la production s'est ralentie au cours de l'année écoulée au fur et à mesure que la reprise se développait, mais, dans l'ensemble, elle s'est rapprochée de sa tendance d'avant la récession. Dans les autres pays, de nouveaux symptômes d'une certaine faiblesse latente sont apparus. Au Japon et au Canada, l'activité a commencé à stagner au printemps, cependant qu'en Europe occidentale la production industrielle s'est même mise à baisser au cours de l'été et de l'automne. Comme la marge des ressources inutilisées ne s'est guère réduite, le mouvement d'expansion s'est manifestement essoufflé.

L'aspect le plus décevant a été l'engourdissement de la reprise en Allemagne et au Japon, pays qui, l'un comme l'autre, étaient parvenus très tôt à maîtriser l'inflation et qui, vu la solidité de la position de leurs comptes extérieurs, étaient appelés, pensait-on, à jouer le rôle de « locomotive » de l'économie mondiale. Aucun de ces deux pays n'a enregistré d'accroissement sensible de la production industrielle entre le début de 1977 et les dernières semaines de l'année. Les autres pays industriels, qui pour nombre d'entre eux ont adopté ces derniers temps des politiques restrictives ou renforcé le dispositif déjà en vigueur pour contenir la forte poussée inflationniste et faire face à l'affaiblissement des positions extérieures, ont dans l'ensemble obtenu des résultats encore moins satisfaisants. De janvier à octobre 1977, la production industrielle a baissé de 5,4% en France, de 2,3% aux Pays-Bas et de 3,4% en Belgique. En Italie, où l'économie s'était fortement développée en 1976 et où un programme d'austérité approuvé par le FMI a été adopté, le fléchissement a été de 13% de janvier à octobre 1977. Au Royaume-Uni, la très légère remontée enregistrée en 1976 a fait place à un mouvement inverse, de

sorte qu'en octobre 1977 l'indice ne dépassait plus que de 5% le minimum atteint lors de la récession de 1975. En Suède, où l'économie avait été délibérément mise à l'abri de la récession mondiale au cours des dernières années, la production industrielle est retombée, au troisième trimestre, à un niveau qu'elle n'avait pas connu depuis le début de 1973.

Il semble que la production se soit trouvée au creux de la vague à la fin de l'automne, des indices d'une légère amélioration étant apparus depuis lors dans plusieurs pays européens ainsi qu'au Japon. La médiocrité des résultats enregistrés aux Etats-Unis au commencement de 1978 est imputable aux grèves et à la rigueur de l'hiver; en Allemagne, l'activité s'est également ressentie de conflits du travail au printemps.

L'évolution contrastée de la production industrielle se reflète assez fidèlement dans celle du produit national brut au sens large. Les taux de croissance trimestriels du produit national brut en volume dans les grands pays traduisent un essoufflement général après le premier trimestre de 1977 (ralentissement aux Etats-Unis, et périodes de stagnation ou de recul ailleurs). Cependant, à l'exception de l'Italie, le mouvement de baisse ne s'est pas poursuivi pendant plus d'un trimestre. En rythme annuel, l'expansion du produit national brut en volume s'est ralentie dans la quasi-totalité des pays industrialisés entre 1976 et 1977. Dans bon nombre d'entre eux, les progrès de 1977 sont demeurés sensiblement inférieurs aux prévisions ou aux objectifs publiés par les autorités nationales, notamment en Allemagne, où l'augmentation d'une année sur l'autre n'a atteint que 2½%, au lieu des 5% envisagés officiellement.

A quoi attribuer cette dégradation à laquelle apparemment nul ne s'attendait? La comparaison de l'évolution des composantes de la dépense globale permettra de mieux en cerner les raisons. Les tableaux qui s'y rapportent montrent les variations enregistrées au cours des récentes années, la base choisie pour les grands pays étant la variation du quatrième trimestre par rapport au quatrième trimestre précédent, alors que pour les petits pays les comparaisons sont établies à partir de moyennes annuelles.

Eléments de faiblesse de la dépense globale

Jusqu'au printemps de l'an dernier, le redressement économique, si l'on peut utiliser ce terme, avait reposé en grande partie sur le retournement du mouvement des stocks et la reprise des achats de biens de consommation durables, différés pendant la récession. Les espoirs de voir l'expansion s'entretenir d'elle-même étaient fondés pour une bonne part sur l'hypothèse que, le tassement de l'inflation aidant, l'habituel regain d'activité de l'investissement fixe et, dans certains cas, des exportations finirait bien par se produire. En fait, la croissance de la consommation des particuliers s'est ralentie, la reconstitution des stocks n'a guère stimulé l'activité et l'investissement fixe du secteur privé est resté faible dans la plupart des pays, sauf aux Etats-Unis. En même temps, nombre de gouvernements, désireux d'améliorer leur position extérieure ou d'éviter de raviver les anticipations inflationnistes, ont contribué à accentuer le ralentissement en laissant la fiscalité éroder la progression des revenus des particuliers. Beaucoup de pays comptaient sur un renforcement de la demande

à l'étranger pour les aider à surmonter les difficultés d'une période cruciale d'assainissement budgétaire et financier. Or, comme on pouvait s'y attendre, la demande interne s'est essouffée simultanément dans la majeure partie des pays du monde industriel et dans les pays en voie de développement, du fait de la tendance généralisée à la modération en matière budgétaire. La décélération qui s'ensuit dans la croissance des importations s'est traduite par une défaillance inattendue des exportations dans divers pays.

Dans l'optique du processus d'ajustement à l'échelle internationale, il est intéressant de comparer l'évolution de la dépense interne totale à celle du produit national brut. Cette comparaison permet de mieux voir dans quelle mesure les divers pays ont stimulé l'économie mondiale ou si, tout compte fait, ils ont bénéficié d'un soutien de l'extérieur. Aux Etats-Unis, la dépense interne a progressé bien plus vite que le produit national brut, mais l'incidence de l'augmentation du déficit extérieur américain sur les autres économies industrielles s'est surtout fait sentir au Canada et au Japon.

Grands pays industriels :
variations du produit national brut en volume et de ses composantes

Pays	Années	Produit national brut en volume	Demande finale ¹	Demande interne				Exportations	Importations	
				Total ²	Consommation privée	publique	Investissement fixe non résidentiel			résidentiel
taux moyens de variation annuelle pour la période 1960-74 et, pour 1975, 1976 et 1977, taux de variation pour la période annuelle se terminant au quatrième trimestre, en %										
Etats-Unis . .	1960-74	3,6	3,6	3,6	3,8	2,9	5,0	1,8	7,1	6,9
	1975	2,5	3,5	2,2	5,3	2,7	-10,4	7,3	-1,4	-7,3
	1976	4,7	4,4	5,5	5,9	-0,3	7,0	22,1	4,4	17,7
	1977	5,7	4,8	6,3	4,8	4,7	8,3	15,0	-2,2	7,0
Japon . . .	1960-74	9,4	9,3	9,3	8,3	6,2	12,0	12,1	14,5	13,9
	1975	3,5	4,2	2,6	6,2	6,8	-5,3	9,4	0,4	-7,4
	1976	5,1	4,7	4,0	3,9	2,7	5,1	-2,8	18,4	14,0
	1977	5,3	6,0	4,2	2,9	4,8	8,8	6,5	4,1	-5,2
Allemagne fédérale . .	1960-74	4,2	4,3	4,1	4,4	4,7	4,7 ³	2,6 ⁴	8,1	8,2
	1975	1,6	1,7	3,7	3,8	5,1	8,2 ³	-0,8 ⁴	-1,7	6,1
	1976	4,8	3,0	5,1	3,3	0,3	5,3 ³	5,6 ⁴	10,3	12,4
	1977	2,1	3,2	1,2	3,2	1,7	3,9 ³	-1,1 ⁴	4,6	1,8
France . .	1960-74	5,4	5,4	5,4	5,3	3,7	7,2		9,4	10,4
	1975	2,9	4,1	4,2	6,7	7,8	2,5		-0,5	5,5
	1976	4,2	2,7	3,0	3,5	1,5	3,3		13,1	8,0
	1977	2,4	3,4	0,5	2,0	3,3	-0,1		6,0	-2,1
Royaume-Uni	1960-74	2,8	2,9	2,7	2,5	2,4	4,4	3,2	5,5	5,0
	1975	-2,1	-0,9	-3,4	-3,4	5,1	-8,2	6,1	1,0	-4,3
	1976	3,9	2,3	3,2	2,9	1,5	-2,4	-8,1	6,8	6,1
	1977	-0,3	-0,4	-0,8	-0,3	-0,3	-3,5	-5,3	0,6	-1,3
Italie . . .	1960-74	5,1	5,0	5,0	5,4	3,7	4,3	3,8	10,9	9,8
	1975	0,6	.	-0,3		2,3 ²		-11,0	10,3	6,2
	1976	6,0	.	4,6		3,8 ²		8,5	9,3	3,1
	1977	-1,4	.	-3,0		-2,5 ²		-5,1	3,1	-3,6
Canada . .	1960-74	5,4	5,3	5,5	5,2	5,9	5,7	6,0	7,9	8,3
	1975	2,6	6,7	3,5	6,4	2,5	6,1	19,2	-4,2	-2,1
	1976	3,5	2,0	4,1	5,7	-0,5	-5,6	5,3	8,1	7,6
	1977	4,0	4,4	0,6	0,9	2,9	2,3	-10,1	9,8	-2,0

¹ Correspond à la variation du produit national brut en volume, moins les investissements nets sous forme de stocks.
² Y compris les variations de stocks. ³ Matériel et équipement. ⁴ Ensemble du secteur de la construction.

Au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne, où de sévères programmes de stabilisation étaient en vigueur, la dépense interne s'est fortement contractée, et le commerce extérieur a contribué à soutenir la production. Mais, dans maints autres pays, notamment au Japon et en Suisse, la dépense interne s'est accrue plus lentement que la demande globale. En termes réels, l'an passé, les importations de biens et de services de la plupart des pays industriels autres que les Etats-Unis ne se sont développées que lentement ou ont fléchi. Si, dans de nombreux cas, cette évolution était conforme aux hypothèses retenues par les autorités nationales dans l'élaboration de leur politique économique, il n'en a pas été de même de la faible croissance des exportations qu'a impliquée l'action menée dans d'autres pays pour parvenir aux mêmes résultats.

Dépenses du secteur privé

Les dépenses de consommation des ménages, qui jouaient auparavant un rôle moteur dans la reprise économique, ont perdu l'an dernier de leur vigueur — même, pendant quelque temps, aux Etats-Unis, où la forte progression enregistrée au début de 1977 a été suivie d'une longue phase de consolidation qui a duré jusqu'au dernier trimestre. Dans la plupart des autres pays, les taux d'accroissement réel des dépenses de consommation n'ont que faiblement progressé et se sont établis à des niveaux bien inférieurs aux moyennes à long terme; au Royaume-Uni, on a même constaté un fléchissement.

Cette disparité résulte en grande partie des divergences dans l'évolution des revenus disponibles des particuliers: une accélération, accompagnée d'une rapide progression de l'emploi, s'est produite aux Etats-Unis, alors qu'un ralentissement se faisait sentir au Japon et en Europe occidentale, où, dans la plupart des cas, on a assisté à un freinage de la hausse des salaires nominaux, à une sévère ponction fiscale et à une extension du chômage. En Italie, les majorations d'impôts destinées à réduire le déficit budgétaire ont eu une influence notable, tandis qu'au Royaume-Uni la poursuite de la politique de modération des rémunérations s'est traduite par une nouvelle réduction des salaires réels. Le taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis est tombé au premier trimestre de 1977 à son niveau le plus bas depuis 25 ans et s'est ensuite relevé modérément. Dans presque tous les autres pays, les taux de l'espèce semblent avoir fléchi l'année passée, mais, compte tenu des sommets qu'ils avaient atteints pendant la récession, leur recul a, en général, été plus faible qu'aux Etats-Unis.

Vers la fin de l'an dernier, la consommation des ménages a donné des signes de renouveau dans un certain nombre de pays européens. Cette amorce de reprise a tenu essentiellement à l'influence expansionniste exercée sur les revenus disponibles par les mesures budgétaires décidées à l'automne et par le ralentissement de l'inflation qui a entraîné notamment un accroissement du pouvoir d'achat des revenus salariaux.

Les mouvements des *stocks* n'ont guère soutenu la production en 1977 et ont en fait nettement contribué, la plupart du temps, à l'affaiblissement de l'activité. Même aux Etats-Unis, les entreprises se sont montrées très prudentes dans le renforcement de leurs stocks. Dans la majorité des autres pays, la constitution de stocks a été complètement arrêtée par suite de la médiocrité des perspectives d'expansion de la dépense finale ou bien des mesures ont été prises pour les réduire lorsqu'ils étaient considérés comme excessifs.

Autres pays industriels:
variations du produit national brut en volume et de ses composantes

Pays	Années	Produit national brut en volume	Demande finale ¹	Demande interne				Exportations	Importations	
				Total ²	Consommation privée	publique	Investissement fixe non résidentiel			résidentiel
taux moyens de variation annuelle pour la période 1960-74 et variations annuelles pour 1975, 1976 et 1977, en %										
Autriche . . .	1960-74	4,9	4,9	5,0	4,8	3,3	5,1 ³	8,3 ⁴	9,0	9,1
	1975	- 2,0	0,8	- 2,7	2,5	3,0	- 8,0 ³	- 4,4 ⁴	- 7,2	- 9,0
	1976	5,2	1,9	7,6	4,0	2,5	10,9 ³	2,0 ⁴	11,3	17,9
	1977	3,5	5,3	4,9	6,9	2,0	12,4 ³	5,1 ⁴	5,0	8,5
Belgique . . .	1960-74	5,0	4,8	4,8	4,2	5,3	5,7	4,4	9,1	8,7
	1975	- 2,0	1,0	- 0,4	0,9	7,2	- 2,4	- 5,9	8,8	11,1
	1976	5,5	4,3	5,9	6,1	4,6	- 4,1	15,4	9,3	10,4
	1977	1,7	2,2	2,1	2,6	5,3	0,6	0,0	5,3	6,2
Danemark . . .	1960-74	4,2	4,3	4,2	3,6	5,4	5,2	7,1	7,0	7,1
	1975	- 1,7	2,7	- 2,8	4,9	5,8	- 8,4	- 16,8	- 2,4	- 4,2
	1976	5,0	1,5	12,4	6,5	6,3	15,8	25,4	3,4	16,8
	1977	1,5	3,2	- 2,6	0,0	2,5	- 4,3	- 15,0	4,5	- 3,0
Espagne . . .	1960-74	7,3	7,1	7,6	6,9	6,0	9,6		11,1	15,2
	1975	0,6	1,4	0,4	1,8	8,0	- 2,4		- 1,3	- 2,6
	1976	2,0	2,5	1,6	2,8	5,5	- 1,5		9,4	5,7
	1977	2,4	2,6	0,1	0,1	4,5	- 1,4		11,0	- 4,5
Finlande . . .	1960-74	5,2	4,8	5,3	5,1	5,7	3,6	6,7	6,7	7,2
	1975	0,9	1,0	4,6	3,7	6,4	10,8	- 3,6	- 13,9	0,4
	1976	0,4	1,5	- 3,4	0,0	3,3	- 12,1	- 11,5	13,7	- 3,3
	1977	- 0,9	1,7	- 4,3	- 2,0	4,7	- 9,0	2,7	7,7	- 5,7
Norvège . . .	1960-74	4,8	4,7	4,9	4,1	5,7	5,9	6,6	7,2	7,4
	1975	4,2	5,7	5,9	5,2	6,2	12,7	7,9	3,1	7,0
	1976	5,8	6,2	7,0	6,3	7,0	11,7	- 1,8	9,4	12,0
	1977	4,1	6,8	1,8	4,6	10,2	1,8	- 1,2	7,2	2,2
Pays-Bas . . .	1960-74	5,1	5,2	4,8	5,5	3,0	4,7	6,5	8,6	8,4
	1975	- 1,2	2,4	- 1,7	3,9	4,9	- 3,5	- 6,8	- 2,9	- 4,0
	1976	4,6	2,2	4,5	2,7	4,4	- 3,0	1,9	10,3	10,9
	1977	2,2	2,3	5,1	3,9	2,5	10,0	14,9	- 2,2	2,5
Suède	1960-74	4,1	4,1	3,8	3,3	4,7	4,3	3,8	8,5	7,3
	1975	1,0	0,4	3,3	3,1	5,1	0,6	- 3,5	- 8,8	- 1,8
	1976	1,7	2,1	2,3	4,3	3,7	- 0,1	- 9,0	4,5	6,7
	1977	- 2,4	1,5	- 3,1	1,3	3,2	- 1,9	- 9,0	- 1,0	- 3,3
Suisse	1960-74	4,2	4,2	4,5	4,2	5,0	6,4	- 0,5	6,5	7,4
	1975	- 7,4	- 2,6	- 10,6	- 2,9	0,7	- 8,1	- 30,6	- 6,6	- 15,4
	1976	- 2,1	- 1,8	- 1,4	0,5	4,0	- 10,1	- 13,5	10,2	12,7
	1977	4,1	3,1	3,6	2,5	1,0	3,2	2,1	10,5	9,4

¹ Correspond à la variation du produit national brut en volume, moins les investissements nets sous forme de stocks.
² Y compris les variations de stocks. ³ Matériel et équipement. ⁴ Ensemble du secteur de la construction.

Le sensible regain de la *construction résidentielle*, qui caractérise normalement la phase initiale d'un mouvement de reprise, ne s'est manifesté l'an dernier qu'aux Etats-Unis, où les habitations individuelles ont été l'élément le plus dynamique, tandis que l'activité restait étale dans le secteur de l'habitat collectif. Dans de nombreux pays d'Europe, l'existence d'une importante réserve de logements invendus a continué de peser sur le marché de l'immobilier. En Allemagne et aux Pays-Bas, certains symptômes de redressement sont enfin apparus dans la construction résidentielle, mais ailleurs les investissements en logements ont en général fléchi l'an dernier.

Dans le domaine de *l'investissement fixe non résidentiel*, les contrastes entre les divers pays ont été particulièrement prononcés l'année dernière. Aux Etats-Unis, c'est en grande partie le renouveau de l'investissement fixe des entreprises qui a permis à la reprise économique de s'auto-alimenter. Les dépenses de matériel de transport ont vivement progressé au début de 1977, et les achats de machines se sont intensifiés au fil des mois. La construction non résidentielle a fait preuve de beaucoup moins de dynamisme, mais, au quatrième trimestre, le total des investissements en capital fixe des entreprises a dépassé de 8½% en termes réels le niveau atteint un an auparavant. En Europe occidentale et au Japon, au contraire, la formation de capital fixe des entreprises est demeurée une composante très faible de la dépense globale. Si déjà en 1976 son comportement n'avait guère été reluisant, elle n'a progressé, l'an passé, qu'à un rythme fort ralenti en Allemagne, tandis qu'elle stagnait en France et en Belgique et s'inscrivait en baisse en Suède. Les accroissements enregistrés au Royaume-Uni, en Suisse et aux Pays-Bas doivent être considérés à la lumière des baisses observées lors des deux ou trois années précédentes. Quant à l'ensemble de l'investissement fixe non résidentiel (investissements publics compris), il a encore été inférieur, l'an dernier, à son maximum de 1972-73 dans tous les grands pays industriels, sauf au Canada — où les projets de développement énergétique ont constitué un élément important de soutien — et en France.

Mesures budgétaires de stimulation de l'économie

Etant donné la faiblesse de la dépense du secteur privé, il peut paraître surprenant que l'orientation de la politique budgétaire ait été si restrictive dans de nombreux pays pendant la majeure partie de 1977. Par rapport au produit national brut, les déficits financiers des administrations publiques, qui s'étaient, dans l'ensemble, assez fortement contractés en 1976, sont restés d'importance modeste ou ont encore été réduits l'an dernier dans tous les grands pays, sauf au Japon et en Italie (voir tableau page 63). Les dépenses de consommation du secteur public ont progressé fort lentement dans la plupart des pays continentaux d'Europe, alors qu'elles ont légèrement baissé au Royaume-Uni. Fait encore plus frappant, les investissements publics ont fléchi non seulement au Royaume-Uni, mais également en Allemagne et aux Pays-Bas. En même temps, les rentrées fiscales se sont poursuivies à une cadence assez élevée, malgré un ralentissement de la croissance des revenus et des dépenses des ménages.

Des mesures budgétaires de modération avaient naturellement été appliquées vers la fin de 1976, dans le cadre de programmes de stabilisation, en Italie, au Royaume-Uni, en France et dans nombre de pays plus petits. La persistance de l'inflation s'est toutefois traduite par un renforcement de la pression fiscale, et, en matière de dépenses publiques, un nouveau climat d'austérité est apparu un peu partout. Cette attitude a reflété, semble-t-il, l'inquiétude que suscitaient les conséquences monétaires éventuelles des lourds déficits budgétaires; elle révèle également, dans certains cas, les préoccupations causées par l'importance même du découvert ainsi que le vif désir d'infléchir progressivement le rythme tendanciel de hausse des dépenses publiques. En fait, les efforts entrepris pour réaliser des économies budgétaires se sont souvent avérés plus efficaces que prévu, alors que l'exécution de vastes projets d'investissement se trouvait parfois retardée pour des raisons d'ordre juridique ou administratif;

à noter également que, dans quelques cas, le gouvernement central n'est pas parvenu à dissuader certaines administrations locales d'opérer des compressions.

Dans le courant de l'année dernière, toutefois, un nombre croissant de gouvernements ont décidé d'alléger la fiscalité et d'intensifier les dépenses, à l'effet de soutenir l'emploi et d'accroître les revenus du secteur privé. Aux Etats-Unis, des réductions d'impôts sur le revenu et des mesures de relance des investissements publics ont été approuvées au début de 1977. Au Japon, où les autorités ont graduellement accéléré les programmes de travaux publics à partir de la fin de 1976, les dépenses de l'Etat ont progressé très rapidement. Dans certains autres pays, notamment en Belgique, au Danemark, en Suède et au Canada, les pouvoirs publics ont affecté des crédits supplémentaires à des programmes sélectifs de création d'emplois, la politique monétaire étant axée davantage sur la défense des positions extérieures.

A partir de l'été, des programmes budgétaires expansionnistes ont été appliqués en Allemagne, en France, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et au Japon. Ils comprennent des dispositions fort diverses: développement des investissements publics, mesures d'encouragement à l'investissement privé (Allemagne et France), allègement de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (Allemagne et Royaume-Uni) ou des cotisations de sécurité sociale (Pays-Bas), extension des transferts sociaux et mesures sélectives en faveur de l'emploi dans les secteurs public ou privé (France, Pays-Bas et Royaume-Uni). Sans exercer de puissants effets de stimulation, ces programmes ont toutefois apporté un certain soutien aux investissements, et les mesures concernant les impôts ont été spécialement conçues pour compenser la forte incidence de la ponction fiscale sur les revenus privés. On peut en dire autant de la réduction globale de \$24 milliards des impôts sur le revenu des sociétés et des particuliers, telle que l'a proposée en janvier dernier le Président des Etats-Unis, à la différence, toutefois, que cette mesure visait à compenser également l'incidence du relèvement des cotisations de sécurité sociale.

Ces diverses dispositions se sont traduites par une intensification des dépenses publiques, à partir de la fin de 1977 et au début de 1978, dans certains des pays où auparavant leur progression était faible. En Allemagne, en particulier, les investissements publics ont enfin pris une orientation ascendante apportant au secteur des biens d'équipement un soutien opportun.

Prix et coûts

Le rythme de l'inflation s'est encore réduit l'an dernier dans la plupart des pays. La hausse des prix de détail s'était légèrement accélérée presque partout au premier semestre de 1977, sous l'effet principalement du renchérissement des produits alimentaires. Depuis lors, un ralentissement s'est cependant produit dans tous les pays à l'exception du Canada, du Danemark, de la Norvège, de la Suède et de l'Espagne, ainsi que des Etats-Unis, où les données mensuelles font nettement apparaître une nouvelle accélération. Il est à noter que ces derniers pays ont tous connu une dépréciation importante de leur monnaie l'année passée. En Italie et au Royaume-Uni, les taux d'inflation, qui précédemment avaient atteint jusqu'à 25%, ont très sensiblement baissé, tout en demeurant assez élevés — particulièrement dans le cas de l'Italie. Au Japon, en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, le rythme de hausse des prix à la

Evolution des prix de détail

Pays	Moyennes annuelles		Périodes de douze mois s'achevant en					
	1965-69	1969-73	1974 déc.	1975 déc.	1976 déc.	1977		1978
	en %							
Etats-Unis	3,8	4,9	12,2	7,0	4,8	6,9	6,8	6,5 ¹
Canada	4,0	4,6	12,5	9,5	5,8	7,8	9,5	8,4
Japon	4,9	7,5	22,0	7,7	10,4	8,5	4,8	4,5 ¹
Allemagne fédérale	2,2	5,3	5,9	5,4	3,9	4,0	3,5	2,9
France	4,0	6,1	15,2	9,6	9,9	10,2	9,0	9,2 ¹
Royaume-Uni	4,1	8,0	19,2	24,9	15,1	17,7	12,1	7,9
Italie	2,1	3,6	25,3	11,1	21,8	20,0	14,9	12,5 ¹
Autriche	3,6	5,7	9,7	6,8	7,2	5,9	4,6	3,9
Belgique	3,4	5,2	15,7	11,0	7,6	7,8	6,3	5,3
Danemark	6,4	6,4	15,5	9,6	13,1	10,8	12,2	12,2 ¹
Espagne	4,9	8,4	17,9	14,1	19,8	22,3	26,4	22,0 ¹
Finlande	5,0	6,9	16,9	18,1	12,3	14,6	11,9	10,5 ²
Norvège	3,6	7,9	10,5	11,0	8,0	8,7	9,1	8,2
Pays-Bas	5,1	6,7	10,9	9,1	8,5	6,7	5,2	4,6 ¹
Suède	3,8	6,8	11,6	8,9	9,6	11,9	12,7	12,5
Suisse	3,4	6,4	7,6	3,4	1,3	1,8	1,1	1,4

¹ Mars. ² Février.

consommation a enfin été ramené (grâce à l'appréciation de la monnaie et après presque trois années de faiblesse de l'activité et de chômage élevé) à des niveaux ne dépassant guère ceux des années soixante. En Suisse, les prix de détail sont restés pratiquement stables.

L'évolution des coûts a contribué à divers titres au ralentissement généralisé de l'inflation. En moyenne, les cours des matières premières se sont stabilisés en termes de dollars, cependant qu'un nombre appréciable de pays bénéficiaient de l'avantage supplémentaire d'une appréciation par rapport au dollar de la valeur effective de leur monnaie. Les revendications salariales se sont encore modérées, tout en demeurant élevées en valeur absolue. De plus, les entreprises industrielles et commerciales ont souvent dû accepter une nouvelle compression de leurs marges bénéficiaires.

Les cours au comptant des *matières premières* sur les marchés mondiaux, qui avaient déjà rejoint les sommets atteints antérieurement, ont fait un nouveau bond en avant pendant le premier semestre de l'an dernier. Au mois d'avril 1977, l'indice de l'«Economist», calculé en dollars, s'établissait à un niveau pratiquement double de celui du creux de juin 1975 et dépassait de 40% le chiffre du maximum précédent enregistré en mai 1974. Etant donné que dans les pays industriels le rétablissement progressait de façon hésitante et était loin d'être complet, cette montée en flèche de l'indice semblait de mauvais augure. Rétrospectivement, ce mouvement paraît avoir suscité une inquiétude excessive, puisqu'il a été suivi d'une forte chute des cours des matières premières, de sorte que, au milieu de février 1978, l'indice de l'«Economist» se tenait légèrement en dessous du niveau qu'il occupait un an auparavant. La remontée qu'il a effectuée par la suite traduit essentiellement la dépréciation du dollar EU sur les marchés des changes. De plus, l'examen de ses composantes

Cours mondiaux des matières premières:
indicateur de l'«Economist»

Postes	1971	1974	1975	1976	1977		1978
	décembre	mai	juin	décembre	avril	décembre	mi-mai
indices calculés en dollars, 1970 = 100							
Produits alimentaires (boissons comprises)	95	269	236	336	445	374	395
Matières premières industrielles . . .	87	235	146	180	195	178	181
Métaux	76	224	111	123	138	127	123
Fibres textiles	107	266	208	276	274	242	258
Indice global	91	254	201	277	347	296	310
Indice global corrigé de la dépréciation effective du dollar EU*	91	230	179	264	337	273	280

* Dépréciation depuis l'Accord de Washington du 21 décembre 1971.

révèle que les mouvements des prix alimentaires – dus à une offre insuffisante de café, à la rigueur de l'hiver aux Etats-Unis et à la sécheresse ayant éprouvé précédemment l'Europe – expliquent pour l'essentiel la hausse de l'indice global en 1977. Les cours des denrées alimentaires ont aussi joué un rôle prépondérant dans le fléchissement ultérieur de l'indice, lorsque la situation de l'offre dans ce secteur s'est notablement améliorée, en particulier dans la zone tempérée. Les cours des matières premières industrielles ont monté de 8% environ au début de 1977, puis se sont à nouveau inscrits en recul; début 1978, ils ne dépassaient pas leur niveau de fin 1976. En ce qui concerne la plupart des principaux métaux de base, les stocks des utilisateurs se sont gonflés, et il se peut que les cours au comptant soient maintenant proches des coûts moyens de production, voire inférieurs.

L'année écoulée a été également marquée par une certaine détente des prix des produits énergétiques (qui ne sont pas inclus dans l'indice des cours des matières premières). Les pays de l'OPEP, qui avaient relevé les prix officiels du pétrole brut de 10% en moyenne en deux étapes, en janvier et en juillet 1977, ont décidé, en décembre dernier, de les maintenir inchangés jusqu'à nouvel ordre en termes de dollars. L'abondance de l'offre avait même provoqué, sur le marché libre, une chute des cours de la plupart des catégories de brut au-dessous de leurs prix affichés.

De ce fait, et en partie également sous l'effet des variations des taux de change, les prix de gros des matières premières ou des produits de base ont fortement fléchi, dans le courant de 1977 et au début de 1978, en Allemagne, en Belgique, en France et au Japon, tandis que leur progression s'est sensiblement ralentie en Italie et au Royaume-Uni. Manifestement, dans ces pays, la pression exercée sur les coûts par les produits importés a cessé d'alimenter l'inflation interne. Aux Etats-Unis, les prix de gros de treize matières premières industrielles sensibles ont baissé de quelque 6% entre février et septembre, mais ont remonté de 8½% environ entre ce dernier mois et mars 1978.

La poussée des salaires a constitué un élément beaucoup plus résistant du processus inflationniste. A la suite de la hausse foudroyante enregistrée en 1974, le rythme d'accroissement des salaires nominaux s'est graduellement ralenti, et la hausse de 1977

a été encore inférieure à celle de l'année précédente dans la plupart des pays, à part deux exceptions notables: les Etats-Unis et, fait plus surprenant, l'Allemagne. Le rythme des augmentations s'est toutefois maintenu presque partout, sauf en Suisse, entre 7½ et 12%, tandis qu'en Italie et en Espagne il dépassait encore 20%.

Des hausses de cet ordre de grandeur sont élevées, comparées aux augmentations des prix de détail observées l'an dernier dans presque tous les pays. A vrai dire, au Japon, en Allemagne, en Italie, en Belgique et aux Pays-Bas, le rythme d'accroissement des salaires réels a, semble-t-il, recommencé à s'accélérer. Cette évolution s'explique en partie par la décélération des prix de détail, qui a été plus rapide que ne le préoyaient les conventions collectives. Il n'empêche qu'elle a entravé les efforts visant à abaisser les taux tendanciels d'inflation. En outre, dans la plupart des pays considérés, les salaires réels avaient connu une vigoureuse progression pendant la récession et les phases initiales de la reprise. L'augmentation moyenne de 3 à 5% observée au cours des quatre dernières années, à une époque où le développement de la production était très faible, est sûrement responsable dans une certaine mesure de l'extension du chômage. Seuls les Etats-Unis ont enregistré, pendant la récession, une baisse des salaires réels uniquement due au jeu des forces du marché. Au Royaume-Uni, les salaires réels ont diminué au cours de chacune des trois dernières années, mais ce mouvement a été imputable essentiellement à la politique des revenus suivie par les pouvoirs publics en vue de ralentir l'inflation et de stopper la chute de la livre. Les réductions de salaires réels survenues l'an passé en Autriche, au Danemark, en Finlande et en Suède ont également été attribuables en partie aux efforts énergiques déployés par les autorités pour introduire une certaine dose de modération dans les accords de salaires.

Gains nominaux et réels dans l'industrie

Pays	Gains nominaux ¹						Gains réels					
	Moyenne 1969- 73	Moyenne 1973- 77	1974	1975	1976	1977	Moyenne 1969- 73	Moyenne 1973- 77	1974	1975	1976	1977
	variations de décembre à décembre, en %											
Etats-Unis	6,7	7,6	8,7	6,8	7,0	7,8	1,4	-0,1	-3,1	-0,2	2,1	0,9
Canada	8,5	13,3	16,6	13,4	12,4	10,0	3,4	3,7	3,6	3,6	6,5	0,5
Japon	18,7	15,0	25,6	14,5	11,2	9,3	8,9	3,6	3,0	6,3	0,7	4,3
Allemagne fédérale	12,5	9,6	16,4	6,5	7,2	9,3	6,2	4,8	9,9	1,0	3,2	5,6
France	12,3	15,5	20,3	14,8	15,1	12,1	5,3	4,1	4,4	4,7	4,7	2,8
Italie	18,9	23,8	24,0	20,2	28,7	22,9	9,3	4,9	-1,0	8,2	5,8	7,0
Royaume-Uni	13,0	17,5	27,6	20,7	12,3	11,1	3,9	-0,2	7,1	-3,4	-2,4	-0,9
Autriche	9,7	10,1	15,3	10,4	7,2	4,4	3,3	3,0	5,1	3,4	0,0	-0,2
Belgique	14,1	14,9	24,4	16,2	9,5	9,1	8,0	4,3	7,5	4,7	1,8	2,6
Danemark	15,9	14,3	22,0	13,9	11,4	10,2	7,3	3,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8
Espagne	18,4	28,1	31,3	26,5	31,1	21,6 ²	8,2	7,2	11,4	10,9	9,4	-5,0 ²
Finlande	15,4	15,9	24,6	17,2	14,0	8,8 ³	6,8	0,9	6,6	-0,8	1,5	-3,9 ³
Pays-Bas ²	14,8	12,5	16,6	13,9	8,0	9,5	6,9	3,8	5,3	3,5	-0,6	3,9
Suède	10,3	13,0	13,7	18,7	11,0	8,9	2,8	2,1	1,9	9,0	1,3	-3,4
Suisse	8,8	5,6	13,0	7,7	1,6	2,1	1,0	2,2	5,0	4,2	0,3	1,0

¹ Gains mensuels, hebdomadaires ou horaires, sauf pour les chiffres en italique qui se réfèrent à des taux de salaires.
² Octobre. ³ Septembre.

L'an dernier, en raison de la morosité de l'activité économique, les marges bénéficiaires se sont amenuisées dans nombre de pays, par suite de la forte hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, d'une part, et de l'accroissement beaucoup plus faible des prix des produits industriels, d'autre part. Les charges salariales par unité produite se sont à nouveau alourdies au Japon et en Allemagne, et leur progression s'est accélérée dans la plupart des autres grands pays industrialisés. Le rythme de hausse des prix de gros ou à la production des produits manufacturés s'est en revanche sensiblement ralenti presque partout. Au Japon, en Allemagne, en France, en Belgique et aux Pays-Bas, leur augmentation en 1977 a oscillé dans l'ensemble entre 0 et 3½% et est restée nettement inférieure à celle des prix de détail. Seuls le Canada et le Royaume-Uni font exception à la règle, puisque la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre y a marqué une décélération et que la part des bénéfices s'est élargie, les prix des produits industriels continuant de monter assez rapidement. Aux Etats-Unis, les prix des produits industriels ont augmenté au même rythme que les charges salariales par unité produite, ce qui a permis de maintenir l'amélioration réalisée par les bénéfices unitaires en 1976.

Emploi et chômage

Au printemps de 1977, les taux de chômage, bien qu'ayant reculé en Allemagne et aux Etats-Unis juste en deçà des maximums notés pendant la récession, demeuraient partout très élevés par comparaison avec les années antérieures de l'après-guerre. Au cours de l'année passée, le pourcentage des sans-emploi s'est encore réduit aux Etats-Unis, mais n'a guère varié en Allemagne et au Japon tandis que, dans beaucoup d'autres pays, le chômage atteignait à l'automne des niveaux dépassant même ceux qui avaient été enregistrés en 1975 et en 1976. Dans certains cas, il a un peu régressé depuis lors, mais devrait, selon les perspectives d'évolution de la production, rester très élevé en Europe pendant un certain temps.

Les différences constatées l'an dernier dans l'évolution du chômage sont d'autant plus frappantes si l'on considère qu'aux Etats-Unis la population active civile s'est

Taux de chômage¹

Pays	1957-73 Taux annuel		1975 décembre	1976 décembre	1977		1978 avril
	maximum	moyen			juin	décembre	
en %							
Etats-Unis	6,8	5,0	8,3	7,8	7,1	6,4	6,0
Canada	7,1	5,5	7,0	7,5	8,0	8,5	8,6 ²
Japon	1,5	1,1	2,0	1,8	2,1	2,1	2,1 ²
Allemagne fédérale . . .	3,5	1,4	4,9	4,4	4,6	4,5	4,4
France	2,2	1,6	4,2	4,3	5,3	4,8	4,9
Royaume-Uni	3,8	2,2	5,0	5,6	5,7	6,0	5,8
Italie ³	8,2	4,0	3,5	6,8	7,7	7,1	.
Belgique	6,3	3,7	8,7	9,8	9,2	11,0	10,8 ²
Pays-Bas	2,7	1,5	5,5	5,2	5,4	5,1	5,1
Suède	2,5	1,7	1,6	1,5	1,5	1,8	2,1
Suisse	0,0	0,0	0,9	0,6	0,3	0,4	0,3

¹ 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. ² Mars. ³ Nouvelles séries à partir de décembre 1976.

accrue en moyenne de 2½% par an, alors que la main-d'œuvre a tendu à se stabiliser ou à fléchir dans maints pays d'Europe du Nord. Aux Etats-Unis, le niveau de l'emploi a enregistré un accroissement record de 4½% durant l'année passée, alors qu'en Allemagne, en France, au Royaume-Uni et en Suède, il est resté stationnaire ou a baissé.

Dans les pays industriels, il est certain que le chômage tient à la fois à des facteurs structurels et conjoncturels. Ces dernières années, la composition de la population active s'est modifiée (avec en particulier un élargissement de la proportion des femmes et des jeunes) et les indemnités de chômage ont augmenté. En même temps, les négociations salariales et les politiques des revenus ont entraîné un rétrécissement des écarts de salaires, et les possibilités d'emploi ont diminué dans certaines industries traditionnelles ou dans des régions d'industrialisation ancienne.

Il semble plus que probable que l'accroissement du chômage en Europe soit dû en partie aux efforts de rationalisation déployés par les employeurs devant la forte hausse des salaires réels. Les baisses effectives de l'emploi dans le secteur industriel constituent un trait nouveau de la période de reprise dans nombre de pays européens, et il est clair que des actions ont été tentées çà et là pour économiser de la main-d'œuvre, même dans des activités tertiaires comme la banque et les services publics.

L'entrée en jeu de ces facteurs se reflète dans la relation inhabituelle entre l'évolution du produit national brut et celle de l'emploi total. On peut admettre que le rapport entre ces deux grandeurs permet de mesurer approximativement la productivité de la main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie. L'évolution cyclique de la productivité aux Etats-Unis a été conforme au schéma habituel: recul pendant la récession, amélioration se ralentissant progressivement durant la reprise bien que, sur l'ensemble de la période 1973-77, la production ait tout juste augmenté au même rythme que la population active. Au Japon et au Canada, le ralentissement de l'expansion observé pendant cette période s'est traduit par une diminution tant du taux de progression de l'emploi que de celui de la productivité de la main-d'œuvre. En Allemagne, en France et au Royaume-Uni, par contre, la productivité globale de la

Emploi et productivité de la main-d'œuvre

Pays	Emploi civil					Productivité de la main-d'œuvre ¹				
	1969-73 ²	1973-77 ²	1975 ³	1976 ³	1977 ³	1969-73 ²	1973-77 ²	1975 ³	1976 ³	1977 ³
	variations, en %									
Etats-Unis	2,0	1,8	-0,4	3,3	4,4	1,5	0,2	2,9	1,4	1,2
Japon	1,0	0,4	0,4	1,0	1,3	8,1	2,6	3,1	4,1	3,9
Allemagne fédérale	0,3	-1,7	-2,8	0,0	-0,8	4,1	3,2	4,5	4,8	2,9
France	1,1	-0,1	-1,7	0,8	0,0	4,5	2,9	4,7	3,4	2,4
Royaume-Uni	0,2	-0,1	-1,0	-0,2	0,1	3,4	0,0	-1,1	4,1	-0,7
Italie	-0,1	1,5	0,3	1,0	0,7	4,3	0,5	0,3	5,0	-2,1
Canada	3,0	2,6	2,4	1,2	2,6	2,6	0,4	0,2	2,3	1,4
Suède	0,7	1,4	2,1	0,3	0,1	2,2	-0,4	-0,6	2,2	-2,9

¹ Evolution du produit national brut en volume par travailleur civil pourvu d'un emploi. ² Moyennes annuelles.
³ Du quatrième trimestre au quatrième trimestre.

main-d'œuvre s'est accrue plus vite que le produit national brut durant la phase ascendante de la reprise et tout au long de la période 1973-77, avec pour corollaire une baisse de l'emploi global. L'évolution semble avoir été à peu près la même en Belgique et aux Pays-Bas. En Allemagne, et dans une moindre mesure en France, l'amélioration de la productivité de la main-d'œuvre ces dernières années, compte tenu des faibles progrès de la production, a été assez prononcée par rapport aux résultats antérieurs. Au Royaume-Uni, en Italie, en Suède et au Canada, la productivité s'est accrue très lentement ou a baissé entre 1973 et 1977. Si cette évolution reflète dans une certaine mesure des divergences cycliques entre les pays, elle est également due, en partie du moins, à l'incidence des mesures sociales destinées à encourager la thésaurisation de main-d'œuvre et à modérer la vive progression du nombre des chômeurs recensés qu'auraient pu engendrer les tentatives visant à rétablir la rentabilité dans l'industrie.

Politiques monétaires et marchés monétaires

La conduite de la politique monétaire a été assujettie l'an passé à un certain nombre de contraintes qui, suivant la position et le point de vue des autorités responsables, reflétaient la nécessité de modérer l'inflation ou étaient dictées par des considérations externes. Dans tous les grands pays excepté au Japon, et dans un certain nombre d'économies de moindre importance, les autorités monétaires ont donné à ces contraintes une expression officielle, en prenant l'engagement de maintenir les taux d'accroissement des agrégats monétaires aux alentours des limites ou normes publiées. Ces politiques étaient en général nettement orientées à moyen terme: il s'agissait de maintenir l'expansion monétaire sur une pente modérée et régulière, en vue de stabiliser puis de réduire progressivement les anticipations inflationnistes.

Dans ces conditions, les autorités n'avaient guère les coudées franches pour infléchir leur politique monétaire dans un sens expansionniste. Les normes monétaires n'ont été que légèrement révisées en baisse, voire laissées telles quelles, lorsque la production est venue à fléchir ou que le ralentissement de l'inflation a été supérieur à ce que l'on escomptait. Au fil des mois cependant, on s'est accommodé dans maints pays, du moins pendant certaines périodes, de taux d'accroissement monétaire excédant considérablement les limites qu'impliquaient les objectifs officiels. Le compromis choisi dans les divers pays a dû être reconsidéré à la lumière d'événements inattendus survenus sur les marchés des changes. C'est ainsi que le Royaume-Uni puis, par suite de l'affaiblissement général du dollar, le Japon, l'Allemagne et la Suisse se sont trouvés placés devant un dilemme. La France, la Belgique et les Pays-Bas ont dû corriger leur politique monétaire afin de soutenir leur monnaie, mais pour de courtes périodes seulement.

Aux *Etats-Unis*, l'expansion monétaire s'est accélérée au printemps et en été, et les taux d'intérêt à court terme ont commencé à se tendre; on peut se demander si cette évolution était due à la non-observation des objectifs ou au fait qu'on a essayé de les respecter de façon trop stricte. En réalité, la Réserve fédérale a opté pour une solution de compromis en contenant la hausse des fonds fédéraux, tout en autorisant dans une certaine mesure un rythme d'expansion monétaire dépassant la limite supérieure des objectifs de croissance. Le taux d'escompte des banques de Réserve fédérale, qui avait déjà été relevé de 5¼ à 6% entre août et octobre, a été porté à 6½% en janvier 1978, à l'effet d'enrayer la chute du dollar sur les marchés des changes. Par

Agrégats monétaires et de crédit: objectifs et taux d'expansion

Pays	Agrégat monétaire ou de crédit	Objectif pour 1977 ¹	Expansion monétaire ou du crédit en 1977 ¹	Objectif pour 1978 ¹	Expansion monétaire ou du crédit, moyennes trimestrielles en taux annuels				
					1977				1978
					1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.
en %									
Etats-Unis . . .	M ₁	4½-6½	7,8	4 - 6½	7,1	8,3	8,3	7,4	5,1
	M ₂	7 - 10	9,8	6½- 9	11,3	9,3	10,3	8,2	6,6
	M ₃	8½-11½	11,7	7½-10	12,8	10,6	12,5	11,0	
Allemagne fédérale . . .	Monnaie de banque centrale	8	9,0	8	7,9	6,5	12,8	11,5	14,5
	M ₁				11,4	7,3	12,8	10,0	25,0
	M ₃				7,1	6,8	14,8	12,8	7,6
France	M ₁				10,5	5,2	14,2	7,5	
	M ₂	12½	13,9	12	14,4	8,9	15,8	12,7	
Royaume-Uni . . .	M ₁				9,2	21,1	25,0	27,8	23,6
	M ₃ en sterling	9-13	16,3	8-12	-4,3	12,4	11,9	15,2	24,8
	ECI ²	19½	11,3	13	-0,8	7,7	-0,1	7,4	29,1
Canada	M ₁	8-12	9,2	7-11	8,5	11,1	11,0	13,8	5,8
	M ₂				13,0	14,1	9,4	10,8	8,9
Suisse	M ₁	5	5,4	5	9,0	0,1	2,9	9,0	36,8
	M ₂				2,0	10,4	5,6	6,9	5,4
Italie	M ₁				24,2	19,1	20,3	19,9	
	M ₂				24,4	17,4	18,8	22,6	
	Crédit total	15	17,8		17,0	20,0	16,5	17,3	

¹ Pour les Etats-Unis, du quatrième trimestre au quatrième trimestre; pour l'Allemagne et la Suisse, moyennes annuelles; pour la France et l'Italie, de décembre à décembre; pour le Royaume-Uni, périodes de 12 mois se terminant en avril 1978 et en avril 1979; pour le Canada, de février-avril 1976 à juin 1977 et période commençant en juin 1977. Pour la France, l'Italie et, en ce qui concerne l'expansion du crédit interne, le Royaume-Uni, les objectifs indiqués correspondent aux limites supérieures. ² La croissance limite et la croissance effective du crédit interne au cours de la période considérée sont exprimées en % de M₃ en sterling au début de la période.

la suite, la croissance de la masse monétaire au sens étroit s'est sensiblement ralentie, mais en avril elle s'est de nouveau accélérée. En mai, les taux d'escompte ont été portés à 7%. Les objectifs à moyen terme de l'expansion monétaire n'ont guère subi de modifications en cours d'année; la limite inférieure des fourchettes a été légèrement corrigée en baisse et la limite supérieure abaissée d'un point et d'un point et demi respectivement pour M₂ et M₃.

En *Allemagne fédérale*, l'expansion monétaire a commencé à s'accélérer à partir de juin, mais les autorités n'ont pas recouru à des actions restrictives, en raison de la stagnation de l'activité économique interne et de la vigueur du deutsche mark. De fait, au cours de la période juillet-septembre, le taux des avances sur titres a été réduit, le coût des facilités de refinancement allégé et les conditions d'octroi de ces dernières assouplies; en outre, des liquidités abondantes ont été mises à la disposition des banques par la réduction des coefficients de réserves obligatoires et un élargissement des contingents de réescompte. En décembre, le taux d'escompte et celui des avances sur titres ont été abaissés; d'autre part, en relevant les coefficients des réserves obligatoires appliqués aux engagements des banques à l'égard des non-résidents et en offrant des titres de stérilisation, les autorités n'ont neutralisé qu'en partie la liquidité bancaire supplémentaire résultant des interventions officielles sur le marché des changes. Etant donné la modicité du taux d'expansion enregistré au début de l'année,

l'accroissement de la monnaie de banque centrale n'a que légèrement dépassé, en moyenne annuelle, l'objectif officiel. Si l'on considère toutefois la variation du quatrième trimestre de 1976 au quatrième trimestre de 1977, l'augmentation s'établit en 1977 à 9,6%, contre 6 à 7% escomptés au début de l'année. Pour 1978 l'objectif, qui est davantage lié au développement du potentiel productif qu'aux perspectives d'évolution de la production effective, a été fixé à 8% (en moyenne annuelle), comme en 1977. Il a été indiqué que cette progression serait compatible, grosso modo, avec une expansion de 5 à 7% entre le quatrième trimestre de 1977 et le quatrième trimestre de 1978. Au début de 1978, l'accroissement effectif était fort rapide, mais son rythme s'est de nouveau ralenti au printemps.

Au *Japon*, devant la faiblesse de la reprise économique interne et la pression à la hausse sur le yen, le taux d'escompte officiel a été ramené de 6½ à 3½%, en trois étapes, entre mars 1977 et mars 1978; ces mesures ont été suivies de l'abaissement d'un large éventail de taux réglementés. A partir du mois de juin, la Banque du Japon a géré le système d'encadrement des crédits appliqué aux banques commerciales de façon suffisamment souple pour permettre aux banques de réaliser la quasi-totalité de leurs propres programmes de prêts. Les coefficients des réserves obligatoires des banques commerciales ont été abaissés en octobre. (En mars 1978, les réserves obligatoires assises sur l'accroissement des dépôts en yens de non-résidents ont été portées de 50 à 100%.)

Au *Royaume-Uni*, la situation monétaire s'est profondément modifiée l'an passé, en raison du retour prononcé de la confiance dans la livre sterling et d'une forte contraction du financement monétaire du secteur public. Du fait des entrées massives de fonds provenant de l'étranger et du volume considérable d'achats nets de devises par les autorités, les taux d'intérêt ont fortement baissé. En même temps, le taux de l'expansion du crédit interne est resté faible et s'est situé nettement en dessous du plafond établi en accord avec le FMI, tandis que la masse monétaire en sterling au sens large, qui avait fléchi au premier trimestre, entrait dans une phase d'expansion rapide. Devant les difficultés que posait la poursuite simultanée d'objectifs monétaires et de taux de change, les autorités ont accordé la priorité aux premiers et décidé, en octobre, de laisser la livre flotter librement. Le taux minimum d'avances était revenu de 14¼ à 5% entre janvier et octobre. Vers le milieu de mai 1978, cependant, vu que l'expansion monétaire dépassait l'objectif et que la situation extérieure était moins favorable, ce taux a été porté à 9%.

En *Italie*, pour faire respecter les limites d'expansion du crédit global convenues avec le FMI et la CEE, les autorités ont principalement recouru au plafonnement de l'accroissement du crédit bancaire à l'économie et à des mesures limitant les besoins de financement du secteur public. En outre, pour préserver l'attrait des taux d'intérêt internes par rapport à l'étranger, elles se sont efforcées de maintenir ces derniers à un niveau tenant compte des différences dans les anticipations inflationnistes; le taux officiel d'escompte a toutefois été ramené de 15 à 11½% entre juin et août. En réalité, l'affaiblissement conjoncturel a été plus prononcé que prévu et la situation externe s'est notablement améliorée; comme, malgré tout, la hausse des dépenses publiques n'était toujours pas contenue de manière efficace, l'accroissement du volume total du crédit d'origine bancaire et non bancaire s'est élevé à Lit 35.700 milliards en 1977, alors que l'objectif initial était de Lit 30.600 milliards.

En France, où les sujets de préoccupation essentiels demeuraient la fragilité de la situation externe et la persistance d'un rythme d'inflation assez élevé, les autorités ont assujéti l'expansion du crédit bancaire à des normes qui devaient être compatibles avec l'objectif officiel d'expansion maximum de M_2 . En fait, pour 1978, les pouvoirs publics ont légèrement réduit les possibilités d'accroissement de certaines catégories de concours non soumises aux normes. De janvier à septembre 1977, elles ont laissé diminuer progressivement le loyer de l'argent à court terme, et la Banque de France a abaissé son taux d'escompte de 10½ à 9½% en août. Pendant un certain temps, à la fin de 1977 et au début de 1978, la conduite du marché monétaire a été axée sur la défense du franc. Les autorités ont encouragé une forte élévation des taux d'intérêt à court terme, et la Banque de France a suspendu certaines de ses interventions sur le marché monétaire. Comme les pressions se sont cependant relâchées par la suite, le dispositif de défense monétaire a pu être assoupli.

En Belgique et aux Pays-Bas, la situation sur le marché monétaire en 1977 a été la plupart du temps détendue, et les taux d'escompte ont été abaissés au printemps et en été. Plus tard dans l'année, le franc belge et le florin ont été soumis à des pressions au sein du système européen de flottement concerté, par suite de l'appréciation du deutsche mark par rapport au dollar. Les autorités ont notamment relevé les taux d'escompte et favorisé un resserrement de la liquidité bancaire. Cette nécessité de recourir à des mesures de restriction sévères n'a toutefois été que de courte durée. Ainsi en Belgique, le taux d'escompte, qui avait été porté de 6 à 9% en décembre 1977, a été ramené à 5½% à la fin de mars 1978. En Suède et au Danemark, la politique monétaire a surtout visé l'an passé à protéger les positions extérieures (bien que ces deux pays aient dévalué leur monnaie). Les entrées de fonds privés en provenance de l'étranger ont été encouragées principalement par un relèvement des taux d'intérêt et le plafonnement du crédit.

Evolution des agrégats monétaires

Si l'on considère un vaste éventail de pays, on constate que la croissance des agrégats monétaires s'est faite l'année dernière à un rythme relativement modéré, du moins par rapport à l'évolution notée au début des années soixante-dix. En même temps, les écarts entre les taux d'expansion monétaire dans les pays industrialisés se sont généralement rétrécis. Cette situation s'explique surtout par la décélération des taux de croissance monétaire dans les économies qui sont parvenues à réduire le rythme d'inflation élevé enregistré précédemment. L'expansion monétaire en Italie s'est poursuivie à une allure assez rapide l'an passé, l'accroissement ayant été cependant inférieur à celui des revenus nominaux. Au Royaume-Uni, M_1 a connu une très vive progression, mais, paradoxalement, ce mouvement a été dû en grande partie au ralentissement de l'inflation et au recul subséquent des taux d'intérêt dont l'ampleur a réduit l'attrait de la conversion de créances liquides en actifs rémunérés. Dans un certain nombre d'autres pays, semblable accélération, généralement temporaire, s'est produite au cours des dernières années. Aux Pays-Bas, après l'expansion foudroyante de 1976, l'accroissement de M_2 a été nettement freiné l'an passé, par suite du plafonnement imposé à la croissance du crédit bancaire financé par la création monétaire. Par suite de la décélération notée au Japon, les taux d'expansion de M_2

ont été ramenés à des niveaux étonnamment faibles par rapport à ceux des années précédentes.

Parmi les pays qui se sont clairement engagés dans la voie de la stabilisation des taux de croissance des agrégats – il s'agit d'ailleurs de pays qui ont connu pendant plusieurs années des taux relativement modérés d'expansion monétaire – certains ont cependant éprouvé quelques difficultés pour y parvenir. Dans la plupart des cas, l'expansion monétaire, calculée pour l'ensemble de la période couverte par l'objectif et sur la base définie lors de la publication de cet agrégat, est restée assez proche des limites fixées. Sur des périodes plus courtes, le rythme de la croissance monétaire a néanmoins enregistré des fluctuations assez amples, dépassant parfois plusieurs mois durant les limites qu'impliquaient les normes.

Ce phénomène s'explique évidemment par l'attitude des autorités nationales, qui ont parfois accordé la priorité absolue à la stabilisation des taux d'intérêt ou des taux de change. Il est également dû, semble-t-il, aux modifications intervenues dans les rapports de substitution entre les créances monétaires et les autres actifs non compris dans les agrégats retenus. Aux Etats-Unis, l'accélération de la croissance de M_1 paraît avoir reflété en partie le ralentissement du rythme de remplacement des dépôts à vue par de nouvelles catégories d'instruments négociables. A la fin de 1977, par contre, un freinage de l'accroissement des dépôts à terme des entreprises et des dépôts d'épargne, provoqué par la concurrence d'autres placements mieux rémunérés, a contribué à modérer l'expansion des agrégats de définition plus large, et cela bien que les banques aient simultanément émis en grandes quantités des certificats de dépôt de montant élevé qui ne sont compris ni dans M_2 ni dans M_3 . En Allemagne, le déblocage d'importants montants de dépôts du secteur des ménages (DM 7 milliards en janvier et DM 15 milliards en juillet), qui avaient été précédemment immobilisés dans des instruments d'épargne non monétaires, semble avoir concouru, l'an passé, à l'accélération de M_3 et à l'augmentation inhabituellement faible des engagements non monétaires des banques. Au Royaume-Uni, les variations en cours d'année des taux d'expansion de M_3 en sterling semblent avoir été influencées dans une forte mesure par les modifications de l'attrait relatif de deux instruments non compris dans cet agrégat : les bons des Caisses nationales d'épargne et les dépôts auprès des sociétés de crédit immobilier. De tels facteurs permettent de mieux comprendre les difficultés éprouvées par les autorités monétaires pour maîtriser étroitement la croissance à très court terme de certains agrégats monétaires et les raisons pour lesquelles il peut être parfois contre-indiqué de s'engager dans cette voie.

Les emprunts bancaires du secteur public n'ont pas stimulé de manière prépondérante l'expansion monétaire l'année dernière. Après être déjà tombés en 1976 au-dessous des niveaux records notés en 1975, année de récession, ils se sont encore contractés l'an passé aux Etats-Unis, en Allemagne, au Japon et en France. Ce recul reflète à des degrés divers la modicité ou la compression des déficits du secteur public (sauf au Japon), l'accueil favorable réservé aux ventes de titres d'Etat en dehors du système bancaire et, dans quelques cas, les efforts entrepris délibérément pour limiter le financement monétaire. En France, en particulier, les autorités se sont clairement prononcées pour un objectif visant à éviter tout accroissement net du financement monétaire du Trésor sur l'ensemble de l'année. Tant aux Pays-Bas qu'au Royaume-Uni,

Variations de la masse monétaire et contributions de ses contreparties

Variations sur douze mois:

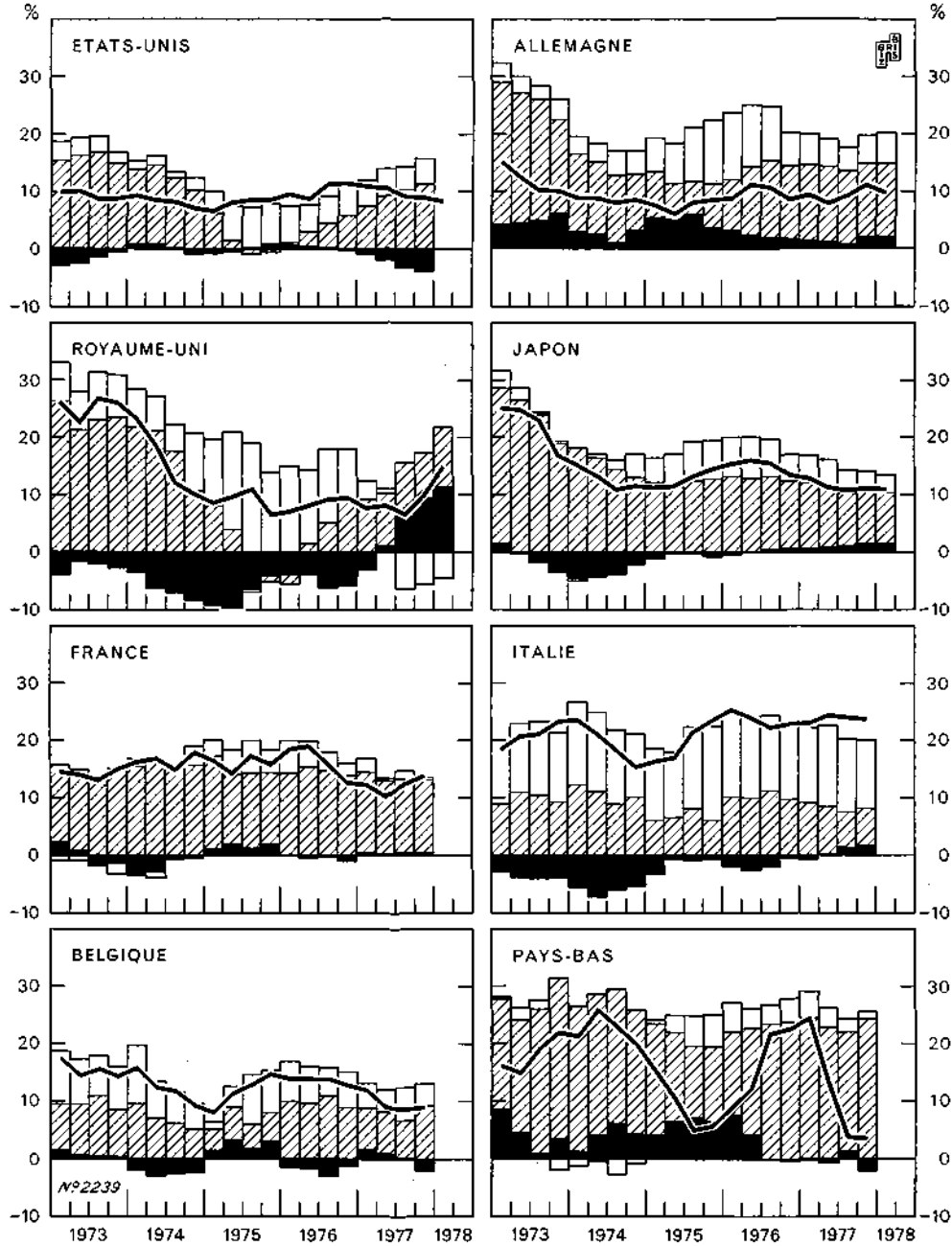
— Masse monétaire, au sens large¹

Contributions aux variations de la masse monétaire²

▨ du crédit bancaire au secteur public³

▩ du crédit bancaire au secteur privé

■ de la position extérieure nette du système bancaire⁴



¹ Chiffres établis à partir de sources nationales; estimations, en partie, pour le premier trimestre de 1978. M₁ pour l'Allemagne; M₂ en sterling pour le Royaume-Uni; M₂ pour les autres pays. ² La somme des contributions (en %) des contreparties correspond à la variation (en %) de la masse monétaire, exception faite des écarts dus à des postes de bilan non repris ici - le principal étant les engagements non monétaires des banques à l'égard de l'économie interne. ³ Comprend, pour le Royaume-Uni, les emprunts du secteur public à l'étranger; comprend, pour les Etats-Unis, les bons du Trésor détenus par des institutions officielles étrangères. ⁴ Pour la France, uniquement la Banque de France; comprend, pour le Royaume-Uni, les emprunts du secteur public à l'étranger (-); comprend, pour les Etats-Unis, les avoirs officiels, les engagements à l'égard des institutions officielles étrangères (-) et les autres créances déclarées par les banques à l'égard de non-résidents (chiffres nets).

le secteur public a en fait, l'an passé, réduit son endettement à l'égard des banques, alors qu'en Belgique et en Italie il a continué de recourir assez massivement à leurs concours.

Les divergences observées dans l'évolution du crédit bancaire au secteur privé traduisent assez fidèlement le déphasage conjoncturel des divers pays ainsi que la disparité des taux d'inflation. Aux Etats-Unis, par suite de la forte reprise des avances aux entreprises et du développement sensible des crédits immobiliers et des prêts à la consommation, le montant global des prêts des banques a connu une vive ascension. Au Japon, en revanche, le taux d'expansion des crédits bancaires (9,5% l'an dernier) n'a jamais été aussi faible depuis plus de vingt ans. Compte tenu du manque de ressort de l'activité économique, le crédit bancaire au secteur privé s'est développé, l'an passé, à un rythme assez rapide en Allemagne, en France, en Belgique et aux Pays-Bas. Cependant cette progression a surtout porté, particulièrement en Allemagne, sur les concours à moyen et à long terme, dont une partie considérable a servi à financer le secteur du logement et la consommation. Dans quelques autres pays, on constate également que les prêts au secteur des ménages se sont intensifiés davantage que les crédits aux entreprises. En Italie et au Royaume-Uni, le crédit bancaire au secteur privé s'est contenté de suivre à peu près le même rythme que les prix de détail: l'amélioration de la balance des paiements, et notamment le dénouement des opérations de termaillage, a contribué à y modérer la demande de crédit.

L'expansion des prêts bancaires a été plafonnée en 1977 et au début de 1978 en Italie, en France, aux Pays-Bas, en Autriche, au Danemark et au Japon. Hormis ce dernier pays, le dispositif mis en place paraît avoir exercé partout un effet restrictif. C'est ainsi qu'en Italie les taux d'intérêt appliqués aux concours des banques sont demeurés assez élevés par rapport à ceux des instruments du marché monétaire, cependant qu'en France l'expansion des crédits non encadrés a été, avec 35% en 1977, largement supérieure à celle (8%) des crédits soumis au plafonnement. Les banques néerlandaises ont été autorisées à développer les prêts hors plafond au secteur privé par le biais des fonds collectés sur le marché des capitaux; elles ont du reste largement recouru à cette facilité.

Les entrées de fonds étrangers peuvent évidemment exercer sur la croissance monétaire ou sur l'expansion du crédit interne, voire sur les deux à la fois, une influence directe ainsi qu'un effet indirect en agissant sur la liquidité des banques. La contrepartie externe de l'expansion monétaire indiquée dans le graphique, qui reflète pour la plupart des pays les modifications de la position de l'ensemble du système bancaire à l'égard de l'étranger, fait apparaître seulement les influences directes. Elle n'indique que très partiellement le rôle important qu'ont joué l'an passé dans l'expansion monétaire les achats officiels de devises étrangères en Italie, au Royaume-Uni et en Allemagne, du fait que dans chaque cas la position externe des banques s'est détériorée. De surcroît, il n'est pas toujours possible d'ajuster ces chiffres en fonction des modifications intervenues dans l'évaluation des avoirs nets sur l'étranger. En Allemagne, l'accroissement net des avoirs extérieurs du système bancaire a contribué pour un sixième à l'expansion de la masse monétaire au sens large pendant le dernier trimestre de 1977. En Belgique, en revanche, les facteurs externes ont exercé un effet restrictif sur l'expansion monétaire, en raison des efforts entrepris par les autorités pour stabiliser le taux de change du franc au sein du « serpent ». Aux Etats-Unis,

la composante extérieure révèle la progression des engagements contractés par ce pays l'an passé à l'égard de détenteurs officiels étrangers - la contrepartie ayant pris essentiellement la forme de crédits au secteur public.

Financement du secteur public

Les besoins de financement du secteur public et des administrations centrales - qui comprennent les emprunts effectués aux fins de prêts - ont diminué très sensiblement au cours des deux dernières années en Allemagne, aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni. Une réduction a également été enregistrée l'an passé aux Pays-Bas. En Belgique, en Italie et au Japon, toutefois, les besoins de l'espèce se sont encore accrus en valeur absolue, même si parfois ils ont quelque peu fléchi par rapport au produit national brut.

La réduction des besoins financiers du secteur public, opérée le plus souvent à l'effet de limiter le recours au financement monétaire, constituait l'an dernier un

Financement du secteur public¹

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 ²	1975	6,6	6,2	6,6	3,4	15,5 ³	7,1 ⁴	4,8	10,1 ⁵
	1976	4,5	6,6	3,9	2,0	13,0 ³	10,2 ⁴	4,7	7,6 ⁵
	1977	3,2	7,0	3,2	2,4	12,1 ³	9,4 ⁴	3,7	4,1 ⁵
Besoin de financement de l'administration centrale	1975	6,3 ⁶	5,7	5,9	3,0	11,6 ⁷	2,8	3,1	8,0 ⁸
	1976	4,4 ⁶	5,9	4,0	1,1	9,5 ⁷	4,8	3,6	5,5 ⁸
	1977	2,7 ⁶	6,5	3,7	1,2	9,9 ⁷	4,7	3,0	3,2 ⁸
couvert par: la banque centrale . . .	1975	0,6	0,0	0,6	1,4	7,7	.	0,0	2,3 0,0 1,4
	1976	0,3	0,8	0,7	0,7	6,9	.	0,4	
	1977	0,0	0,6	0,4	- 1,0	- 2,0	.	0,1	
les banques	1975	4,3	1,3	1,7	0,8	0,5	2,1	1,0	2,3 0,0 1,4
	1976	2,8	1,4	0,8	- 0,3	- 0,5	3,7	0,6	
	1977	2,0	0,6	- 0,1	0,6	8,0	3,0	0,4	
d'autres sources nationales	1975	1,1	4,4	3,1		3,4		2,1	5,5
	1976	0,7	3,7	2,0		3,1		2,7	4,5
	1977	0,7	5,4	1,7		3,9		2,6	6,8
des sources étrangères	1975	0,3	0,0	0,5 ⁹	0,8	0,0	0,7	1,1	0,2 ⁹
	1976	0,6	0,0	0,5 ⁹	1,6	0,0	1,1	0,0	1,0 ⁹
	1977	0,0	- 0,1	1,7 ⁹		0,0		- 0,1	- 5,0 ⁹

¹ Variations nettes des emprunts et des encaisses, compte tenu des emprunts effectués aux fins de prêts. Chiffres établis en partie sur la base d'estimations de la BRI. ² Administration centrale, collectivités locales et caisses de sécurité sociale, sur la base des règlements. ³ Selon la définition retenue dans la lettre d'intention au FMI; comprend les besoins d'emprunt de certaines entreprises publiques. ⁴ Montant net des émissions d'obligations du Trésor (à moyen et à long terme) et des collectivités locales; comprend également les émissions d'obligations assorties de la garantie de l'Etat et les placements privés d'obligations par des organismes officiels (équivalant pour l'ensemble à 1¼% du PNB en 1977). ⁵ Comprend les besoins d'emprunt des entreprises publiques, équivalant à environ 1,1% du PNB en 1977. ⁶ Ensemble des collectivités publiques sauf la sécurité sociale. ⁷ Ensemble des administrations publiques. ⁸ Y compris les prêts de l'administration centrale aux entreprises publiques (équivalant à environ 0,3% du PNB en 1977). ⁹ Y compris les accroissements (-) des avoirs officiels de change.

objectif explicite de la politique économique d'un certain nombre de pays. Tant en Italie qu'au Royaume-Uni, en particulier, les autorités s'étaient engagées, dans le cadre de programmes de redressement de leurs paiements extérieurs, à maintenir le financement du secteur public dans certaines limites quantitatives. Les résultats obtenus par ces deux pays dans la réalisation de leurs objectifs ont été assez différents. Au Royaume-Uni, les besoins d'emprunt de l'ensemble du secteur public (y compris ceux des entreprises publiques) se sont élevés, selon les estimations, à £5,7 milliards pour l'exercice se terminant en mars 1978; ce chiffre, qui équivaut à 4,6% du produit national brut, reste bien en deçà de la limite de £8,7 milliards convenue antérieurement avec le FMI. En Italie, par contre, le déficit du secteur public en 1977 a atteint Lit 17.000 milliards, alors qu'il ne devait pas dépasser Lit 13.100 milliards aux termes des engagements pris sur le plan international; quant aux besoins d'emprunt de l'ensemble du secteur public, plafonnés à Lit 16.450 milliards, ils se sont en fait élevés à Lit 21.000 milliards. Dans d'autres pays, les besoins d'emprunt en 1977 se sont souvent révélés inférieurs aux prévisions, mais tout porte à croire qu'ils augmenteront cette année, en raison de l'adoption de politiques budgétaires plus expansionnistes.

Dans la plupart des pays, à l'exception principalement de l'Italie, une grande partie des besoins de financement de l'administration centrale a pu être satisfaite l'an passé par un recours à des moyens non monétaires. Comme en général le secteur des entreprises n'a recouru que faiblement aux marchés des obligations, des quantités élevées de titres d'Etat ont pu être placées auprès de la clientèle non bancaire à des taux d'intérêt stables ou en baisse. Au Royaume-Uni, le fléchissement prononcé du rendement des obligations, au fur et à mesure que l'inflation reculait, a créé des conditions particulièrement favorables à la vente de titres du Trésor. Pour tenter de réduire l'ampleur des fluctuations du montant net des placements de fonds d'Etat — problème classique encore amplifié par la sensibilité accrue du marché à la situation monétaire — le gouvernement a émis un nouveau type de titres permettant aux souscripteurs de se libérer en plusieurs versements. En France, l'émission d'un grand emprunt d'Etat a été fort bien accueillie, et le public a absorbé de grandes quantités de bons du Trésor. Les cessions de titres d'Etat au secteur non bancaire ont été également très substantielles en Belgique, aux Pays-Bas, au Japon et aux Etats-Unis. Au Japon et au Royaume-Uni, les organismes financiers du secteur non bancaire ont absorbé la majeure partie des titres placés en dehors du système bancaire; dans certains pays, des achats importants ont toutefois été effectués par des particuliers ou des entreprises non financières qui accumulaient des liquidités en raison de la faiblesse persistante de l'investissement privé. Aux Etats-Unis, les Etats et les collectivités locales, dont la situation financière était devenue fortement excédentaire, se sont portés acquéreurs, l'année dernière, de quelque 30% du contingent total de titres émis sur le marché par le Trésor fédéral. En Allemagne, les investisseurs autres que les banques ont acheté des quantités relativement limitées de titres d'Etat; la faiblesse de l'écart entre les taux des instruments à court terme et les taux de rendement du marché des capitaux ne permettait plus d'espérer de nouvelles baisses des taux du long terme et n'incitait guère les investisseurs à acquérir des actifs dont la valeur en capital était aléatoire. Enfin, les caisses de sécurité sociale, qui figurent dans le tableau parmi les investisseurs non bancaires, ont accusé un déficit important et ont réduit leurs créances sur le reste du secteur public.

En ce qui concerne le financement extérieur, les développements observés aux Etats-Unis sont parmi les plus intéressants de l'année passée: la moitié pratiquement des besoins financiers de l'administration centrale ont été couverts par des achats de titres du Trésor américain effectués par des non-résidents. Ces acquisitions correspondent pour l'essentiel à des placements, réalisés par des autorités monétaires étrangères, d'avoits en dollars acquis dans le cadre d'interventions officielles sur les marchés des changes. Au Royaume-Uni, les non-résidents ont acheté des quantités assez considérables de titres du Trésor britannique; ces achats ont toutefois revêtu une ampleur bien moindre que l'accroissement des avoits officiels de change, qui apparaît au tableau sous la forme d'un financement (négatif) émanant de sources étrangères.

Quoi qu'il en soit, le recours des administrations centrales au financement par le système bancaire a été assez limité l'année dernière, sauf en Italie, au Japon et en Allemagne (pour ce pays, la ventilation du tableau couvre également les emprunts des collectivités locales). Au Japon, l'atonie de la demande de crédit par les entreprises a fortement compensé l'expansion monétaire née du financement du secteur public, alors qu'en Allemagne les banques ont continué de recourir au marché des capitaux pour refinancer une part considérable des concours qu'elles ont accordés aux collectivités publiques.

Situation financière du secteur privé

Par suite surtout des divergences d'évolution conjoncturelle, l'expansion rapide qui s'est produite l'an passé aux Etats-Unis dans le domaine des crédits aux entreprises, des prêts hypothécaires et du crédit à la consommation a contrasté très vivement avec la faiblesse générale de la demande de crédit du secteur privé dans les autres pays — encore que, dans quelques-uns, une certaine reprise se soit fait sentir dans le compartiment des prêts au logement.

Cette situation ressort clairement du tableau ci-après, qui donne un aperçu global des variations, mesurées en pourcentage du produit national brut, des appels aux marchés nationaux du crédit par les résidents du secteur non financier, sous la forme principalement d'émissions de titres et d'emprunts directs auprès d'organismes financiers.

Les *emprunts des entreprises* se sont très fortement accrus aux Etats-Unis l'année dernière, essentiellement parce que leurs dépenses d'investissement ont augmenté plus que leurs ressources d'origine interne. Mais les entreprises ont, en outre, continué d'amasser des actifs financiers; ainsi, au lieu de se détériorer rapidement comme cela s'était produit au cours de précédentes phases de reprise conjoncturelle, la liquidité du secteur des entreprises s'est pratiquement maintenue l'année dernière au niveau obtenu grâce à la restructuration des bilans en 1975-76. La morosité du marché des actions a contrarié l'émission de valeurs à revenu variable, et le volume des émissions publiques d'obligations a été inférieur à celui de 1976. Les entreprises se sont procuré de grandes quantités de capitaux par le biais de placements privés et d'emprunts hypothécaires, mais elles se sont de plus en plus tournées vers les crédits bancaires à court terme et les émissions de papier commercial. Du fait de la montée des taux d'intérêt, les chefs d'entreprise ont été de moins en moins enclins à solliciter

**Fonds collectés sur les marchés du crédit
par les emprunteurs nationaux non financiers¹**

Pays	Années	Emprunt du secteur public ²	Emprunt des entreprises ²				Crédit au logement	Crédit à la consom- mation et autres formes de crédit personnel ²	Total
			Actions	Obliga- tions	Prêts ³	Total			
en % du produit national brut									
Etats-Unis	1974	2,0	0,3	1,5	5,0	6,8	2,5	1,0	12,3
	1975	6,3	0,6	2,0	0,5	3,1	2,5	0,7	12,6
	1976	4,9	0,6	1,5	2,3	4,4	3,6	1,7	14,6
	1977	4,3	0,4	1,2	4,3	5,9	4,6	2,3	17,1
Allemagne fédérale	1974	2,3	0,3	0,2	3,3	3,8	2,4	0,0	8,5
	1975	5,9	0,5	-0,1	1,9	2,3	2,2	0,4	10,8
	1976	3,8	0,4	0,0	3,2	3,6	2,4	1,3	11,1
	1977	3,2	0,2	-0,1	2,9	3,0	3,0	1,2	10,4
Japon	1974	6,4	0,6	0,5	9,9	11,0	4,9		22,3
	1975	8,6	0,8	0,9	10,3	12,0	4,7		25,3
	1976	9,4	0,6	0,4	9,1	10,1	5,0		24,5
	1977	9,6	0,6	0,3	6,6	7,5	4,5		21,6
Royaume-Uni	1974	5,5	0,1	0,0	5,4	5,5	2,8	0,0	13,8
	1975	8,2	0,9	0,1	0,6	1,6	3,5	-0,4	12,9
	1976	4,7	0,6	0,0	2,5	3,1	3,1	0,7	11,6
	1977	7,1	0,5	-0,1	2,3	2,7	2,9	0,9	13,6
Canada	1974	4,8	0,3	0,7	5,3	6,3	4,2	2,0	17,3
	1975	5,4	0,6	0,9	2,5	4,0	4,3	2,0	15,7
	1976	4,4	0,5	-0,5	3,5	3,5	4,7	2,1	14,7
	1977	5,9	1,0	0,7	2,7	4,4	5,7	1,6	17,6
France	1974	1,2	0,6	0,5	7,1	8,2	2,4	-0,1	11,7
	1975	3,9	0,5	1,2	5,5	7,2	2,9	0,4	14,4
	1976	2,1	0,4	0,7	5,3	6,4	3,7	0,4	12,6
	1977	2,8	0,4	0,6	5,7	6,7	3,1	-0,1	12,5

¹ Estimations BRI, établies à partir de données nationales fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. Pour les Etats-Unis, fonds collectés sur les marchés du crédit à l'exclusion des emprunts des non-résidents; pour l'Allemagne, emprunts sous forme d'instruments négociables sur le marché monétaire, d'obligations et d'actions, et prêts consentis par des banques, des sociétés de crédit immobilier et des compagnies d'assurances; pour le Japon, émissions de titres et prêts accordés par des organismes financiers et par l'Etat; pour le Royaume-Uni, émissions de valeurs mobilières, dépôts dans les caisses nationales d'épargne, emprunts des collectivités locales, crédits bancaires, prêts du secteur public, prêts à l'acquisition de logements, autres concours et emprunts hypothécaires et crédit à la consommation; pour le Canada, fonds collectés par les principaux emprunteurs non financiers, à l'exception des achats de titres effectués par des non-résidents; pour la France, emprunts d'Etat, crédits à l'économie et émissions de titres des entreprises non financières. ² Pour le Japon et le Royaume-Uni, les emprunts des entreprises publiques sont inclus dans les emprunts du secteur public et ceux des entreprises non constituées en sociétés figurent dans les crédits du secteur des ménages. ³ Comprend les effets négociables sur le marché monétaire.

des emprunts à court terme pour accroître leur liquidité, cependant que les banques redoublaient d'efforts pour attirer les clients, proposant même des prêts à des taux d'intérêt inférieurs aux taux de base et offrant des crédits à terme assortis d'un taux fixe, d'une durée allant jusqu'à cinq ans.

Dans d'autres pays, le rythme d'octroi de prêts aux entreprises est demeuré très modéré ou s'est ralenti l'an passé. Les dépenses d'investissement fixe de ce secteur ont été très faibles, et le processus de restructuration des bilans, qui avait amené les entreprises à contracter des emprunts à long terme pour se constituer un matelas de liquidités, a pris fin – un peu plus tardivement au Canada que dans les autres pays. Au Royaume-Uni, les entreprises industrielles et commerciales ont fait apparaître des excédents financiers au cours du second semestre de 1977, alors qu'au Japon le rapport entre le déficit financier des entreprises et le produit national brut

a été remarquablement bas. En Allemagne, le déficit de ce secteur a légèrement dépassé le niveau modeste de 1976, mais le rapport entre les fonds d'origine interne et l'investissement brut est resté élevé. Le rythme des crédits bancaires accordés aux entreprises a fléchi de façon très nette en Allemagne, au Japon ainsi qu'au Canada; il est demeuré très modéré au Royaume-Uni. Sauf au Canada, les émissions d'obligations et d'actions ont également enregistré un ralentissement.

Les *prêts à la construction* ont connu un développement assez rapide l'année passée dans un certain nombre de pays. Ce regain d'activité est dû surtout aux prêts hypothécaires octroyés à des particuliers désireux d'acquérir un logement. Aux Etats-Unis, où le volume des prêts hypothécaires a connu une expansion exceptionnelle, dépassant de loin les besoins de financement des constructions nouvelles et des transactions sur les logements existants, les particuliers ont nettement réduit la part de capital propre consacrée à l'habitation pour financer d'autres dépenses. Les prêts hypothécaires de premier rang assortis de taux d'intérêt fixes d'environ 9% étaient moins onéreux que le crédit à la consommation et se révélaient également intéressants, semble-t-il, compte tenu des perspectives générales d'évolution des prix de détail. Dans un certain nombre de pays européens, les taux d'intérêt hypothécaires ont diminué et, bien qu'actuellement le rythme de hausse des prix à la consommation s'inscrive également en baisse, il semble que les particuliers aient continué à considérer la propriété immobilière comme une protection à long terme contre l'inflation. Quelques pays ont encouragé, par des mesures d'ordre fiscal, les emprunts destinés à financer l'achat ou la réparation de logements existants. Dans nombre d'entre eux, le recours au financement à des conditions relativement avantageuses auprès d'organismes spécialisés de crédit immobilier a été facilité ou étendu. Aux Etats-Unis, la collecte de fonds par les organismes de dépôts, qui était auparavant abondante, s'est réduite vers la fin de 1977, lorsque les taux d'intérêt sur les dépôts à court terme ont atteint les plafonds prévus par la Réglementation Q. L'incidence de cette réduction a été sensiblement moins forte qu'en pareilles circonstances dans le passé, car les dépôts à terme fixe que ces organismes avaient été autorisés à accepter au cours des dernières années sont restés compétitifs, étant donné les sévères pénalisations de taux d'intérêt appliquées en cas de retraits anticipés. Au Royaume-Uni, les sociétés de crédit immobilier ont tardé à suivre l'abaissement des taux d'intérêt servis sur les divers instruments du marché et ont bénéficié d'un important afflux de fonds pendant la plus grande partie de l'année. En Allemagne, la baisse des rendements sur le marché des capitaux a contribué à l'accroissement sensible des prêts immobiliers, qui sont accordés par des organismes de crédit spécialisés et refinancés par l'émission d'obligations hypothécaires.

Le *crédit à la consommation* a également pris une extension rapide aux Etats-Unis. Sous l'effet conjugué de cette progression et de celle du crédit hypothécaire, le rapport de l'endettement du secteur des ménages au revenu disponible a fortement augmenté. En Allemagne, également, ce type de crédit s'est développé à un assez bon rythme. Ailleurs, la progression du crédit à la consommation a, en revanche, été fort modeste l'an passé, et les ménages ont continué d'amasser des quantités assez importantes d'actifs liquides. De plus, dans maints pays, la réduction des taux d'inflation et des taux d'intérêt a contribué à compenser en partie les pertes en capital qu'avaient subies antérieurement les ménages.

Taux d'intérêt

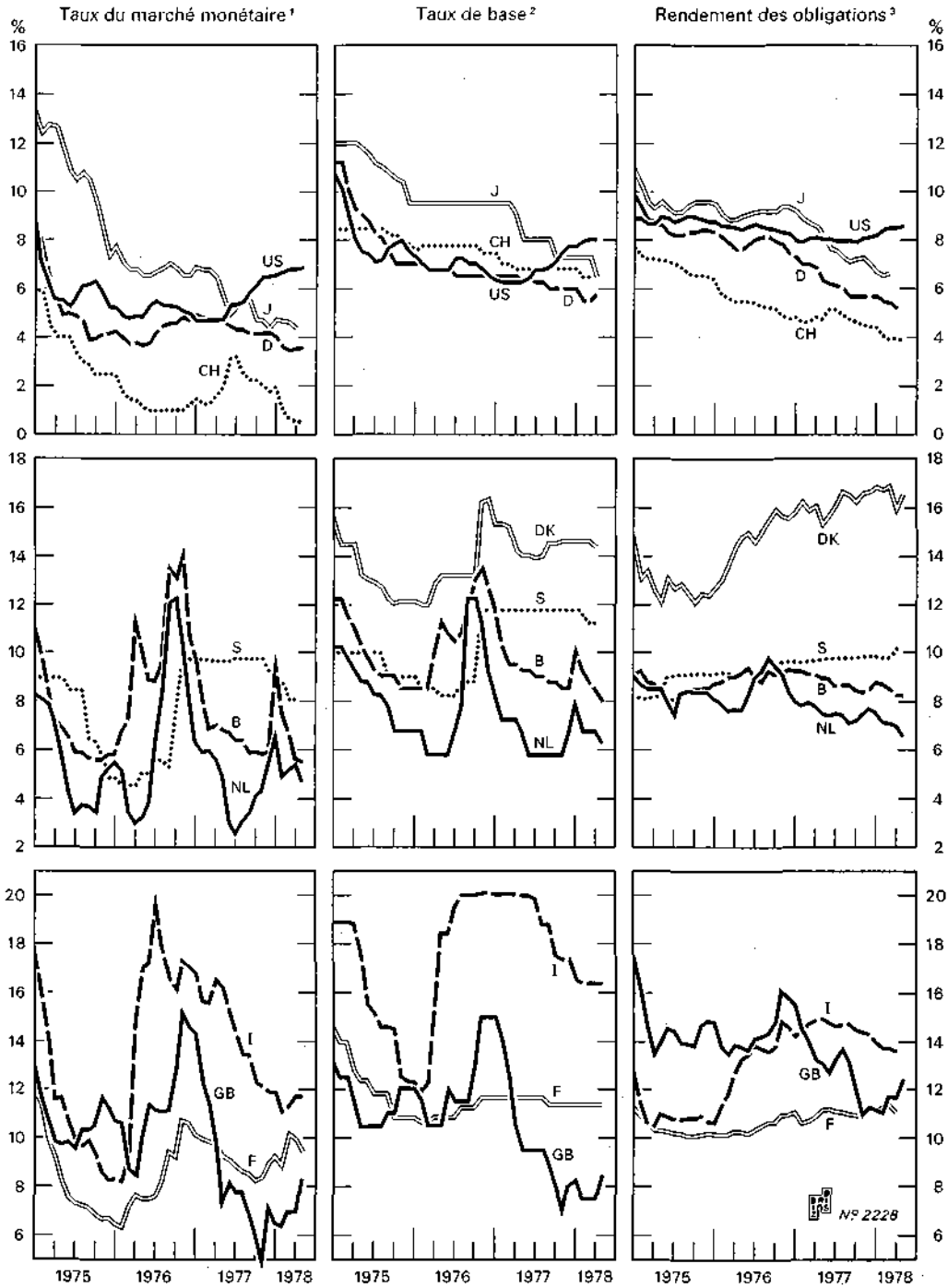
L'évolution divergente de la conjoncture et de la politique économique dans les trois plus grands pays industriels s'est reflétée d'une manière frappante dans le comportement des taux d'intérêt, tant à court terme qu'à long terme.

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à court terme, qui avaient fort peu varié au total au cours des deux précédentes années de reprise économique, ont monté de quelque 2 à 3 points entre avril 1977 et le printemps de 1978. Cette progression n'a toutefois pas été répartie de manière uniforme sur cette période de douze mois. Le raffermissement du taux des fonds fédéraux s'est produit en quatre étapes, entrecoupées de périodes de stabilité. Les mouvements de hausse ont correspondu à des phases de croissance très rapide de la masse monétaire – croissance freinée dans une certaine mesure par la Réserve fédérale. En Allemagne, le taux interbancaire à trois mois s'était progressivement tendu au cours de 1976, au fur et à mesure que la Bundesbank, soucieuse de ralentir la progression de la monnaie de banque centrale, freinait l'expansion des réserves libres des banques. L'an passé, les autorités ont, cependant, encouragé un renforcement des liquidités bancaires, de sorte que le taux interbancaire a fléchi au fil des mois de près d'un point jusqu'en août. Par la suite, en dépit des marges inutilisées des contingents de réescompte des banques et de leurs possibilités de recourir au crédit de la Bundesbank à des taux avantageux sous forme de pensions sur l'open market, le taux à trois mois du marché monétaire s'est établi juste au-dessus du niveau du taux des avances sur titres et n'a plus guère fléchi avant décembre, où il a été de nouveau abaissé. Au Japon, le loyer de l'argent au jour le jour, qui a diminué de 2 points en 1977 et au début de 1978, a subi des baisses brutales au printemps et à l'automne, en liaison avec un assouplissement progressif de la politique monétaire, dans le cadre duquel la Banque du Japon a ramené son taux d'escompte à 3½% – niveau le plus bas depuis la seconde guerre mondiale. En Suisse, pays qui a remporté la palme dans la lutte contre l'inflation, les taux du marché monétaire sont demeurés bien inférieurs à ceux des autres pays, malgré une remontée éphémère au printemps et au cours de l'été 1977, lorsque les autorités, profitant d'un affaiblissement momentané du franc suisse, ont redoublé d'efforts pour ralentir l'expansion monétaire.

Les taux débiteurs de base des banques aux Etats-Unis se sont élevés de 2 points entre avril 1977 et mai 1978; ce mouvement a rétréci l'écart assez sensible qui s'était établi entre ces taux et ceux du papier commercial pour tenir compte de l'augmentation des risques bancaires en période de récession. Au Japon, les taux débiteurs des banques commerciales ont été réduits l'an passé, parallèlement au taux d'escompte de la banque centrale. En Allemagne, les taux d'intérêt sur les crédits en comptes courants ont réagi avec une certaine lenteur à la baisse des taux du marché monétaire, mais les taux des prêts hypothécaires ont fléchi de près de 1½ point au cours de la période de douze mois se terminant en avril 1978. En Suisse, les taux d'intérêt hypothécaires ont reculé d'un demi-point en liaison avec la réduction de la rémunération des bons de caisse émis par les banques.

Sur le marché des capitaux, les rendements ont été en général remarquablement stables aux Etats-Unis en 1977 et se sont tendus au début de 1978; sans aucun doute, le rythme tendanciel élevé de l'inflation, qui semblait s'intensifier au début de 1978, en est la raison principale. Le marché n'a pas été soumis à de fortes pressions de la part des emprunteurs, tant du secteur public que du secteur privé. En Allemagne, les

Taux d'intérêt à court et à long terme



Remarque: D = Allemagne, B = Belgique, DK = Danemark, US = Etats-Unis, F = France, I = Italie, J = Japon, NL = Pays-Bas, GB = Royaume-Uni, S = Suède et CH = Suisse.
¹ Taux représentatifs (pour les Etats-Unis, fonds fédéraux; pour le Japon, argent à vue; pour la France, argent au jour le jour; pour l'Italie, dépôts interbancaires à vue; pour les autres pays, instruments du marché monétaire à trois mois).
² Taux minimums appliqués par les banques commerciales aux crédits de caisse accordés aux emprunteurs de premier rang; pour le Danemark, taux débiteur moyen; pour l'Allemagne, taux limites inférieurs appliqués aux crédits en comptes courants d'un montant élevé.
³ 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, le Royaume-Uni et la Suède, fonds d'Etat; pour les autres pays, diverses autres catégories d'obligations du secteur public).

taux d'intérêt à long terme ont continué de baisser assez rapidement jusqu'à l'automne, époque à laquelle l'écart entre ces taux et ceux du marché monétaire est devenu exceptionnellement faible. Par suite de la baisse des taux à court terme, les rendements ont continué de reculer au début de 1978 et sont tombés à des niveaux encore jamais atteints depuis la guerre. En Suisse, les rendements des obligations ont enregistré un fléchissement très marqué au cours de l'hiver et au printemps de 1978, mais paraissent néanmoins élevés par rapport au taux d'inflation; pour des raisons techniques, les investisseurs institutionnels ont apparemment hésité à engager des fonds à long terme assortis de faibles taux nominaux. Il est possible qu'au Japon également les rendements des obligations soient demeurés relativement élevés en termes réels, en dépit de leur baisse substantielle en valeur nominale.

En Europe, la chute des taux du marché monétaire au cours du printemps et de l'été a été assez générale. La Belgique et les Pays-Bas ont dû endiguer des attaques spéculatives dirigées contre leur monnaie sur le marché des changes et ont mis en œuvre des mesures destinées à améliorer la liquidité bancaire. Lorsque de nouvelles tensions se sont manifestées au sein du «serpent» européen, les taux des marchés monétaires belge et hollandais ont réagi selon le processus devenu maintenant familier, pour se replier à nouveau au début de 1978. Au Danemark et en Suède, par contre, les taux d'intérêt à court terme ont été maintenus à proximité des niveaux élevés atteints en 1976, même après le retrait de la couronne suédoise du «serpent» et la dévaluation de la couronne danoise à l'intérieur de ce système, au mois d'août. Seuls de légers fléchissements ont été encouragés par les autorités au début de 1978. En Belgique et aux Pays-Bas, les taux du marché des capitaux, influencés à des degrés divers par la tension des taux à court terme vers la fin de 1977, n'ont accusé, somme toute, qu'une baisse très légère entre le début de 1977 et le printemps de 1978, si l'on tient compte du ralentissement de l'inflation dans ces pays. Les appels étendus adressés au marché par le secteur public et, dans le cas des Pays-Bas, par les banques en raison des restrictions imposées à l'expansion de leurs engagements monétaires, ont pu avoir à cet égard une certaine influence. En Suède, les rendements des obligations ont fait preuve de stabilité en 1977 et se sont accrus en mars 1978, cependant qu'au Danemark une nouvelle progression s'est produite en 1977, qui a fait place à une baisse d'ampleur limitée au début de 1978.

Les taux d'intérêt à court terme ont reculé très fortement en 1977 en Italie ainsi qu'au Royaume-Uni et ont aussi enregistré une baisse en France durant la période janvier-septembre, en liaison avec l'amélioration des comptes extérieurs de ces pays et l'affaiblissement général du dollar. Les taux du marché monétaire français se sont fortement tendus au début de 1978, lorsque des pressions se sont exercées sur le franc, mais, en avril, ils avaient retrouvé leurs niveaux du milieu de 1977. Au Royaume-Uni, le mouvement de recul des taux d'intérêt a été enrayé pour une courte période en mai-juin, alors que l'avenir des objectifs en matière de masse monétaire et de taux de change paraissait incertain. Décision fut prise par la suite de laisser la livre sterling flotter librement, et les pouvoirs publics encouragèrent un relèvement des taux du marché monétaire, qui se sont alors établis à des niveaux très bas par rapport aux rendements des obligations, pourtant en recul sensible eux aussi. Au début de 1978, l'évolution future de l'inflation suscitant de nouvelles préoccupations, les taux d'intérêt à court et à long terme se sont inscrits en hausse.

Si, au Royaume-Uni, l'évolution des taux du marché monétaire s'est en grande partie reflétée dans les variations des taux débiteurs de base, ces derniers, en revanche, n'ont guère varié en France au cours de l'année, tandis qu'en Italie ils n'ont été ajustés en baisse qu'au bout d'un certain temps. Les rendements des obligations se sont révélés assez stables en 1977 en Italie et en France; le début de 1978 a été marqué par une hausse passagère en France et un fléchissement en Italie.

III. POLITIQUES NATIONALES D'EXPANSION, DE STABILITÉ DES PRIX ET D'AJUSTEMENT EXTÉRIEUR

Sous l'angle de la croissance et de l'emploi, l'année écoulée a été celle des espérances déçues. Hormis les Etats-Unis, les pays industriels se sont encore écartés du rythme d'expansion graduelle qu'ils entendaient imprimer à leur économie. Même l'objectif, pourtant modeste, d'un retour à des niveaux d'emploi satisfaisants vers la fin de la présente décennie s'est trouvé remis en question pratiquement un an après avoir été formulé. En revanche, grâce parfois à une appréciation de la monnaie, les taux d'inflation ont continué de reculer comme on l'avait escompté dans la plupart des pays industriels.

Au printemps de 1977, on avait fermement espéré que l'expansion économique pourrait se poursuivre dans le cadre de politiques économiques nationales différenciées, tenant dûment compte des exigences en matière d'ajustement extérieur et de la diversité des rythmes d'inflation. En fait, les comportements adoptés par les différents pays ont été manifestement trop hétérogènes. D'une part, parmi les pays « locomotives », le mouvement de reprise s'est certes poursuivi avec vigueur aux Etats-Unis, mais au Japon et en Allemagne l'activité économique n'a pas répondu à l'attente. D'autre part, les diverses actions restrictives menées dans un grand nombre de pays développés et en voie de développement, généralement pour des raisons à la fois externes et internes, ont exercé un effet de freinage d'une intensité inattendue. Ces tendances disparates ont contribué, en fin de compte, à ralentir sensiblement la croissance du volume de la production et des échanges commerciaux et ont conduit à des réajustements prononcés des taux de change.

Depuis l'automne dernier, certains pays, le Japon et l'Allemagne notamment, ont appliqué de nouvelles mesures de relance. On se prend donc à présent à nourrir quelque espoir — tempéré il est vrai par les déceptions de l'année passée — de voir la production suivre dans les pays industrialisés des trajectoires ascendantes plus convergentes. Mais il n'est pas certain qu'un tel résultat puisse être atteint; il peut fort bien dépendre de l'adoption d'actions complémentaires de stimulation par les pays les mieux placés pour prendre de telles initiatives.

Force est cependant d'admettre que les problèmes de stabilisation interne et d'ajustement à l'échelle internationale ont été perçus de façon très différente par les divers pays. Ces différences, qui continueront d'influencer les choix des pouvoirs publics et le cours des événements, trouvent en partie leur expression dans la place respective que tiennent dans les politiques économiques les trois objectifs globaux: lutte contre l'inflation, résorption du chômage et ajustement extérieur. Mais elles se reflètent aussi dans le degré d'importance accordé aux déséquilibres conjoncturels par opposition aux déséquilibres structurels et, partant, au rôle de la gestion de la demande, par opposition à une politique qui s'en remettrait davantage au libre jeu du marché et se contenterait de mesures sélectives. D'ailleurs, presque partout, la relance délibérée de la demande a soulevé des problèmes, par suite de la sensibilité accrue des agents économiques aux variations des prix, des salaires et du contexte

financier. Aussi les pouvoirs publics ont-ils continué d'expérimenter de nouvelles formes de politique économique, tant au niveau des conceptions que des techniques, telles que les objectifs monétaires et la politique des revenus, pour parvenir à une croissance modérée et poursuivre parallèlement le freinage de l'inflation.

Le risque est grand de voir la reprise perdre encore de sa vigueur si les pays persistent à rechercher des solutions à leurs problèmes en se cantonnant dans leur cadre national étroit. Conscientes de ce danger, les autorités responsables ont été amenées à examiner la possibilité de mettre en œuvre une stratégie mieux concertée visant à un allègement mutuel des contraintes externes auxquelles maints pays se trouvent soumis.

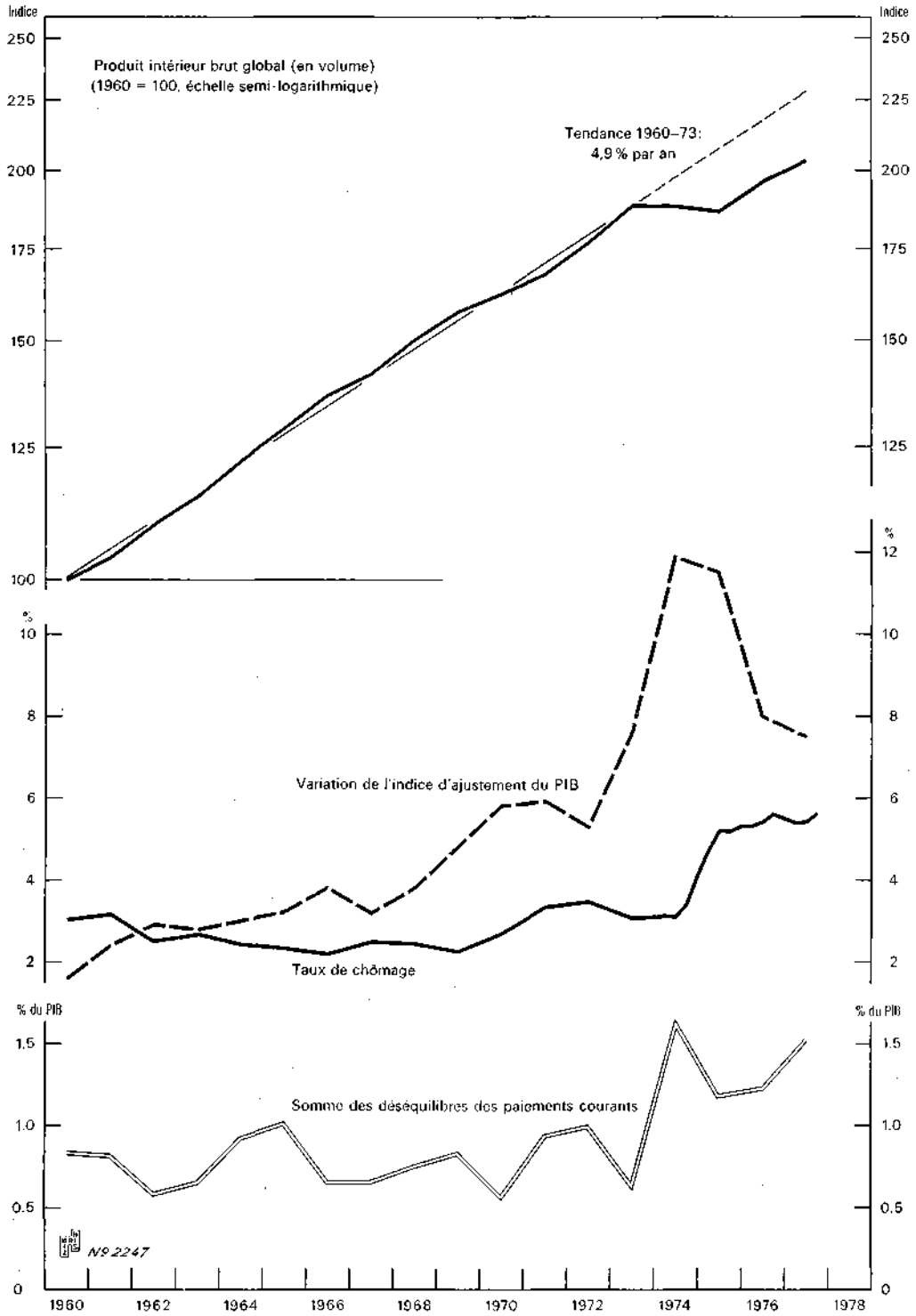
Les problèmes de politique économique dans une perspective à long terme

Avant d'examiner les stratégies et les techniques de la politique économique, il semblerait cependant indiqué de revenir rapidement sur l'origine et l'évolution des problèmes qui se posent le plus fréquemment de nos jours aux autorités.

Comme le fait apparaître le graphique de la page 46, les pays industriels se trouvent actuellement dans une situation sans précédent depuis la fin de la guerre. Comparée à la tendance antérieure de la production, la présente « récession de croissance » est de loin la plus profonde et la plus longue qu'on ait connue. En outre, depuis le creux enregistré par la production en 1975, le mouvement de reprise n'a même pas atteint l'objectif de croissance relativement modeste retenu d'un commun accord par les autorités des pays concernés. Il n'est donc pas surprenant que le nombre total des chômeurs se situe à un niveau record depuis la guerre et que, parallèlement à la persistance d'un taux de chômage très élevé, la production se maintienne en deçà des niveaux tendanciels précédents.

Le graphique montre aussi que la série des superlatifs ne s'arrête pas là. L'inflation et l'ampleur du déséquilibre extérieur ont également connu de nouvelles pointes depuis la crise du pétrole — même si les taux d'inflation ont à présent notablement diminué. L'accélération de la hausse des prix intérieurs a été la plus forte en 1973-74, mais la situation avait commencé à se dégrader sérieusement environ une dizaine d'années auparavant. En Europe en particulier, des pressions à la hausse sur les coûts et les salaires se sont manifestées entre 1965 et 1969, tandis que les Etats-Unis devaient faire face à une poussée excessive de la demande à l'époque de la guerre du Viêt-nam. De plus, essentiellement par le jeu du mécanisme de transmission fonctionnant sous le régime des parités fixes, le rythme de l'expansion monétaire a été élevé dans tous les pays industrialisés. La situation était donc déjà précaire lorsque les gouvernements se sont engagés simultanément dans la voie de politiques expansionnistes en 1972 et en 1973. Puis, à la flambée de courte durée de la demande et de la production qui en est résultée est venue s'ajouter une série d'événements malencontreux, comme par exemple les mauvaises récoltes, dont l'effet a été prolongé par la spéculation sur certains marchés de matières premières non périssables, et qui ont contribué à une montée alarmante des cours des matières premières. Pour couronner le tout survint ensuite, bien sûr, le relèvement massif des prix du pétrole, décidé autoritairement en 1973-74.

Pays de l'OCDE: croissance, inflation, chômage et déséquilibre extérieur



A l'évidence, ce dernier événement a non seulement attisé considérablement l'inflation des prix, mais il a en outre sérieusement aggravé les déséquilibres de paiements existants. La partie inférieure du graphique donne une évaluation très approximative du déséquilibre brut des paiements courants dans la zone OCDE. Il s'agit simplement de la somme des soldes des balances des paiements courants en valeur absolue (c'est-à-dire compte non tenu de leur signe) de tous les pays de l'OCDE, exprimés en pourcentage de la production intérieure brute en valeur. Malgré le caractère rudimentaire de la mesure, le graphique montre très clairement que les déséquilibres des paiements internationaux ont atteint tout récemment des proportions exceptionnelles.

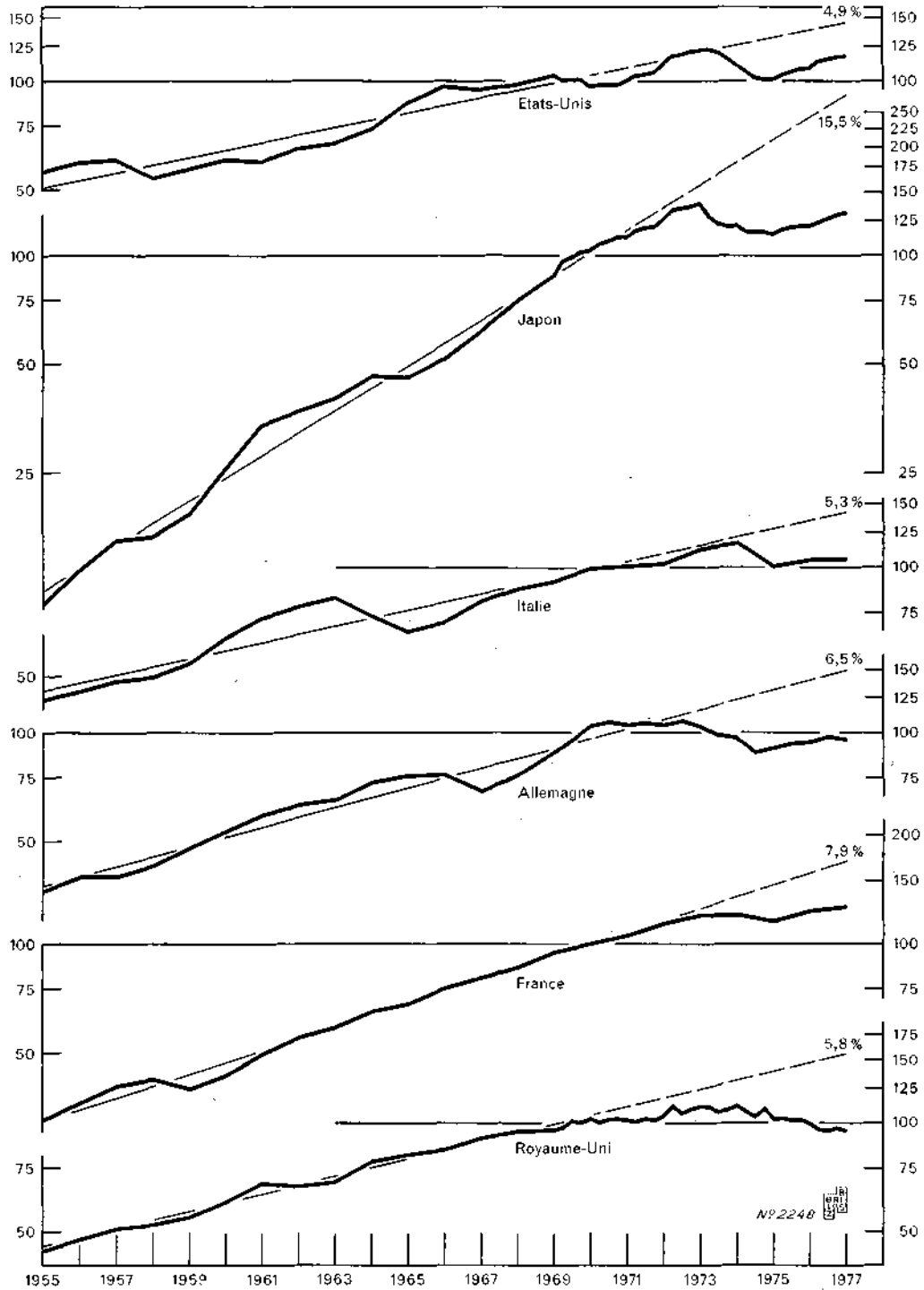
En résumé, pendant les années considérées, les gouvernements n'ont réussi à réaliser aucun des quatre objectifs assignés à leur politique macro-économique à la fin de la guerre: croissance, haut niveau d'emploi, stabilité des prix et équilibre extérieur.

Toutefois, de même que le problème de l'inflation devenait de plus en plus visible dès avant la crise du pétrole, les taux de chômage eux aussi accusaient une tendance à la hausse au cours de la période précédente. Il est évidemment fort possible que ces deux phénomènes aient été partiellement liés, les gouvernements ayant été amenés à freiner quelque peu la demande pour contenir les pressions inflationnistes. Beaucoup y décèlent, en outre, une accentuation du rôle joué par les facteurs structurels, qui auraient pu se manifester sur le marché du travail lui-même — tel le manque de concordance entre les qualifications des demandeurs d'emploi et celles requises pour les postes vacants. Un autre facteur structurel serait lié au niveau plus élevé des indemnités de chômage versées actuellement, ce qui, par exemple, inciterait davantage les demandeurs d'emploi à prolonger la période de recherche d'un travail nouveau et répondant mieux à leurs aspirations. On peut encore déceler la présence de tels facteurs dans l'incapacité de certaines structures industrielles de s'adapter assez rapidement à l'évolution de la demande, aux impératifs de l'équilibre extérieur ou aux progrès de l'industrialisation dans certains pays en voie de développement.

Quelle qu'ait été l'incidence exacte de ces facteurs, le graphique donne nettement l'impression, malgré tout, qu'un élément supplémentaire a exercé une forte incidence en 1974-75, à savoir l'insuffisance de la demande comparée à l'offre potentielle. La déviation sensible du produit intérieur brut par rapport à sa tendance antérieure a été suivie, avec le décalage habituel, d'une progression marquée du chômage et d'une baisse prononcée de l'utilisation des moyens de production.

Les observateurs économiques s'accordent maintenant à reconnaître l'incidence de contraction exercée sur la demande par l'augmentation du prix du pétrole et par l'excédent enregistré de ce fait par les pays de l'OPEP. Certains pays producteurs de pétrole «à faible capacité d'absorption» ont en effet fortement accru leur épargne sans étendre proportionnellement leurs investissements sur place ou à l'étranger. De leur côté, les gouvernements des principaux pays importateurs de pétrole n'avaient, semble-t-il, d'autre choix que d'accepter ce qu'on appelle désormais les «déficits pétroliers» pour compenser l'excédent de l'OPEP, ce qui aurait impliqué un élargissement supplémentaire des déficits budgétaires. Mais même indépendamment de cela, jamais, à dire vrai, une formule acceptable n'a pu être trouvée pour répartir la contrepartie de l'excédent de l'OPEP. Malgré leur diversité, les réactions engendrées par les déficits

Accroissement de l'investissement fixe non résidentiel (en volume) *
Indices annuels et trimestriels: 1970 = 100 (échelle semi-logarithmique).



* Y compris l'investissement du secteur public. Les lignes de tendance concernent la période 1960-73.

des balances de paiements se sont apparentées dans certains cas à des mesures classiques de freinage de l'économie nationale.

D'autres contraintes ont toutefois entravé l'action des pouvoirs publics et du secteur privé en matière de dépenses. Certes, l'inflation a tenu une place prépondérante, en ce sens qu'en plus de son action quasi directe elle a ajouté à l'incertitude des responsables des décisions. Cette constatation est illustrée dans de nombreux pays par la concomitance entre le relèvement du taux d'épargne des ménages et l'accélération de l'inflation. Peut-être faut-il voir dans cette attitude une tentative visant à reconstituer la valeur réelle du patrimoine financier, sérieusement entamé par la virulence de l'inflation de même que par le recul des cours en bourse résultant de la hausse des taux d'intérêt. Il est toutefois évident que le climat d'incertitude qui prévalait, eu égard notamment aux perspectives de l'emploi, a pu également jouer un certain rôle.

Les dépenses d'investissement fixe des entreprises ont, elles aussi, considérablement faibli pendant la récession par rapport aux tendances précédentes, comme le montre le graphique ci-contre. Ce fléchissement est certainement dû en partie à l'atonie de la demande globale et à l'accroissement simultané du sous-emploi des capacités de production. Mais là encore, l'inflation a presque certainement exercé un effet de freinage. Effectivement, non seulement elle laisse planer des doutes sur les perspectives d'évolution des ventes, étant donné que les gouvernements peuvent se sentir contraints de prendre des mesures restrictives, mais en outre, dans nombre de pays, la pression des coûts a entraîné une érosion des marges bénéficiaires. Evidemment, une telle évolution est, dans une certaine mesure, habituelle en période de récession, mais dans divers pays la rentabilité était déjà orientée à la baisse quelque temps avant la crise du pétrole. C'est cette circonstance qui conduit certains observateurs à douter que des politiques de stimulation puissent désormais produire les effets qu'elles exercent habituellement sur la production et l'emploi. En d'autres termes, il se pourrait que l'investissement ne réagisse même pas à un accroissement de la demande, tant que la situation fondamentale des coûts et des prix ne se sera pas améliorée. Les incertitudes pesant sur l'évolution des taux de change constituent un autre obstacle. L'insuffisance prolongée et accentuée de la formation de capital fixe par rapport aux valeurs tendanciennes précédentes fait aussi naître de sérieux doutes sur la possibilité de voir la production globale se rapprocher de sa pente antérieure. Cette défaillance peut fort bien se traduire par une réduction des capacités productives du capital installé, du fait notamment que certains des investissements effectués actuellement sont moins liés à l'expansion de l'appareil de production qu'aux nouveaux impératifs de l'environnement ou aux efforts d'adaptation des structures à l'évolution des prix relatifs de l'énergie. Aussi se peut-il qu'on assiste à un certain ralentissement du rythme potentiel de croissance à long terme de la production dans le monde industriel, surtout si la tendance de l'investissement demeure aussi faible.

Aux effets dépressifs de l'excédent de l'OPEP et de l'attentisme du secteur privé en matière de dépenses s'ajoute la réserve manifestée, sous certains aspects, par les pouvoirs publics. Ce n'est pas tellement le désir, exprimé de maintes parts, de ralentir l'expansion des dépenses publiques qui est en cause — l'incidence déflationniste de ce freinage aurait pu être compensée en effet par des allègements fiscaux. Beaucoup plus importante est la modération manifestée à l'égard des dépenses nettes du secteur public, autrement dit des déficits budgétaires. Cette affirmation peut paraître paradoxale

au sortir d'une période marquée par des déficits budgétaires records non seulement en valeur absolue, mais également par rapport au produit national brut. Or, l'excédent des pays producteurs de pétrole et le déséquilibre anormal ex ante dans les autres pays entre l'épargne et l'investissement ont amputé la demande de façon inhabituelle. Seuls les pouvoirs publics semblaient être en mesure de redonner à la demande son ampleur première, mais au prix de très lourds déficits budgétaires. Dans l'esprit des gouvernements comme dans celui du public, cependant, de tels déficits sont intimement liés aux risques d'aggravation de l'inflation. Et de fait, c'est souvent par l'intermédiaire du déficit budgétaire que se produit une création de monnaie susceptible d'engendrer, ou de nourrir, les pressions inflationnistes. Les autorités se sont ainsi trouvées le dos au mur, prises qu'elles étaient entre leur désir de suppléer à la défaillance de la demande et leur réticence à alimenter l'inflation des coûts.

Stratégies retenues il y a un an

Au printemps de 1977, la poursuite de la reprise économique apparaissait fortement tributaire de l'évolution de la conjoncture aux Etats-Unis, au Japon et dans les pays à monnaie forte d'Europe occidentale. Ailleurs, les autorités entreprenaient ou envisageaient d'appliquer une politique de modération, dictée en partie par des considérations extérieures. Dans trois grands pays — Royaume-Uni, France et Italie — d'importants programmes de stabilisation étaient en cours. En Autriche, en Belgique et aux Pays-Bas, l'introduction d'une politique restrictive était estimée nécessaire pour stabiliser le cours de la monnaie par rapport au deutsche mark. Certains pays européens de moindre importance se devaient à tout prix, quant à eux, de réduire le déficit persistant de leurs comptes extérieurs. Hors de l'Europe occidentale, les mêmes impératifs se retrouvaient dans nombre de cas, tant dans les pays avancés que dans ceux en voie de développement.

Du point de vue de l'ajustement global, il importait essentiellement de renverser plus ou moins les rôles divergents joués par divers pays après le relèvement des prix du pétrole. Alors que durant la phase initiale de la crise bien des pays avaient pris des mesures pour soutenir la demande et l'emploi, les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon, guidés par le souci de combattre l'inflation, avaient fortement restreint leur activité économique. Un changement de cap semblait donc s'imposer, et l'on comptait sur les trois grandes puissances économiques pour relancer la demande mondiale et faciliter ainsi les efforts d'ajustement des autres pays.

Bien que contestée dès le début dans certaines sphères, la doctrine des « locomotives » acquit assurément une certaine crédibilité lorsque les pouvoirs publics présentèrent leurs prévisions de croissance de la production en volume pour 1977 (5% environ aux Etats-Unis et en Allemagne, 6,7% au Japon au cours de l'exercice financier). Ces trois pays avaient pris des mesures budgétaires de stimulation, et les responsables de la politique économique avaient affirmé leur résolution de mener au besoin une action complémentaire, de façon à maintenir la production sur la trajectoire à moyen terme souhaitée, conciliant la poursuite d'une croissance modérée avec un ralentissement du rythme de l'inflation.

Au-delà des apparences, toutefois, de profondes différences se faisaient jour tant au niveau de la situation conjoncturelle de ces trois pays que dans leurs

conceptions en matière de politique économique. Aux Etats-Unis, les autorités estimaient que, mis à part la question de la politique énergétique, rien ne s'opposait plus à l'avènement d'une période d'expansion soutenue de la demande. A leurs yeux, les entreprises avaient largement restructuré leur bilan, le rapport coût/prix était redevenu plus ou moins normal, les salaires progressaient à un rythme modéré et la marge de capacités de production inutilisées devait constituer une garantie suffisante contre un réveil de l'inflation. En Allemagne, en revanche, la confiance dans la gestion de la demande était beaucoup plus mesurée, d'une part en raison de la sensibilité des marchés financiers à toute politique délibérée de relance, mais également parce que la question de la hausse des coûts de main-d'œuvre par rapport aux prix dans les années soixante-dix était considérée comme un problème structurel. Aussi, sans nier la nécessité d'améliorer la rentabilité des entreprises et de développer les investissements de ce secteur, les autorités estimaient-elles que toute mesure de stimulation de la demande au-delà d'un certain seuil assez bas reviendrait simplement à accélérer la hausse des prix et des salaires et à faire monter les taux d'intérêt. La seule ligne de conduite permettant d'obtenir une expansion durable consistait donc à mener une action très modérée, dans le cadre d'objectifs monétaires visant à ramener progressivement les prix vers une stabilité totale par l'intermédiaire des mécanismes du marché.

Au Japon, la volonté de stimuler l'économie avait été influencée par le souvenir de l'accès de fièvre inflationniste de la période 1973-74 et par l'existence de problèmes structurels à plus long terme, qui concernaient à la fois les secteurs réel et financier de l'économie. En fait, le souci des Japonais d'ajuster rapidement leur économie à un rythme d'accroissement à long terme plus modeste, inférieur de moitié éventuellement à celui de la tendance antérieure, a amplifié la dépression conjoncturelle et l'excédent des paiements courants. Les mesures de relance prises jusqu'à présent ont été prudemment dosées et n'ont guère eu d'effets immédiats.

La réanimation de la demande pouvait également provenir de sources autres que les trois grandes puissances économiques. Les Pays-Bas et — par comparaison avec les autres pays — la Belgique, bénéficiaient d'une situation solide en matière de balance des paiements courants, et tout accès de faiblesse de leur monnaie n'était que relatif et fonction des exigences requises pour s'aligner sur le deutsche mark au sein du «serpent». La Belgique pratiquait une politique budgétaire modérément expansionniste, visant notamment à stimuler des investissements languissants, tandis qu'aux Pays-Bas l'action des autorités était entravée par le souci constant de réduire l'importance relative du secteur public et de mieux maîtriser l'expansion du crédit. La Suisse, de son côté, disposait d'un excédent courant très confortable, mais, comme le chômage était peu élevé, les autorités helvétiques ont considéré que ce surplus était de nature essentiellement structurelle et échappait à l'influence de la régulation de la demande. L'Allemagne et le Japon estimaient également, dans une certaine mesure, que leur excédent extérieur revêtait un caractère fondamental.

Dans d'autres pays, qui pour beaucoup accumulaient d'importants déficits extérieurs depuis plusieurs années, l'heure était aux mesures restrictives.

Après avoir mis sur pied un vaste programme comportant quatre volets — fixation d'un objectif monétaire, compression des dépenses publiques, application d'une politique des revenus et conclusion d'accords internationaux de soutien financier — le Royaume-Uni est parvenu à réduire efficacement la dépense intérieure. Malgré

un fléchissement de la production industrielle pendant l'année et un brusque renversement de la position de la balance des paiements, la priorité a continué d'être donnée à la lutte contre l'inflation. L'octroi d'allègements fiscaux proposés dans le budget de mars 1977 a été plus ou moins subordonné à la poursuite de la modération sur le front des salaires.

En Italie également, la production s'orientait déjà à la baisse au printemps de 1977, sous l'effet des mesures restrictives prises antérieurement. Ces dispositions portaient notamment sur des relèvements d'impôts et des majorations de tarifs de certains services publics, ainsi que sur la mise en vigueur d'un plan d'épargne obligatoire, alimenté par les augmentations de rémunérations au-delà d'un certain niveau, assez modeste il est vrai. En même temps, quelques aménagements étaient apportés au système en vigueur en matière d'indexation des salaires et, pour encourager les investissements, la part des cotisations de sécurité sociale laissée à la charge des entreprises était encore réduite.

En France, la stratégie appliquée au printemps de 1977 en matière de politique économique était toujours, dans ses grandes lignes, celle qui avait été définie dans le programme de lutte contre l'inflation lancé en septembre de l'année précédente. Ce programme (connu sous le nom de «Plan Barre») comprenait principalement les éléments suivants: fixation d'un objectif de croissance monétaire pour l'année 1977, durcissement de la politique budgétaire assorti de certaines mesures de stimulation de l'investissement public et privé, blocage partiel des prix et application d'une politique des revenus comportant des recommandations concernant les rémunérations, tant du secteur public que du secteur privé. Au début de 1977, comme la situation s'améliorait sur le front des prix mais que la croissance de la production se ralentissait, les autorités ont pris des mesures budgétaires, d'une portée limitée certes, pour soutenir l'investissement et la consommation.

Dans divers autres pays industriels, la persistance d'importants déficits extérieurs et la poursuite de l'inflation avaient obligé les pouvoirs publics à maintenir ou à durcir leur politique restrictive. En Finlande, le programme rigoureux de resserrement monétaire et budgétaire de 1976 a été reconduit en 1977. Le Danemark et l'Autriche avaient eux aussi adopté une attitude plus stricte en matière monétaire et budgétaire, tandis que la Norvège renforçait sa politique de resserrement monétaire. Au Canada, en revanche, à la suite de l'abaissement de l'objectif de croissance monétaire, une orientation plus expansionniste était imprimée à la politique budgétaire et l'investissement industriel fut quelque peu stimulé. La Suède, qui appliquait depuis longtemps des mesures destinées à soutenir la demande interne, a également continué de suivre une politique relativement stimulante. Parmi les pays d'Europe méridionale, l'activité économique en Espagne, au Portugal et en Grèce est demeurée soumise à l'influence des politiques adoptées en vue de freiner l'inflation et de réduire les déficits considérables des paiements extérieurs.

Divergence des comportements

Si l'évolution de l'activité économique au cours de l'année écoulée a été encourageante dans certains cas particuliers, l'horizon s'est, dans l'ensemble, assombri quelque peu. La situation a surtout été caractérisée par les efforts vigoureux déployés

par un grand nombre de pays déficitaires à taux d'inflation élevé pour poursuivre leurs objectifs de stabilisation et d'ajustement. Rétrospectivement, on peut se demander si, compte tenu des éléments de faiblesse inhérents à cette situation dictée par des considérations tant internes qu'externes, un effet d'entraînement, même exceptionnellement puissant, des pays les plus forts eût permis de maintenir la demande mondiale sur une trajectoire franchement ascendante. Il n'en reste pas moins que l'incapacité de ces pays, à l'exception des Etats-Unis, de fournir un stimulant plus actif à la demande mondiale a certainement joué un rôle déterminant dans le ralentissement sensible de la croissance réelle.

L'appréciation de diverses monnaies par rapport au dollar EU a été l'un des facteurs dépressifs. Cette hausse, qui conduisait, au moins à court terme, à une amputation des marges bénéficiaires des industries exportatrices de quelques pays d'Europe occidentale ainsi que du Japon, a ébranlé une fois de plus la confiance des chefs d'entreprise et fait planer des doutes sur les perspectives d'investissement. Pour les Etats-Unis, cette situation soulevait en outre des questions épineuses. Etant donné le rôle international du dollar et l'absence persistante de politique énergétique efficace, le propre intérêt des Etats-Unis à long terme commandait-il de faire passer l'expansion interne avant la stabilité monétaire internationale? D'autre part, dans la mesure où il était possible de parvenir à un compromis entre ces deux objectifs, où se situaient les intérêts des autres pays?

L'évolution économique et financière en 1977-78 a été décrite en détail au Chapitre II. On peut rappeler en quelques mots qu'aux Etats-Unis la reprise conjoncturelle s'est opérée selon un schéma tout à fait classique. Malgré la gravité et la durée de la récession, les facilités d'accès au crédit ont apporté un vigoureux soutien à la construction de logements et aux dépenses en biens de consommation durables, cependant que des signes d'une saine reprise des investissements en capital fixe des entreprises se manifestaient enfin. En Allemagne, par contre, sous l'effet du laminage continu des marges bénéficiaires, de la faiblesse inattendue des marchés étrangers, de l'apparition de difficultés d'organisation dans le lancement de projets d'investissement en matière énergétique ainsi que de la poursuite des efforts de consolidation du budget, le rythme de l'expansion a été inférieur aux prévisions. Au Japon, alors que les perspectives de croissance s'étaient radicalement modifiées et que les chefs d'entreprise se trouvaient en présence de capacités de production largement excédentaires et de stocks considérables, la modération de la politique budgétaire et l'appréciation du taux de change se sont traduites par une faiblesse persistante de la demande interne, en dépit du vif essor des exportations. Dans la quasi-totalité des autres pays, où l'orientation des politiques était plus ou moins restrictive et où la demande étrangère tendait à s'affaiblir, la progression de la production s'est ralentie ou s'est nettement inscrite en baisse.

L'analyse de cette situation met surtout en évidence un fait bien connu: la situation de la balance des paiements courants reste toujours extrêmement sensible aux modifications relatives de la demande interne. Afin de replacer cette constatation dans une perspective plus longue, le tableau de la page 54 retrace l'évolution de la demande interne réelle, ainsi que celle des exportations et importations de biens et de services en volume, pour chacun des trois derniers cycles conjoncturels de quatre années, à peu près comparables à l'échelle internationale dans leur déroulement. Les pays sont

Les différents types d'expansion cyclique et l'ajustement externe*

Pays	Croissance réelle									Balance des paiements courants	
	de la demande interne			des exportations de biens et services			des importations de biens et services			1973	1977
	1965-69	1969-73	1973-77	1965-69	1969-73	1973-77	1965-69	1969-73	1973-77		
taux annuels composés, en %										en milliards de dollars EU	
Japon	11,4	9,4	1,6	15,5	11,8	13,1	15,3	13,7	3,3	-0,1	11,0
Suisse	3,5	4,7	-2,1	11,8	6,8	3,4	9,0	9,2	0,7	0,3	3,7
Italie	6,2	4,9	0,5	11,8	7,1	8,2	13,3	9,9	1,2	-2,7	2,3
Finlande	3,3	6,4	0,7	10,1	7,2	1,1	5,1	8,8	-0,6	-0,4	-0,2
Espagne	6,2	6,8	2,0	13,0	13,5	4,5	8,0	10,9	0,8	0,6	-2,3
Royaume-Uni	1,9	4,0	-1,4	6,6	6,4	4,1	5,1	8,0	0,8	-2,2	0,0
Danemark	5,1	3,6	0,9	7,0	7,6	2,6	7,6	8,0	0,9	-0,5	-1,6
France	6,2	5,5	2,5	10,3	13,5	6,0	13,8	11,8	4,6	-0,7	-3,2
Allemagne fédérale	3,5	4,4	1,5	10,3	7,8	4,8	7,3	8,6	5,4	4,3	3,9
Pays-Bas	5,5	4,0	2,5	9,9	11,8	1,8	9,9	9,2	1,9	2,4	0,3
Belgique	4,4	5,5	2,7	9,9	10,9	3,9	10,2	10,6	4,4	1,2	-0,3
Australie	4,9	4,8	2,7	8,1	7,0	3,7	4,3	6,0	4,6	0,5	-2,7
Autriche	3,8	7,0	3,3	8,8	11,9	3,8	6,4	14,0	5,4	-0,4	-3,0
Canada	5,3	5,7	3,6	11,4	7,6	2,2	10,1	7,6	4,2	0,0	-4,0
Etats-Unis	4,2	3,3	1,9	6,2	8,8	2,8	11,6	5,9	2,4	-0,4	-20,2
Suède	3,6	1,7	1,9	8,4	9,9	0,5	7,5	5,7	4,1	1,2	-3,3
Norvège	3,8	5,3	5,4	8,6	6,2	5,1	6,2	8,2	6,4	-0,3	-4,9

* Les pays sont classés en fonction de l'écart qui sépare les taux de croissance annuels de la demande interne au cours de la période 1973-77 et les taux de croissance correspondants enregistrés pendant les années 1965-73.

répartis en trois groupes; ces groupes, ainsi que les pays qui les composent, sont classés en fonction de l'écart qui intervient entre les taux de croissance moyens composés de la demande interne dans chacun de ces pays au cours du cycle 1973-77 et les moyennes correspondantes enregistrées pendant les années 1965-73.

Les chiffres du tableau permettent d'illustrer deux constatations importantes. D'une part, les différences notées d'un pays à l'autre dans les résultats de la croissance économique ont été, à tout le moins, encore plus faibles au cours de la période 1973-77 que durant les cycles précédents. Ainsi, malgré l'effet d'isolement que l'on attribue aux taux de change flottants, les phénomènes de contagion affectant l'économie réelle (par opposition à la transmission des incidences financières) semblent agir à peu près comme auparavant, et la récession s'est véritablement diffusée partout. En revanche, les écarts qu'ont enregistrés les divers pays dans l'évolution de la croissance *par rapport à leurs propres résultats antérieurs* paraissent avoir été une des raisons majeures de la divergence d'évolution des déséquilibres extérieurs.

Un examen plus attentif de ce dernier point révèle que le premier groupe est constitué de pays dans lesquels le recul de la demande interne en 1973-77 a été le plus marqué par rapport aux résultats antérieurs. En même temps, dans tous ces pays le volume des exportations s'est fortement accru par rapport à celui des importations, ce qui donne à penser que la faiblesse relative de la demande interne a permis d'améliorer les exportations nettes aux dépens des autres pays. Le Danemark, la France, l'Italie et le Royaume-Uni figurent évidemment dans ce groupe, pour la bonne raison que leur balance des paiements courants accusait déjà un déficit élevé avant même le relèvement des prix du pétrole. En outre, ces pays, de même que l'Espagne et

la Finlande, ont en général été durement touchés par les modifications des termes de l'échange postérieures à 1973. Mais, considérée sur le plan international, la présence du Japon en tête de ce groupe et, à son échelle plus modeste, de la Suisse paraît pour le moins déconcertante. Ces deux pays pourraient faire valoir que des facteurs structurels ainsi qu'un changement radical des perspectives de croissance en sont la raison essentielle.

A l'autre extrémité du tableau, le troisième groupe est formé de pays où la demande interne est restée relativement dynamique sur l'ensemble des années 1973-77, sous l'effet bien souvent d'une action délibérée de la part des autorités. Les Etats-Unis n'ont certes rejoint que tardivement ce groupe, par suite de l'expansion vigoureuse de leur économie qui s'est étalée à peu près sur les douze derniers mois de la période. Dans tous ces pays, la balance des paiements courants s'est fortement détériorée entre 1973 et 1977.

Dans le groupe intermédiaire se trouvent l'Allemagne, les Pays-Bas et la Belgique, qui ont vu leur excédent courant diminuer légèrement entre 1973 et 1977. Ainsi, comme l'évolution de la demande interne s'est généralement rapprochée de la moyenne internationale, leurs comptes extérieurs n'ont enregistré que de faibles variations nettes. Il est intéressant de noter qu'en Allemagne la demande d'importations de biens et de services a fait preuve d'une très grande élasticité par rapport aux prix et qu'en fait ce pays a dépassé, en 1973-77, la plupart des autres en ce qui concerne la croissance des importations en volume. Mais, comme les exportations y ont aussi connu un vif essor, l'excédent extérieur n'a que modérément fléchi. Pour la Belgique et les Pays-Bas, dont les taux d'inflation ont été supérieurs à ceux de l'Allemagne, l'appartenance au « serpent » a contraint les autorités à appliquer des politiques monétaires relativement restrictives au cours des années 1973-77.

On reste en définitive quelque peu perplexe à la lecture des résultats de ce tableau. Face à la crise pétrolière, qui a elle-même affecté diversement chaque pays, les autorités nationales ont réagi de manière fort différente au niveau de l'économie interne; il en est résulté un large éventail d'excédents et de déficits extérieurs. Ces disparités sont-elles plus ou moins profondément ancrées dans les structures économiques, financières et institutionnelles des pays concernés? Ou bien résultent-elles simplement des diversités de comportement et de différences entre les priorités retenues par les autorités responsables? On a mis sur le compte de la trop grande rigidité du système de Bretton Woods son incapacité de faire face aux comportements fort différents des divers pays. Mais, même sous un régime de taux de change flexibles, l'existence d'écarts importants entre les positions extérieures a soumis maints pays déficitaires à de considérables tensions, qui ont commencé à saper les fondements de la liberté des échanges et des paiements internationaux.

Nouvelles approches et orientations actuelles de la politique économique

L'évolution conjoncturelle au cours de l'année écoulée a suscité de la part des autorités une série de prises de position nouvelles, décrites au Chapitre II, et préparé la voie à l'adoption de mesures complémentaires. La dernière phase de contraction est déjà bien avancée, et la question se pose de savoir si la situation est à présent suffisamment assainie pour permettre un redressement assez général de l'activité économique,

accompagné d'une amélioration des positions extérieures et d'une évolution modérée des prix. La réponse à cette question réside essentiellement dans les orientations et les attitudes adoptées actuellement par les responsables de la politique économique des principaux pays industrialisés.

Cette réponse est loin d'être simple. Si l'objectif commun de tous ces pays est bien de parvenir à un niveau d'emploi satisfaisant et – selon les possibilités de chacun – à une croissance soutenue de l'activité économique, les divergences fondamentales subsistent cependant quant aux *moyens d'action* qui se prêtent le mieux à l'obtention de ces résultats. Certains soulignent la nécessité à court terme de réduire le chômage en recourant aux stimulants traditionnels de « gestion de la demande » dosés de façon à accélérer la croissance. D'autres, en revanche, qui insistent plutôt sur le besoin d'accorder à l'économie un répit lui permettant de se remettre de plusieurs années de forte inflation et de l'accumulation de distorsions structurelles, estiment que les pouvoirs publics ne disposent que d'une marge de manœuvre étroite pour stimuler délibérément la demande. La diversité persistante des résultats enregistrés d'un pays à l'autre, tant sur le plan interne qu'à l'échelle internationale, reflète l'influence respective de ces conceptions opposées sur les politiques nationales.

En ce qui concerne les Etats-Unis, les autorités ont considéré qu'une vigoureuse expansion de la demande s'imposait pour réduire le chômage, accroître la rentabilité des entreprises et encourager ces dernières à développer davantage leurs investissements en capital fixe. Profitant d'une vive reprise dans le secteur privé et de la relative modicité du déficit global du secteur public par rapport aux autres pays, le gouvernement s'est efforcé de doser ses moyens d'action de façon à assurer une progression d'environ 4½ à 5% du volume de la production en 1978 et 1979. En janvier 1978, un programme d'allègements fiscaux a été présenté, axé principalement sur la stimulation des investissements, afin de compenser l'incidence de l'inflation sur la ponction fiscale et l'effet du relèvement des cotisations de sécurité sociale. Un programme de modération volontaire des revenus a ensuite été décidé, fixant à 5½% le taux maximum d'accroissement des traitements et rémunérations dans l'administration centrale et assignant une norme destinée à contenir les hausses des salaires et des prix dans le secteur privé. Or, comme une accélération s'est récemment produite dans ce domaine, à partir d'un rythme de progression déjà rapide, les responsables de la politique économique des Etats-Unis en sont venus à se demander si une réduction des impôts de cette importance était compatible avec la nécessité de mieux maîtriser l'inflation.

En Allemagne, diverses mesures ont été prises au printemps et au cours de l'été de 1977 afin de stimuler les investissements publics et privés. Cette action fut suivie au mois de septembre, lors de la présentation du budget de 1978, d'un vaste programme de relance, comportant notamment un accroissement substantiel du déficit financier du secteur public en 1978. Le déficit prévu, bien que notablement plus important qu'aux Etats-Unis par rapport au produit national brut, doit être évalué en fonction des taux élevés de l'épargne privée; il n'en demeure pas moins qu'il a fortement entravé l'action ultérieure des autorités. De plus, l'objectif essentiel étant toujours de réduire – voire de résorber – l'inflation, les autorités se sont cantonnées dans l'attentisme jusqu'à ce que les dernières mesures portent leurs fruits. Leur attitude

repose essentiellement sur l'hypothèse qu'une politique de régulation de la demande modulée en fonction de l'évolution des prix permettra à la fois de freiner l'inflation et de modifier les rapports coûts/prix de façon à stimuler l'investissement. Si ce dernier espoir peut paraître optimiste, étant donné que les rapports coûts/prix ont parfois un comportement tout à fait autonome, les autorités allemandes l'estiment néanmoins plus réaliste qu'une action visant à développer l'investissement par le biais d'une réactivation de la demande.

Au Japon, les pouvoirs publics sont de plus en plus conscients que leurs problèmes conjoncturels et extérieurs ont encore été compliqués par le passage tardif et soudain d'un taux de croissance très élevé à un rythme plus modéré — même si cet infléchissement peut sembler justifié en tant qu'objectif à long terme. Au cours de ces dernières années, la croissance de la demande interne n'étant plus que l'ombre d'elle-même, les entreprises n'ont guère été enclines à investir, d'autant qu'il leur fallait assumer les charges de leur lourde dépendance à l'égard des fonds empruntés et du système de « l'emploi à vie ». Quoi qu'il en soit, étant donné la facilité avec laquelle la production de biens d'équipement peut être réorientée du marché interne vers les débouchés extérieurs, la faiblesse même de la demande de biens d'investissement a rendu l'économie plus tributaire des exportations. Dans ces conditions, les autorités ont intensifié leur action de stimulation de la demande interne, sous la forme essentiellement d'un accroissement des dépenses publiques et d'un abaissement des taux d'intérêt, tout en maintenant cependant leur refus d'accorder d'importants allègements fiscaux.

L'objectif du Japon est d'atteindre un taux de croissance de 7% de la production en termes réels au cours de l'exercice 1978-79, tandis que l'Allemagne prévoit pour la fin 1978 une progression d'environ 4½% de sa production en rythme annuel. Toutefois, la hausse du taux de change de la monnaie de ces deux pays jette une ombre inquiétante sur ces perspectives.

Pour les pays qui participent (ou sont étroitement liés) au « serpent », une accélération de la croissance en Allemagne atténuerait, sans les éliminer toutefois, les contraintes qui pèsent sur l'action ultérieure des autorités. En Autriche, au Danemark et en Norvège, les déficits des paiements courants ont atteint une ampleur inhabituelle, et le recours à des politiques rigoureuses s'impose toujours. En Belgique et aux Pays-Bas, en revanche, des progrès considérables ont été accomplis dans la lutte contre l'inflation, et, à l'automne dernier, les autorités néerlandaises ont présenté un projet de budget modérément expansionniste pour 1978. Dans ces deux pays, cependant, les pouvoirs publics se trouvent gênés par des difficultés structurelles. Les Pays-Bas, où les exportations de gaz naturel exercent depuis plusieurs années une incidence favorable sur la balance des paiements, se ressentent de la perte de compétitivité de leurs exportations traditionnelles. Un autre problème, étroitement lié à ces préoccupations, est posé aux autorités par la redistribution prolongée en faveur des revenus salariaux et au détriment des bénéficiaires; ce processus est encore amplifié par l'attitude des travailleurs devant le niveau d'imposition élevé qu'il a fallu appliquer aux revenus du travail pour financer le montant considérable des transferts sociaux. En Belgique, les problèmes structurels se présentent plutôt sous la forme d'ajustements imposés par les industries en perte de vitesse, notamment la métallurgie et l'industrie textile.

En Suisse, aucune mesure de relance n'a été prise; les autorités ont simplement modulé les objectifs monétaires de façon à permettre un certain redressement de la production réelle, et de fait une reprise conjoncturelle, d'une ampleur modérée, semble s'être amorcée au cours de l'année écoulée. Toutefois, étant donné la perspective d'un ralentissement tendanciel de la croissance, dû en partie à la réduction draconienne intervenue précédemment dans la capacité de production du secteur de la construction et à l'exode des travailleurs étrangers, les autorités ont tendance à penser que l'excédent considérable de la balance des opérations courantes revêt un caractère essentiellement structurel.

Si l'on examine à présent les pays «en convalescence», on constate que le revirement le plus remarquable s'est peut-être produit au Royaume-Uni; ce redressement est surtout dû aux mesures de stabilisation appliquées voici un an, mais également en partie à la ténacité du gouvernement qui, pour la troisième année de suite, applique une politique de modération des prix et des salaires. L'inflation demeurant une source essentielle de préoccupation, les autorités ont choisi, à l'automne de 1977, de laisser le taux de change s'apprécier plutôt que de courir le risque de compromettre leur objectif monétaire. Plus récemment, l'amélioration de la situation des paiements extérieurs et la persistance d'un chômage élevé ont incité les pouvoirs publics à prendre des mesures de relance budgétaire, mais de nouvelles inquiétudes motivées par l'éventualité d'une accélération de l'expansion monétaire et par les perspectives d'évolution de la balance des paiements ont quelque peu tempéré cette résolution. L'accent a été mis presque exclusivement sur un allègement de la fiscalité visant à encourager les incitations au travail et à asseoir plus solidement la politique de modération continue des rémunérations.

Dans trois autres pays – en Espagne, en France et en Italie – les politiques de stabilisation se sont traduites par une amélioration notable des comptes extérieurs. En fait, il semble que les autorités pourraient assouplir quelque peu l'orientation de leur politique au cas où la demande étrangère viendrait à augmenter. En même temps, le taux d'inflation reste très élevé, particulièrement en Espagne et en Italie, de sorte que les contraintes internes continueront d'entraver toute action de relance. Tous ces pays prévoient que la croissance restera en deçà des possibilités de leur appareil productif. En Italie, les tendances défavorables qui se manifestent sous la forme d'un alourdissement du fardeau des dépenses publiques, d'une augmentation de la part des revenus du travail et d'une sévère érosion des marges bénéficiaires des entreprises sont autant de symptômes de l'existence d'un problème structurel plus important. Qui plus est, l'Espagne, l'Italie et d'autres pays d'Europe méridionale voient leur problème du chômage s'aggraver du fait du retour des travailleurs émigrés touchés par le ralentissement actuel du rythme de croissance des pays européens qui les avaient accueillis.

Valeur des instruments et des choix en matière de politique économique

Au cours de ces dernières années, l'efficacité des instruments traditionnels de régulation de la politique économique a soulevé de nombreuses controverses et fait naître maintes désillusions, notamment en ce qui concerne le recours délibéré aux politiques monétaire et budgétaire. Il est, entre autres, reproché aux politiques volontaristes de stimulation à court terme de tendre à privilégier la production, l'emploi et

la redistribution des revenus au détriment de la stabilité des prix et de la rentabilité des entreprises. On objecte également que les responsables de la politique économique commettent trop souvent des erreurs d'appréciation dans le choix du moment de leur action, de sorte que les moyens mis en œuvre ont en fait tendance à renforcer le mouvement cyclique. On fait valoir, en outre, que les éléments constitutifs des marchés des marchandises, du travail et des capitaux sont devenus de plus en plus sensibles aux conséquences des changements de politique économique. De ce fait, ils tendent à réagir, soit aux modifications effectives des conditions du marché, soit par anticipation à de tels changements, d'une façon qui affecte les prix, les salaires et les taux d'intérêt plutôt que la production réelle et l'emploi. Il est indéniable que tous ces points de vue comportent une bonne part de vérité, particulièrement avec les marchés supérieurement organisés que nous connaissons aujourd'hui. Il n'est donc pas surprenant que les autorités nationales expérimentent des techniques nouvelles, à l'effet d'accroître l'efficacité de leur action.

Objectifs monétaires, taux d'intérêt et taux de change. Les récentes années ont été caractérisées notamment par un recours de plus en plus étendu à des objectifs monétaires annoncés publiquement. Si l'origine de cette pratique est en partie due à l'attention croissante accordée durant les années soixante aux agrégats monétaires, son adoption a surtout été dictée, en fin de compte, par la vive poussée inflationniste et la montée progressive du chômage au cours des années soixante-dix. Les objectifs ont fourni aux autorités monétaires le cadre prévisionnel dont elles avaient besoin pour ramener graduellement leurs économies à des taux d'inflation inférieurs tout en réduisant le chômage. A cet égard, la fixation d'objectifs monétaires s'est parfaitement harmonisée avec la stratégie du «gradualisme» visant à freiner les anticipations inflationnistes et à résoudre petit à petit les problèmes d'inadaptation structurelle. De plus, indépendamment du fait que les objectifs étaient facilement compréhensibles pour le public, qui était à même de saisir le lien existant entre une création monétaire excessive et l'inflation, ils pouvaient également constituer un facteur d'auto-discipline pour les banques centrales et les autorités financières. Les Etats-Unis, l'Allemagne fédérale, la Suisse, l'Italie, l'Espagne et le Canada ont été parmi les premiers à assigner des objectifs aux agrégats monétaires. La France et le Royaume-Uni les ont ensuite adoptés — en les insérant, dans un premier temps, dans des programmes de stabilisation de portée plus vaste.

En ce qui concerne l'incidence exercée sur les anticipations, l'un des buts essentiels fixés aux objectifs monétaires a été de permettre d'infléchir l'évolution des salaires, des prix et de la production. Ainsi, en s'engageant à l'avance à respecter un objectif de croissance monétaire, les autorités responsables définissent en fait les limites à l'intérieur desquelles les salaires et les prix pourront augmenter sans compromettre la concrétisation des espérances en ce qui concerne les gains de production en termes réels. Dans la pratique, les objectifs ont été généralement fixés en tenant compte d'une certaine persistance de l'inflation, à un rythme décroissant toutefois, ainsi que de variations intervenant dans la productivité, dans l'utilisation des capacités de production, voire dans la vitesse de circulation de la monnaie. Ils ont donc joué, dans une certaine mesure, le rôle d'une politique des revenus, ou ont permis d'étayer une telle politique, en ce sens qu'ils font endosser par les salariés et les chefs d'entreprise la responsabilité d'un

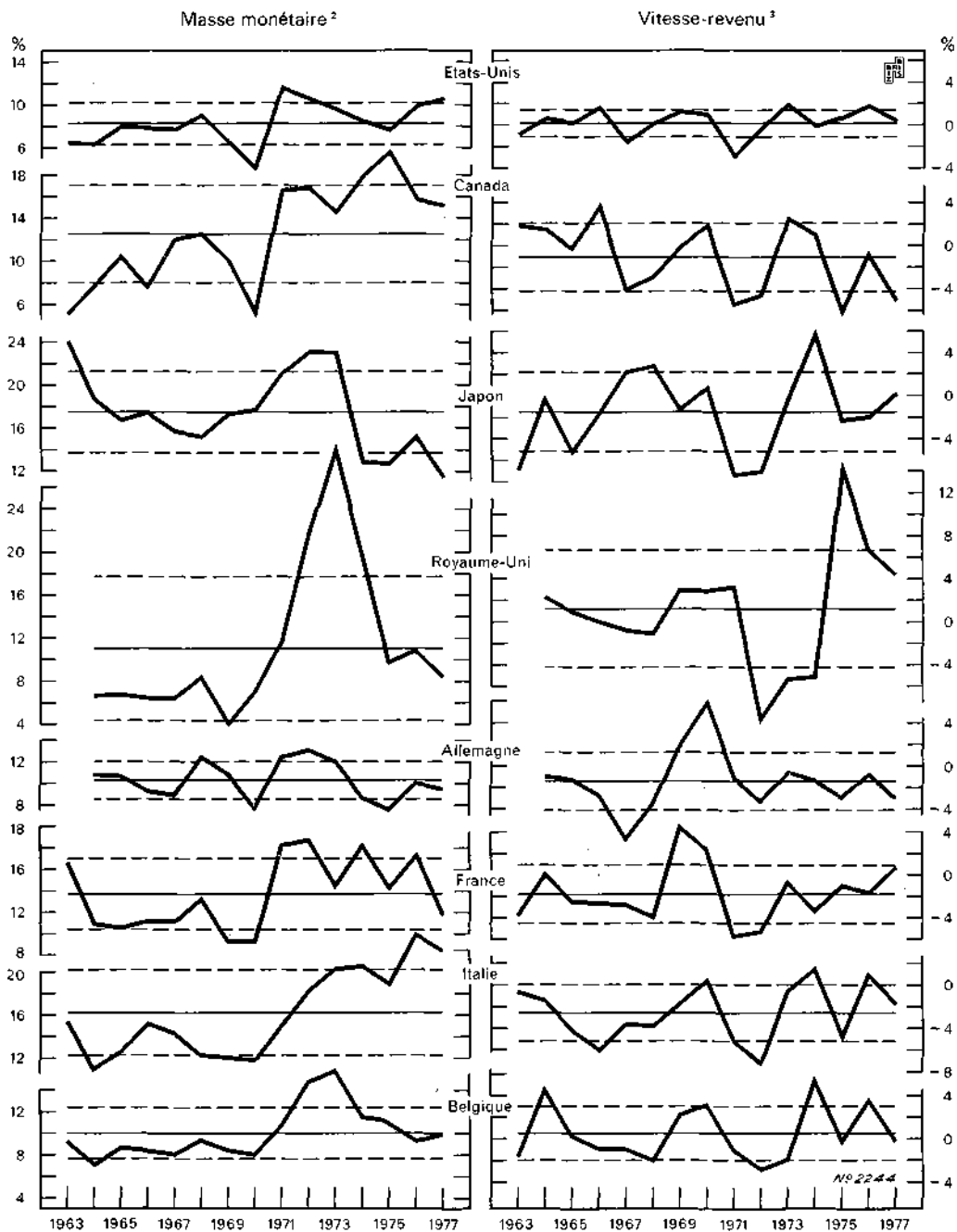
comportement incompatible avec les objectifs et ayant pour conséquence une réduction de la production réelle et du niveau de l'emploi.

Etant donné que les objectifs officiels constituent un engagement à terme, un écart entre la croissance de la masse monétaire et la trajectoire fixée tend à perturber les marchés, et produit des effets dommageables sur le plan de l'inflation et des taux de change. Par contre, la stricte observation de la trajectoire se justifie d'autant mieux que l'évolution de la vitesse-revenu (ou demande de monnaie) est relativement stable. Or, cette stabilité, comme il sera précisé ci-après, est l'objet d'une vive controverse. Les autorités peuvent donc se trouver partagées entre le désir d'obtenir une croissance plus stable de la masse monétaire en se conformant aux objectifs et la tentation de s'en écarter à court terme parce qu'elles ont cru déceler des modifications de la demande de monnaie ou qu'elles veulent accorder davantage d'importance aux taux d'intérêt et aux taux de change, par exemple. Certains pays s'efforcent de se ménager une marge de manœuvre plus grande en adoptant pour la croissance monétaire des «fourchettes» plutôt que des objectifs spécifiques (ainsi les Etats-Unis, le Canada et le Royaume-Uni), mais, aux yeux du marché, cette attitude représente un moyen terme laissant planer des doutes sur le comportement monétaire.

Au cours de l'année passée, les autorités monétaires de divers pays ont en outre jugé bon de prendre quelque distance par rapport aux objectifs déclarés. Aux Etats-Unis, la croissance de M_1 en 1977 a dépassé la plupart du temps la limite supérieure de la fourchette, les autorités ayant en partie satisfait un accroissement évident de la demande de monnaie, considéré comme un retour à la normale après le fléchissement inattendu survenu auparavant. Quant à savoir si ce dépassement a contribué de façon significative à la dépréciation concomitante du dollar, il est difficile de répondre de façon claire et nette à cette question. Toujours est-il que les autorités allemandes et suisses n'ont alors pratiquement eu d'autre choix que d'intervenir massivement pour freiner l'appréciation de leur propre monnaie. De ce fait, l'expansion de la monnaie de banque centrale en Allemagne a suivi une trajectoire qui s'est située bien au-dessus de la pente de croissance conforme à l'objectif, et l'expansion monétaire s'est fortement accélérée en Suisse au début de 1978. Au Royaume-Uni, en revanche, les autorités ont décidé en octobre 1977 de renoncer à l'objectif qu'elles s'étaient fixé en matière de taux de change, pour des raisons tenant à la compétitivité des secteurs de l'industrie autres que l'activité pétrolière, afin de pouvoir maintenir l'évolution de la masse monétaire à l'intérieur de la fourchette choisie.

Faut-il en conclure que les autorités monétaires adoptent, ou devraient adopter, une attitude plus souple concernant le respect des objectifs monétaires? Dans certains cas, on peut répondre par l'affirmative. Il est bon de rappeler que quelques pays — essentiellement ceux de moindre importance — ont expressément rejeté le recours aux objectifs, soit parce qu'ils sont convaincus que la demande de monnaie est intrinsèquement instable, soit qu'ils considèrent que la stabilité des prix passe plutôt par celle du taux de change, ou pour les deux raisons à la fois. C'est ainsi que parmi les pays dont les monnaies sont liées au deutsche mark au sein du système européen de flottement concerté, un seul — les Pays-Bas — applique une norme monétaire, et ce sous forme d'un ratio de liquidité interne plutôt que d'un objectif monétaire proprement dit. Les autorités japonaises estiment, quant à elles, qu'on ne peut pas prédire

Variabilité de la masse monétaire et de la vitesse-revenu¹
Variations annuelles, en %



¹ La ligne horizontale continue indique les variations annuelles moyennes (en %), sur l'ensemble de la période, de la masse monétaire et de la vitesse de circulation de la monnaie respectivement, tandis que les lignes discontinues de part et d'autre de la ligne horizontale montrent la marge correspondant à l'écart type de ces variations. ² M₂ pour l'Allemagne fédérale et le Royaume-Uni; M₁ pour tous les autres pays. Chiffres établis sur la base de données moyennes annuelles provenant de sources nationales. ³ Rapport du produit national brut au stock de monnaie moyen.

avec suffisamment de précision la demande de monnaie pour justifier la publication d'un objectif de croissance monétaire.

En revanche, les pays qui ont adopté des objectifs monétaires ont constaté leur utilité dans la lutte contre l'inflation et continueront donc très probablement à y recourir. A présent que la hausse des prix a été en général bien freinée, on peut se demander si le strict respect des objectifs ne perd pas un peu de son poids. En d'autres termes, dans des circonstances plus proches de la normale, une plus grande souplesse dans l'application des objectifs peut s'avérer nécessaire pour tenir compte des variations inattendues de la vitesse de circulation de la monnaie et du désir d'accroître la stabilité du taux de change.

L'un des points qui retiennent l'attention est la stabilité de la demande de monnaie. Dans le graphique de la page 61, le cadre de gauche indique les variations annuelles, exprimées en pourcentage, de la masse monétaire au sens large et celui de droite les variations correspondantes de la vitesse de circulation de la monnaie en fonction du revenu, c'est-à-dire le rapport du produit national brut au stock de monnaie. La vitesse-revenu, qui représente la rotation moyenne de la monnaie par rapport à la production finale, est étroitement liée à la demande de monnaie, bien qu'elle ne tienne pas compte de l'incidence automatique des taux d'intérêt et de certains autres facteurs. Si l'on considère cependant la vitesse-revenu comme un indicateur approximatif et qu'on fasse abstraction des questions relatives à son évolution tendancielle, il apparaît à l'évidence que la demande de monnaie est sujette dans le temps à des fluctuations sensibles, dont l'intensité varie d'un pays à l'autre. En fait, la vitesse-revenu semble être nettement plus stable aux Etats-Unis que dans les autres pays. Mais même aux Etats-Unis, son instabilité a posé des problèmes lorsqu'il s'est agi de fixer les objectifs monétaires. C'est pourquoi il peut arriver parfois que le strict respect des objectifs monétaires revête sur une courte période un caractère déstabilisant.

Les perturbations externes qui affectent les taux de change peuvent également influencer dans le court terme l'attitude des autorités à l'égard des objectifs monétaires. En Suisse, les autorités ont toujours clairement fait entendre que la nécessité de modérer l'évolution du taux de change devait parfois passer avant le contrôle du stock de monnaie. C'est cette préoccupation qui, tant en Suisse qu'en Allemagne, semble avoir

Variations de la masse monétaire et de la vitesse-revenu, 1963-77

Pays	Taux de croissance moyen		Ecart type	
	Mz ¹	Vitesse-revenu ²	Mz	Vitesse-revenu
en %				
Etats-Unis	8,3	0,14	1,91	1,26
Belgique	10,0	0,48	2,37	2,50
Italie	16,3	- 2,64	4,20	2,64
France	13,7	- 1,79	3,28	2,64
Allemagne fédérale	10,3	- 1,51	1,72	2,73
Canada	12,5	- 1,10	4,55	3,19
Japon	17,5	- 1,60	3,78	3,67
Royaume-Uni	11,0	1,18	6,62	5,46

¹ Mz pour l'Allemagne fédérale et le Royaume-Uni. ² Rapport du produit national brut au stock de monnaie annuel moyen.

souvent guidé l'action des autorités depuis l'automne dernier. Au Royaume-Uni, en revanche, où la maîtrise de l'inflation reste toujours au centre des problèmes économiques, les objectifs monétaires ont pris le pas, à l'automne dernier, sur les considérations de taux de change. Aux Etats-Unis, par contre, une observation plus stricte des objectifs monétaires l'an passé n'aurait pas été incompatible avec la nécessité de conférer davantage de stabilité au cours de change.

Politique budgétaire. Devant l'affaiblissement de l'activité économique survenu l'an passé, certains pays et non des moindres, comme le Japon et l'Allemagne fédérale, ont adopté de nouvelles mesures de relance. Mais l'intensité des stimulants contenus dans les programmes mis en œuvre reflète, là encore, l'existence de différences fondamentales dans les attitudes et les priorités des diverses autorités de ces pays.

Qu'il y ait eu à l'origine un choix délibéré ou que l'on se soit trouvé en présence d'une évolution inattendue, la politique budgétaire a pris dans de nombreux pays une orientation plus restrictive à la fin de 1976 et durant la majeure partie de 1977. Ce resserrement est illustré par le tableau ci-dessous, qui fait apparaître, dans la plupart des pays, un ralentissement sensible de l'accroissement réel des dépenses publiques et une contraction des besoins de financement nets de l'Etat. Pour des raisons déjà évoquées, celles qui concernent notamment l'inflation et l'ajustement externe, il est difficile de généraliser à partir de cette tendance. Un examen plus approfondi révèle toutefois que les autorités font preuve de plus en plus de circonspection quand elles recourent à des politiques budgétaires volontaristes pour gérer l'économie. Pour autant que cette attitude traduit simplement le désenchantement croissant engendré par le « réglage fin » de l'économie, on ne peut y voir qu'une saine réaction. De plus, quelques pays se sont efforcés, dans le cadre souvent d'une politique de stabilisation, de réduire quelque peu les dépenses excessives effectuées dans le passé. Il n'en demeure pas moins que les mesures fiscales et budgétaires, si elles sont mises en œuvre en tenant dûment compte des facteurs d'incitation du marché, peuvent constituer des moyens d'action hautement efficaces et d'une grande souplesse d'utilisation.

Administrations publiques: accroissement des dépenses totales en termes réels et besoins nets de financement

Pays	Accroissement réel des dépenses totales ¹					Besoins nets de financement (—)				
	1973	1974	1975	1976	1977	1973	1974	1975	1976	1977
	en %					en % du produit national brut				
Etats-Unis	3,2	3,2	6,0	2,0	3,0	0,5	— 0,2	— 4,2	— 2,1	— 1,1
Allemagne fédérale	7,3	7,7	6,2	3,6	3,4	1,2	— 1,4	— 5,8	— 3,6	— 2,7
France	5,5	6,0	9,8	4,7	5,0	0,9	0,6	— 2,2	— 0,8	— 1,2
Royaume-Uni	7,2	10,2	2,3	— 0,4	— 4,8	— 2,5	— 4,0	— 4,8	— 4,9	— 3,3
Italie	3,7	4,2	18,9	0,1	4,8	— 6,3	— 5,9	— 14,5	— 9,8	— 9,9
Japon	6,4	4,3	11,1	1,7	7,1	— 2,8 ²	— 3,8 ²	— 7,4 ²	— 7,6 ²	— 7,4 ²
Canada	2,8	8,0	10,3	2,4	5,1	1,0	1,8	— 2,3	— 1,8	— 2,7

¹ Dépenses courantes et en capital plus les transferts sociaux, sauf dans le cas du Japon (dépenses de consommation et d'investissement du secteur public seulement). Hausse en termes nominaux divisée par l'indice d'ajustement du PNB. ² Entreprises publiques comprises.

La souplesse de la politique budgétaire a été, entre autres, amoindrie par la dimension même des déficits du secteur public nés du relèvement des prix du pétrole, de l'inflation et de la profonde récession. S'il a été difficile pour les responsables de la politique économique, et plus encore pour le public, d'admettre la nécessité de déficits aussi importants, ces derniers ont cependant servi pour l'essentiel, comme il se devait, de contrepoids à des taux d'épargne anormalement élevés du secteur privé ainsi que, dans bien des cas, aux déficits extérieurs d'origine pétrolière. En d'autres termes, les méthodes empiriques traditionnelles utilisées pour déterminer les niveaux acceptables des déficits n'ont été d'aucun secours. Une évolution encourageante a été notée à cet égard l'an dernier au Japon, où il a été décidé de ne plus déterminer à l'avance, comme c'était le cas depuis des dizaines d'années, la limite du recours aux émissions obligataires pour financer les déficits.

Certes, il est parfaitement normal, voire souhaitable, que les gouvernements assignent des normes à l'expansion désirée des dépenses publiques. Presque partout, des voix se sont élevées contre l'extension excessive du secteur public au détriment du secteur privé et contre la charge trop lourde des transferts sociaux et autres. Maints pays se sont attaqués à ce problème en fixant à l'évolution des dépenses des cibles à moyen terme. Ainsi, en Allemagne, un certain nombre de mesures budgétaires, et en particulier le programme quadriennal du gouvernement de réformes des structures, ont reçu une orientation à moyen terme. Aux Pays-Bas, les autorités ont formulé des objectifs à moyen terme, destinés à réduire l'importance du secteur public. Aux Etats-Unis également, l'Administration s'emploie à comprimer la part des dépenses publiques dans le produit national brut, de façon à dégager une marge plus ample pour les investissements privés.

Il est de fait que le ralentissement de la croissance et la montée du chômage ont incité la plupart des pays à lancer de nouveaux programmes d'investissement et autres travaux publics ou à activer ceux qui étaient déjà en cours. Un certain nombre d'entre eux, et en premier lieu l'Allemagne, n'ont pas voulu laisser échapper cette occasion de compléter et de stimuler les dépenses d'investissement du secteur privé. Or, les transferts sociaux, qui connaissaient depuis des années déjà une vive expansion dans presque tous les pays, ont encore été accélérés, afin d'atténuer les répercussions du chômage et de venir en aide aux plus défavorisés. En même temps, beaucoup de pays ont constaté que le clivage entre chômage volontaire et chômage involontaire s'était quelque peu estompé sous l'effet des mesures prises sur le plan social, lesquelles aboutissent à dissuader les chômeurs de se mettre activement en quête d'un emploi. Un autre aspect du contrôle des dépenses de l'Etat concerne l'évolution des salaires du secteur public. Divers pays, dont la France, les Etats-Unis et le Royaume-Uni, se sont efforcés d'influencer indirectement l'évolution des salaires dans le secteur privé en suivant de plus près le déroulement des négociations salariales menées dans le secteur public.

Etant donné que l'importance même du secteur public a tendance à limiter les possibilités d'appliquer de nouveaux programmes de dépenses, beaucoup de pays ont introduit divers types de réductions fiscales, ou prévoient de le faire. Dans quelques cas, ces allègements traduisent l'intention délibérée des autorités de neutraliser l'incidence de l'inflation sur la pression fiscale. Aux Etats-Unis, les propositions

annoncées en janvier 1978 donneront lieu, si elles sont adoptées, non seulement à des aménagements de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, mais aussi à une réduction permanente de l'impôt sur les bénéfices des sociétés et à un accroissement de l'impôt fiscal sur les investissements, qui serait également étendu aux projets de construction. En Allemagne et au Japon, des mesures ont été prises, grâce notamment à la mise à disposition de fonds additionnels à des fins de prêts, en vue d'encourager l'investissement privé et la construction résidentielle. L'impôt sur le revenu des particuliers a été également abaissé en Allemagne, alors qu'au Japon la quotité de cet impôt a été légèrement réduite à plusieurs reprises au cours des deux dernières années, insuffisamment cependant pour compenser l'effet automatique de l'inflation sur la pression fiscale, et sensiblement moins que ce à quoi on était habitué dans ce pays depuis la fin de la guerre.

Dans beaucoup de pays, les mesures de stimulation fiscale et budgétaire appliquées depuis l'automne dernier n'ont pas encore pleinement fait sentir leurs effets. Certains, en outre, n'ont pris que récemment de nouvelles dispositions, alors que dans d'autres, tels les Etats-Unis, une longue période d'une durée très variable s'écoule entre la formulation de la politique et sa mise en application. Quoi qu'il en soit, étant donné qu'on s'attend à voir la reprise se poursuivre à un rythme lent et que davantage de pays devront encourager une généralisation du mouvement d'expansion, des mesures complémentaires de stimulation fiscale seront dans certains cas indiquées. De plus, il peut s'avérer nécessaire d'asseoir ces moyens d'action sur des bases assez vastes en les assortissant d'un assouplissement du barème des impôts sur le revenu des personnes physiques et de régimes favorisant l'investissement des entreprises.

Dans les circonstances actuelles, déterminer puis maintenir le degré adéquat de stimulation budgétaire est une tâche particulièrement délicate. Nombreuses sont les autorités qui redoutent qu'une nouvelle relance n'entraîne sur le marché des réactions susceptibles de provoquer rapidement une montée des taux d'intérêt et une éviction des dépenses privées. Cependant, étant donné que le rythme de croissance est tombé dans la plupart des pays à un niveau inférieur aux prévisions, même modestes, et que, même s'il faut recourir quelque peu au financement monétaire, il se peut que la hausse des taux d'intérêt ne se produise qu'avec un certain retard, le risque paraît limité et semble valoir la peine d'être couru. Divers pays ont d'ailleurs essayé de trouver des solutions permettant de réduire encore ces risques par le biais d'une modération des revenus, en compensation souvent de l'octroi d'avantages fiscaux.

Politique des revenus. Au cours des années précédentes, il était généralement admis que la politique des revenus pouvait utilement compléter — mais non remplacer — les mesures classiques de régulation de la demande globale. Une telle conception est parfaitement justifiée lorsque le problème se ramène essentiellement à une question de demande excessive et d'utilisation élevée des capacités. Elle sera vue sous un jour différent cependant si, devant des capacités excédentaires et un chômage important, les autorités répugnent à appliquer une politique expansionniste par peur d'engendrer ou d'accélérer le mouvement du couple salaires-prix. Dans ce cas, qui semble être actuellement celui de beaucoup de pays, la politique de freinage des revenus en vient à être considérée comme une condition sine qua non de toute action ultérieure de stimulation de la demande. Du fait de l'influence exercée sur le marché par des groupes

organisés et de l'existence, officiellement ou de facto, de systèmes d'indexation très efficaces, l'évolution des prix et des salaires est devenue beaucoup plus sensible aux modifications effectives ou anticipées des conditions du marché, même lorsque existe une marge importante de ressources inutilisées. C'est pourquoi les mesures de relance monétaire et budgétaire, au lieu d'élever le niveau de la production et de l'emploi, ne font alors qu'amplifier l'orientation à la hausse de la spirale des salaires et des prix.

Il est logique que la politique des revenus tente les autorités parce qu'elle leur permet d'échapper à ce dilemme. Dans la mesure où elle assure un certain degré de modération des revenus, elle offre une latitude plus grande pour recourir avec une efficacité accrue aux mesures classiques de relance. Considérée sous cet angle, elle pourrait facilement rallier la majorité des suffrages, à condition cependant d'être politiquement réalisable et d'une application simple et souple. Du côté des syndicats, elle serait considérée comme une démarche allant dans l'intérêt de l'ensemble de la classe ouvrière, et non simplement de ses membres pourvus d'un emploi. Pour les chefs d'entreprise, elle signifierait que la progression du volume de la production passerait avant celle des prix. Mais ce qui semble aller de soi sur le plan des principes peut se révéler difficile, voire impossible, à mettre en pratique.

Ainsi, alors que la politique des revenus n'a guère obtenu à ce jour de succès retentissants, la nécessité s'est fait sentir de continuer à rechercher la bonne formule. Certains pays semblent avoir recours à une politique de restriction de la demande pour combattre les poussées inflationnistes nées de la hausse autonome des salaires et des prix, ce qui risque de mener tout droit à la « stagflation » chronique. En revanche, cette recherche de la bonne formule ne va pas, en général, jusqu'à prôner le contrôle direct des prix et des salaires, auquel les pays ne recourent qu'en cas d'absolue nécessité. L'expérience récente montre que les autorités des divers pays se sont attaquées à l'inflation des salaires et des prix de fort différentes façons.

Il convient de noter que l'Allemagne et le Japon se sont délibérément abstenus de définir explicitement une politique des revenus. En Allemagne, on considère que les objectifs de croissance monétaire fournissent un cadre utile pour guider les négociations et la fixation des prix entre le patronat et les syndicats; grâce à ces objectifs, des malentendus ou des erreurs d'hypothèses au sujet de l'orientation de la politique monétaire ont pu être évités. Au Japon, les dispositions de caractère institutionnel prévoyant notamment le versement de primes, « l'emploi à vie » et la constitution d'organisations représentatives des travailleurs à l'échelle de l'entreprise se sont révélées être une solution de rechange viable à la politique des revenus. Les travailleurs japonais employés dans des sociétés en difficulté ont accepté plus volontiers des réductions de salaires réels ou d'avantages sociaux. En Suisse, un résultat assez semblable a été obtenu, simplement en modulant avec souplesse, en hausse comme en baisse, les indemnités, « mois doubles » et autres avantages.

Depuis de nombreuses années, le Royaume-Uni et le Canada recourent à des mesures très strictes de politique des revenus. C'est ainsi que le programme anti-inflationniste appliqué en octobre 1975 au Canada comportait un vaste ensemble de dispositions de contrôle des salaires et des marges bénéficiaires, complétées par des mesures budgétaires et monétaires, et notamment l'adoption d'un objectif monétaire. D'une manière générale, on peut dire que le programme de contrôle direct semble avoir rempli son rôle de manière satisfaisante, et le gouvernement a jugé bon d'y mettre

fin au printemps de 1978. Au Royaume-Uni, la politique de modération salariale est entrée en août dernier dans sa troisième phase, durant laquelle les hausses prévues dans les accords salariaux sont soumises à une limite de 10%, les syndicats s'abstenant en même temps de demander la renégociation des conventions collectives dans les douze mois suivants.

Bien d'autres pays se sont nettement engagés dans la voie d'une politique des revenus depuis un an ou deux. En France, les recommandations formulées dans le cadre du « Plan Barre », en vue de limiter l'accroissement des salaires du secteur public, devaient également servir de ligne directrice au secteur privé. En Italie, un plan d'épargne forcée a été appliqué au produit des relèvements de rémunérations dépassant un certain niveau, assez modeste, et diverses modifications mineures ont été apportées au vaste système d'indexation en vigueur dans ce pays. En Espagne, le gouvernement a décidé en octobre dernier de limiter l'accroissement autorisé de la masse salariale globale de toute entreprise à 20% pour 1978, chiffre qui, étant donné le taux élevé de l'inflation, équivaut à une suspension partielle du système d'échelle mobile existant. La même chose pratiquement s'était produite aux Pays-Bas en 1976, lorsqu'il fut décidé que les augmentations des salaires et traitements ne devraient pas dépasser les normes fixées par le gouvernement. En Belgique, la solution retenue a consisté à suspendre l'application des mécanismes d'indexation pour les revenus supérieurs à certains seuils.

Aux Etats-Unis, l'Administration s'est efforcée d'obtenir une modération volontaire des revenus. L'action entreprise consisterait à maintenir les augmentations des salaires et des prix dans le secteur privé au-dessous de la moyenne enregistrée pour ces deux dernières années, de façon à permettre ainsi une décélération continue de l'inflation.

Une autre approche — expérimentée dans les pays d'Europe septentrionale et au Royaume-Uni — cherche à établir un lien entre les allègements fiscaux et la modération des salaires. C'est ainsi qu'au Royaume-Uni le projet de budget de mars 1977 liait clairement l'octroi de certaines réductions fiscales aux résultats obtenus ultérieurement au niveau des salaires, tandis que les avantages concédés dans le récent budget s'accompagnent d'appels à la poursuite de la modération des revenus. Des versions de cette approche, d'un caractère moins systématique, ont été récemment examinées aux Etats-Unis. L'une d'elles prévoirait des pénalisations fiscales pour les entreprises accordant des augmentations de salaires supérieures à la norme fixée, alors que dans un autre système il serait prévu d'octroyer des avantages fiscaux aux entreprises qui maintiendraient les relèvements de salaires en deçà d'une norme donnée. Etant donné que ces dispositifs soulèvent de nombreuses difficultés d'ordre technique et posent, par conséquent, un problème général de gestion économique, des recherches ultérieures s'imposent encore.

Rôle de la coordination des politiques économiques à l'échelle internationale

Deux traits particuliers se dégagent de cette analyse de l'évolution des politiques économiques. En premier lieu, on constate que les autorités responsables se sont efforcées de mettre au point de nouvelles stratégies et techniques destinées à accroître l'efficacité de leurs moyens d'action. D'autre part, les divergences de comportement

des différents pays ont été une cause essentielle de déséquilibre dans la structure récente des échanges et des paiements internationaux. Il est intéressant de se demander comment et dans quelle mesure une interaction a pu exister entre ces événements.

En ce qui concerne l'efficacité de la politique mise en œuvre, beaucoup de pays se sont rendu compte que les objectifs monétaires, la programmation budgétaire à moyen terme et les initiatives en matière de politique des revenus constituaient un cadre prévisionnel meilleur pour appréhender le comportement des agents économiques, même si, dans certains pays, les autorités ont continué de leur préférer des approches plus classiques. D'une manière générale, ces techniques plus neuves se prêtent tout spécialement à des actions portant sur des objectifs économiques *internes*, voire sur une réduction simultanée de l'inflation et du chômage. Sous cet angle, elles peuvent intéresser aussi bien les pays excédentaires que les pays déficitaires, de sorte qu'il n'est pas possible de dire a priori de quelle manière elles influenceront sur le problème de l'ajustement extérieur.

En d'autres termes, l'efficacité accrue des politiques économiques, qu'elle soit due à des techniques nouvelles ou anciennes, ne résout pas le problème de l'importance qu'il convient d'accorder aux considérations externes. En outre, sous le régime des taux de change flottants les pays à monnaie forte se sont trouvés en mesure de concentrer principalement leurs efforts sur les objectifs internes. Donc, dans un tel contexte, plus encore peut-être que sous un régime de taux fixes, les pays déficitaires, à l'exception des Etats-Unis qui constituent un cas particulier, ont subi de plein fouet les pressions résultant de l'ajustement. Au cours de l'année dernière, l'activité économique s'est ralentie presque partout, et au premier chef dans les pays excédentaires eux-mêmes, parce que les politiques d'ajustement restrictives menées dans maints pays déficitaires ont exercé une influence déterminante sur les échanges mondiaux.

Les pays excédentaires restent préoccupés, et cela se conçoit, par l'existence de distorsions structurelles et par le problème de l'inflation. En même temps, l'expérience de l'an passé a mis en évidence les effets de freinage que leur politique exerce sur l'évolution économique mondiale et le risque que, par suite, la situation ne tourne à leur propre désavantage. Certes, il convient également de reconnaître que les politiques d'ajustement poursuivies par un grand nombre de pays déficitaires s'imposaient dans l'ensemble pour des raisons à la fois internes et externes. Par conséquent, les conditions préalables d'une reprise plus générale paraissent à présent plus favorables, surtout si les pays excédentaires sont disposés à apporter leur contribution.

L'examen de l'évolution survenue au cours de la décennie écoulée révèle que les pays industriels se sont vraisemblablement engagés sur une pente de croissance douce. Il est cependant difficile, même sur la base de prévisions plus modestes, de voir comment l'expansion pourra être maintenue à un rythme satisfaisant, si les pays excédentaires ne fournissent pas un effort délibéré et soutenu pour ranimer progressivement la demande de biens et de services dans leurs économies respectives.

IV. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

L'évolution des échanges et des paiements internationaux l'année dernière a été fort contrastée. Considérons tout d'abord les aspects négatifs: l'expansion du commerce mondial s'est sensiblement ralentie sous l'effet d'une croissance hésitante, tant dans les pays industriels que dans les pays en voie de développement, avec pour conséquence un freinage de l'activité dans les divers pays; parmi les pays importateurs de pétrole continuant d'enregistrer des excédents de paiements courants, le Japon a vu le sien s'accroître de façon spectaculaire cependant que ceux de l'Allemagne et de la Suisse se maintenaient à leurs niveaux précédents; de plus, la balance des opérations courantes des Etats-Unis a accusé un déficit, sans précédent pour ce pays, qui a provoqué une vive agitation sur les marchés des changes et, pour la première fois depuis le début de la décennie, une accumulation non désirée d'une quantité considérable de dollars par certaines autorités monétaires. Tournons-nous maintenant vers les aspects positifs: l'excédent des pays exportateurs de pétrole a continué de s'alléger tandis que le déficit des pays en voie de développement non producteurs de pétrole s'est encore réduit; d'autre part, trois grands pays industriels — France, Italie et Royaume-Uni — ainsi qu'un certain nombre d'autres pays, tant développés qu'en voie de développement, ont appliqué ou adopté des mesures de stabilisation qui ont permis d'améliorer sensiblement leur position extérieure. Enfin, les problèmes de financement des balances de paiements ont probablement été en général moins difficiles à résoudre qu'à aucun moment depuis le relèvement du prix du pétrole en 1973.

Commerce mondial

En 1977, le volume du commerce mondial ne s'est accru que de 4%, soit à un rythme correspondant exactement au tiers de celui qui a été enregistré en 1976. La progression des échanges dans le monde avait déjà commencé à se tasser à la fin de 1976; au premier semestre de l'an dernier, sa cadence annuelle est tombée à 2% et, au second semestre, la croissance s'est pratiquement arrêtée. Etant donné l'apparition de légers signes de reprise dans les pays industriels à la fin de l'année, l'expansion persistante de la demande dans les pays exportateurs de pétrole et l'amélioration de la situation financière dans les autres pays en voie de développement, on peut maintenant espérer une certaine reprise de la progression des échanges mondiaux; sur une base annuelle, il est toutefois vraisemblable qu'en 1978 l'augmentation ne sera pas supérieure à celle de 1977. Contrastant avec le ralentissement de la progression des échanges en volume et traduisant en partie la faiblesse du dollar, une forte accélération est intervenue dans le rythme de hausse des prix (exprimés en dollars) des produits faisant l'objet d'un commerce international, rythme qui est passé de 1½% en 1976 à 9% l'an dernier. Aussi l'accroissement en valeur des échanges mondiaux a-t-il été en 1977 du même ordre de grandeur — \$130 milliards, soit 13% — que celui de l'année précédente; de ce fait, le total du commerce mondial s'est élevé à \$1.140 milliards.

La lenteur de la progression des échanges internationaux en 1977 a été due principalement à l'atonie de la demande interne dans les zones développées du monde.

Commerce mondial¹

Zones	Exportations (f.o.b.)				Importations (c.a.f.)			
	1976	1977			1976	1977		
		Année entière	1er se- mestre	2ème se- mestre		Année entière	1er se- mestre	2ème se- mestre
en milliards de dollars EU (indice de volume 1975 = 100)								
Zones développées								
Europe occidentale:								
CEE	324,8	375,7	183,5	192,2	341,4	382,0	192,1	189,9
Autres pays	78,4	86,9	42,0	44,9	106,9	118,8	58,6	60,2
Total	403,2	462,6	225,5	237,1	448,3	500,8	250,7	250,1
	(111,4)	(117,1)	(116,7)	(117,5)	(113,2)	(116,1)	(117,7)	(114,4)
Etats-Unis	115,0	120,2	61,1	59,1	129,6	156,7	77,8	78,9
Canada	40,3	43,2	21,8	21,4	40,3	42,0	21,8	20,2
Japon	67,2	80,5	37,4	43,1	64,8	70,7	35,1	35,6
Autres pays ²	26,2	29,5	14,3	15,2	27,0	28,0	13,9	14,1
Total des zones développées	651,9	736,0	360,1	375,9	710,0	798,2	399,3	398,9
	(111,0)	(115,9)	(115,1)	(116,5)	(113,5)	(117,5)	(119,0)	(116,0)
Zones en voie de développement								
Pays exportateurs de pétrole ³	137	148	74	74	70	89	43	46
	(114,0)	(112,0)	.	.	(122,5)	(143,0)	.	.
Autres zones	114	133	65	68	139	151	73	78
	(112,0)	(117,5)	.	.	(102,5)	(103,0)	.	.
Total des zones en voie de développement	251	281	139	142	209	240	116	124
	(113,0)	(114,5)	(112,5)	(117,0)	(108,5)	(115,0)	(111,5)	(118,0)
Economies à planifica- tion centralisée⁴	92	107	50	57	102	114	58	56
	(111,5)	(115,5)	(114,5)	(116,5)	(112,5)	(117,0)	(117,5)	(116,5)
Total général⁵	995	1.124	549	575	1.021	1.152	573	579
	(111,5)	(115,5)	(114,5)	(116,5)	(112,5)	(117,0)	(117,5)	(116,5)

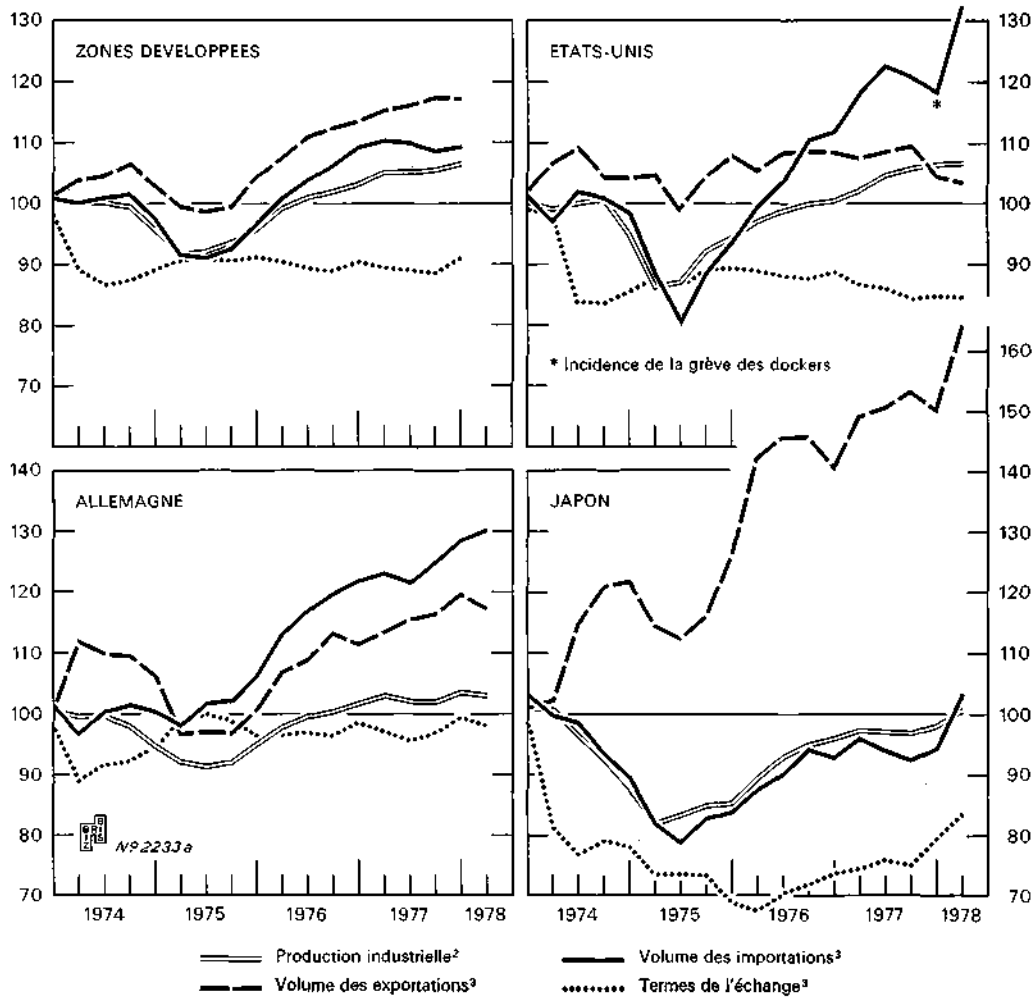
¹ Sur la base des statistiques douanières; ces chiffres ne sont pas directement comparables à ceux qui, dans le tableau de la page 75, concernent les balances commerciales. ² Afrique du Sud, Australie, Israël, Nouvelle-Zélande. ³ OPEP (Algérie, Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Qatar, Venezuela) plus Bahreïn et Oman. ⁴ Bulgarie, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, République populaire de Chine, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS. ⁵ Les économies à planification centralisée n'entrent pas dans le calcul de l'indice de volume.

Ce fut le cas non seulement d'un nombre important de pays développés qui n'ont pu relancer l'activité économique pour des considérations tenant à leur balance des paiements, mais également des pays excédentaires qui n'étaient pas soumis à de telles contraintes. De ce fait, la production industrielle globale et le volume des importations des pays développés, qui s'étaient accrus respectivement de 9 et 13½% en 1976, ont progressé l'une et l'autre d'environ 5% en rythme annuel au premier semestre de 1977 tandis que, pendant le second, l'expansion industrielle a été inférieure à 2% et le volume des importations a fléchi. On estime que, sur l'ensemble de l'année, les importations des pays développés ont augmenté de 3½% en termes réels.

L'accroissement des importations du monde industrialisé a varié l'an dernier d'un pays à l'autre, et même entre les trois grandes puissances économiques figurant dans le graphique ci-contre. Comme en 1976, bien qu'à un degré moindre, les Etats-Unis ont continué de soutenir puissamment le commerce international, leurs achats à

l'étranger progressant en volume de 13%. A la différence de 1976, toutefois, ce rythme d'expansion n'a été égalé que par un petit nombre d'autres pays développés: les seuls en effet dont le dynamisme a permis une croissance des importations atteignant ou dépassant 10% ont été l'Autriche, l'Irlande, le Portugal, la Suisse et la Yougoslavie. Dans le reste de la zone des pays industrialisés, les importations n'ont que modestement progressé, quand elles n'ont pas fléchi. Pour l'Allemagne, l'augmentation enregistrée a tout juste été de 4½%, soit légèrement moins que pour l'Australie et la Norvège. Les achats à l'étranger de la troisième grande puissance économique, le Japon, ne se sont accrus que de 3½%, cadence guère plus rapide que celles qui ont été relevées pour les pays du Benelux, le Canada, la France et le Royaume-Uni; à noter toutefois que, dans ces deux derniers cas, la demande a été délibérément freinée par des programmes de stabilisation interne. Parmi les pays développés dont les importations

Ensemble des zones développées, Etats-Unis, Allemagne fédérale et Japon:
production industrielle, volume des échanges et termes de l'échange, 1974-78
 Indices trimestriels: second semestre 1973 = 100¹



¹ Données désaisonnalisées, sauf pour les termes de l'échange; les chiffres concernant le premier trimestre de 1978 sont provisoires. ² Construction non comprise. ³ Sur la base des statistiques douanières.

ont fléchi en 1977, on trouve des pays du Groupe des Dix comme l'Italie et la Suède, où le recul a été respectivement de 2% et de 5%, et d'autres pays comme le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la Grèce et la Nouvelle-Zélande, qui ont accusé des baisses allant jusqu'à 8%. La régression la plus marquée (plus de 20%) s'est produite en Afrique du Sud.

Compensant en partie l'influence dépressive des économies développées, les progrès des importations des *pays exportateurs de pétrole* ont atteint 17% en volume l'an dernier, mais là encore le rythme d'expansion a été plus lent qu'en 1976. Ce sont les pays «à faible capacité d'absorption» qui ont enregistré les taux de loin les plus élevés, mais l'influence expansionniste de la demande de produits importés de ce groupe reste relativement faible. Les achats à l'étranger de l'ensemble des pays exportateurs de pétrole ont en fait représenté moins de 8% des importations mondiales en 1977, mais leur volume a augmenté de 30% par an en moyenne depuis la hausse des prix du pétrole.

Dans les autres zones, la demande de produits importés n'a pas augmenté de façon spectaculaire en raison de l'influence des programmes d'ajustement. Les *pays en voie de développement non producteurs de pétrole* ont accru le volume de leurs importations de moins de 1%, soit d'un pourcentage encore plus faible qu'en 1976. Cette augmentation fort modeste tient avant tout aux mesures restrictives imposées à la demande par un grand nombre de pays et a puissamment contribué à l'amélioration sensible, au cours des deux dernières années, de la situation financière de ces pays considérés dans leur ensemble. En outre, les achats à l'étranger des *économies à planification centralisée* semblent n'avoir progressé en termes réels que modérément puisqu'en valeur ils se sont établis à \$114 milliards, ce qui ne représente guère plus de 11% de hausse. Cette progression résulterait d'une croissance nettement plus forte des échanges entre les pays européens de l'Est. En revanche, comme l'Europe de l'Est s'est efforcée de réduire encore le déficit de ses échanges avec les pays à monnaie forte, ses achats aux économies occidentales développées (\$29 milliards) n'ont pas changé en valeur, tandis que la baisse en volume a été appréciable. La valeur des achats de la Chine aux pays développés du monde occidental, après avoir fortement fléchi en 1976, a progressé de 9% l'an dernier pour se situer à \$4,5 milliards; dans ce cas, l'accroissement en volume a probablement peu varié.

Dans les principaux groupes de pays, le comportement des exportations a partout laissé à désirer par rapport à l'an dernier, en raison du sous-emploi de l'économie mondiale. C'est particulièrement le cas pour les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, qui ont vu le taux de croissance réel de leurs ventes à l'étranger revenir de 12 à 5%. Fait encore plus frappant, les exportations des pays producteurs de pétrole ont légèrement fléchi après s'être accrues de 14% l'année précédente. Tout autant que par l'incidence de la récession, cette évolution s'explique par l'importance des stocks de pétrole accumulés par les pays importateurs à la fin de 1976 et par l'accroissement de la production pétrolière en dehors de la zone de l'OEPEP. Pour ce qui est des économies à planification centralisée, on estime que leurs exportations ont progressé en valeur de 16% l'an dernier, pour arriver à \$107 milliards; leurs ventes aux pays en voie de développement ont fait preuve d'un dynamisme exceptionnel; à l'égard des pays développés à économie de marché, on ne constate apparemment

guère de variation en volume mais, en valeur, les chiffres font état d'un total de \$25 milliards, correspondant à une hausse de 10%.

Finalement, les pays développés ont accru leurs exportations de 4½%, soit un peu plus rapidement que leurs importations. En général, les meilleurs résultats ont été enregistrés par les pays développés qui se sont efforcés de réduire le déficit de leurs paiements courants. Parmi ceux-ci figurent l'Afrique du Sud, dont les progrès ont atteint environ 15%, puis le Canada, l'Espagne, la Finlande, l'Irlande et le Royaume-Uni, avec des taux d'expansion s'échelonnant entre 9 et 12½%. La Suisse est le seul pays excédentaire dont les ventes à l'étranger aient progressé à vive allure, soit au rythme remarquable de 12%. A l'autre extrémité, les exportations de l'Australie, des Etats-Unis et de la Suède sont demeurées pratiquement à leur niveau de 1976, tandis que celles de la Grèce, de la Norvège, des Pays-Bas et de la Yougoslavie ont fléchi.

Mesurée en monnaie nationale, la hausse des prix moyens des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux s'est légèrement accélérée entre 1976 et 1977; si l'on exprime ces prix en dollars, le contraste entre les deux années est beaucoup plus marqué, puisque le rythme de hausse est passé de 1½ à 9%. La divergence d'évolution des prix en dollars entre 1976 et 1977 traduit dans une large mesure les vicissitudes de cette monnaie sur les marchés des changes au cours des deux années considérées. Comme en 1976, la hausse la plus forte a été l'an passé celle des prix des matières premières, même si le mouvement ascendant s'est brusquement arrêté au deuxième trimestre; d'une année sur l'autre, l'indice de l'«Economist», calculé en dollars, est monté de 23%. Ce chiffre donne une idée exagérée de l'influence de cas particuliers comme celui du café, et l'on estime que les prix des produits exportés par les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont augmenté dans l'ensemble au rythme plus modeste de 12%. Par comparaison, les prix à l'exportation des produits manufacturés ainsi que ceux du pétrole ont monté d'un peu moins de 10%. De ce fait, les termes de l'échange des principaux groupes de pays ne se sont guère modifiés l'an dernier.

Balances des paiements

Si, en 1977, la physionomie générale des balances des paiements courants n'a subi que des modifications relativement faibles, des mouvements assez amples se sont néanmoins produits au sein des principales zones. Le déficit des opérations courantes de l'ensemble constitué par le Groupe des Dix et la Suisse s'est aggravé de \$4,5 milliards pour atteindre presque \$10 milliards, tandis que celui des autres pays développés s'est maintenu au niveau élevé de \$23,5 milliards. La faiblesse de la demande dans les pays développés a contribué à ramener brutalement de \$40 milliards à \$34 milliards l'excédent des paiements courants des pays exportateurs de pétrole, mais les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont pu réduire pour la deuxième année de suite leur solde négatif, qui est passé de \$19 milliards à \$15 milliards, tandis que le déficit commercial des économies à planification centralisée aurait également fléchi, selon les estimations, pour revenir de \$5 milliards à \$1 milliard. Au sein des principaux groupes de pays, les changements les plus importants par rapport à 1976 ont porté sur la balance des paiements courants des pays du Groupe des Dix, celle

des Etats-Unis devenant très largement déficitaire; en revanche, l'excédent du Japon a progressé rapidement et les positions de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni, fortement négatives en 1976, se sont sensiblement redressées l'an dernier. Parmi les autres pays développés, on relève un certain nombre d'améliorations notables de la balance des paiements courants – fruit de programmes d'ajustement – encore que ces progrès se soient trouvés annulés par les reculs enregistrés ailleurs. Quant aux pays en développement non producteurs de pétrole, la totalité des gains obtenus l'an dernier dans cette zone peut être attribuée aux quelques pays qui, ces dernières années, avaient contribué, pour une part fort importante, à son déficit courant global. Enfin, la diminution du surplus des pays exportateurs de pétrole signifie que les membres «à faible capacité d'absorption» de cette zone concentrent maintenant entre leurs mains une part encore plus forte de cet excédent.

Si l'on examine maintenant les mouvements de capitaux et autres flux de financement, on constate qu'aux Etats-Unis le déficit record des paiements courants s'est accompagné d'abondantes sorties de capitaux et de ressources bancaires à court terme, de sorte qu'un déficit de \$34 milliards a dû être financé par l'accroissement des avoirs en dollars des autorités étrangères. En même temps, du fait de l'importance du déficit américain, le fardeau financier des autres pays déficitaires a été allégé. A part quelques exceptions notables, les autres pays développés ont obtenu sans difficulté des fonds sur les marchés internationaux des capitaux, tant pour les emprunts du secteur privé que pour ceux du secteur public. De même, les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont continué d'emprunter largement sur le marché bien que, en dépit de la nouvelle réduction de leur déficit des paiements courants, ces pays soient devenus globalement, l'an dernier, fournisseurs nets de fonds – pour un faible montant, il est vrai – au système bancaire international. Les pays de l'Europe de l'Est ont fortement réduit leurs emprunts en 1977, mais se sont procuré des ressources supplémentaires en vendant des quantités d'or plus importantes. Enfin, un certain nombre de pays producteurs de pétrole «à forte capacité d'absorption» ont recouru beaucoup plus à l'emprunt l'an dernier, en raison de la détérioration de leur balance des paiements courants.

Etant donné que la complexité des relations commerciales internationales et l'instabilité des taux de change se sont encore accrues au cours de ces dernières années, et particulièrement en 1977, les problèmes statistiques que pose l'analyse de l'évolution des balances de paiements s'en sont trouvés singulièrement aggravés. Ces problèmes sont essentiellement de deux ordres: d'une part, on ne parvient pas, sur le plan mondial, à un solde nul de l'ensemble des paiements courants; d'autre part, la conversion des données en une monnaie commune, en l'occurrence le dollar EU, introduit des disparités. Les discordances comptables grandissantes dans les transactions extérieures courantes tiennent à un certain nombre de facteurs, notamment aux décalages dans l'enregistrement des importations et des exportations, aux différences dans leur couverture statistique et aux déclarations incomplètes des services et des transferts, de la part des pays bénéficiaires en particulier. Le problème de l'incidence des variations de change se pose fatalement quand il s'agit de comparaisons internationales, mais il a encore été accentué, au cours des années soixante-dix, par les vicissitudes du dollar. Aussi faut-il interpréter avec prudence les valeurs unitaires des échanges exprimées en dollars; les flux et les soldes de marchandises, de services et

Transactions courantes dans le monde¹

Pays et zones	Balance commerciale (f.o.b.)			Services et transferts			Balance des transactions courantes		
	1975	1976	1977	1975	1976	1977	1975	1976	1977
en milliards de dollars EU									
Zones développées									
Allemagne fédérale	17,7	16,7	19,2	-13,6	-12,8	-15,3	4,1	3,9	3,9
Canada	-0,5	1,1	2,7	-4,2 ²	-5,3 ²	-6,7 ²	-4,7	-4,2	-4,0
Etats-Unis	9,0	-9,3	-31,2	2,6 ²	7,9 ²	11,0 ²	11,6	-1,4	-20,2
France	1,5	-4,8	-2,6	-1,4	-1,2	-0,6	0,1	-6,0	-3,2
Italie	-1,2	-4,2	0,1	0,6 ²	1,4 ²	2,2 ²	-0,6	-2,8	2,3
Japon	5,0	9,9	17,5	-5,7	-6,2	-6,5	-0,7	3,7	11,0
Pays-Bas	1,1	1,6	-0,5	0,9 ²	1,1 ²	0,8 ²	2,0	2,7	0,3
Royaume-Uni	-7,2	-6,3	-3,2	3,5	4,3	3,2	-3,7	-2,0	0
Suède	0,7	0,4	0,2	-2,3	-2,8	-3,5	-1,6	-2,4	-3,3
Suisse	0,2	0,5	0,3	2,4 ²	3,0 ²	3,4 ²	2,6	3,5	3,7
UEBL ³	0,5	-0,9	-1,1	0,2 ²	0,6 ²	0,8 ²	0,7	-0,3	-0,3
Groupe des Dix et Suisse	26,8	4,7	1,4	-17,0	-10,0	-11,2	9,8	-5,3	-9,8
Autres pays	-28,1	-28,1	-28,8	7,4	5,7	5,4	-20,7	-22,4	-23,4
Total des zones développées	-1,3	-23,4	-27,4	-9,6	-4,3	-5,8	-10,9	-27,7	-33,2
dont: OCDE ⁴	5,9	-18,4	-23,9	-11,0	-6,5	-8,0	-5,1	-24,9	-31,9
Zones en voie de développement⁵									
Pays exportateurs de pétrole	62	73	68	-27	-33	-34	35	40	34
Autres zones	-23	-12	-6	-6	-7	-9	-29	-19	-15
Total des zones en voie de développement	39	61	62	-33	-40	-43	6	21	19
Economies à planification centralisée⁵	-9	-5	-1						

¹ Sur la base des transactions. ² A l'exclusion des bénéfices non distribués procurés par les investissements directs. ³ En partie sur la base des règlements; exportations et importations en partie c.a.f. ⁴ Total des zones développées à l'exclusion de l'Afrique du Sud, d'Israël et de la Yougoslavie. ⁵ Chiffres en partie estimés.

de capitaux peuvent apparaître sous un jour différent lorsque leur valeur exprimée en monnaie nationale est convertie en dollars; d'autre part, les calculs établis à partir de données de masse, notamment ceux qui concernent les transactions monétaires extérieures des divers pays, devraient en théorie être ajustés de façon à obtenir des flux qui équilibrent les autres postes de la balance des paiements. De tels ajustements n'ont pas été faits dans la description ci-après des mouvements monétaires, sauf dans l'analyse de la balance des paiements américaine; il s'ensuit que, pour nombre de pays développés figurant au tableau de la page 83, les totaux des données relatives aux mouvements monétaires ne correspondent pas exactement à ceux des balances générales de paiements.

Pays développés

Comme en 1976, la variation de loin la plus ample, en matière de paiements courants, a été constatée aux *Etats-Unis*, où le déficit est passé de \$1,4 milliard à \$20,2 milliards. Une fois de plus, le commerce des marchandises a joué un rôle prépondérant, avec une aggravation de \$22 milliards du déficit, compensée en partie seulement par une nouvelle progression de l'excédent des transactions invisibles. L'évolution défavorable de la balance des paiements courants a été amplifiée, l'an dernier, par celle des mouvements de capitaux, les entrées nettes de faible importance enregistrées en 1976 ayant fait place à \$7,1 milliards de sorties. En outre, des exportations nettes de fonds à court terme d'un montant de \$6,5 milliards ont eu lieu par le canal des banques. Le déficit global de ces divers postes a eu comme contrepartie un accroissement massif (\$33,8 milliards) des engagements officiels nets des *Etats-Unis*, qui se sont accumulés à un rythme de plus en plus rapide à mesure que les pressions à la baisse du dollar s'accroissaient au cours du deuxième semestre.

La modification la plus radicale survenue depuis 1975 dans la balance des paiements américaine concerne les importations de marchandises. Après avoir enregistré un excédent de \$9 milliards en 1975, la balance commerciale a changé de sens, accusant des déficits de \$9,3 milliards et de \$31,2 milliards respectivement en 1976 et en 1977. Une telle détérioration s'explique par l'ampleur de la reprise économique aux *Etats-Unis* par rapport à celle qu'ont connue les autres pays, ainsi que par la dépendance croissante de l'économie américaine à l'égard du pétrole importé. Le total des achats à l'étranger a progressé de près de \$28 milliards en valeur en 1977, après s'être accru de \$26 milliards en 1976. En termes réels, toutefois, on note un ralentissement sensible entre les deux années, puisque le taux de progression est revenu de 22 à 13%, mais ce dernier pourcentage n'en représente pas moins le triple du rythme de croissance du commerce mondial. En raison de la vigueur de la demande interne, les achats non pétroliers ont augmenté de \$17,6 milliards, ce qui correspond à près de 11% en volume, les secteurs des biens de consommation, des machines et des véhicules à moteur participant largement à ce mouvement. Les importations de pétrole ont enregistré une nouvelle avance de \$10 milliards, ce qui représente plus de 19% en volume car la légère amélioration accusée l'an dernier par la production pétrolière nationale a été largement éclipsée par la croissance de la consommation et par le renforcement des stocks de brut. Le pétrole a représenté, avec \$45 milliards, près du tiers du total des achats américains à l'étranger en 1977, contre un neuvième en 1973. Cette expansion traduit non seulement la hausse des prix du brut importé, mais également un gonflement de 35% du volume des importations, en raison du recul de la production nationale de pétrole sur l'ensemble de cette période. En outre, faute d'une stratégie efficace en matière d'énergie, la consommation pétrolière par unité de production nationale a sensiblement moins fléchi aux *Etats-Unis* que dans les autres grands pays industriels au cours des quatre dernières années.

Du côté des exportations, l'augmentation de \$5,8 milliards en valeur, l'an dernier, a masqué une stagnation en volume. Les ventes de produits agricoles ont légèrement progressé et atteignent \$24,4 milliards, la faiblesse de leur croissance traduisant la récente série d'abondantes récoltes dans le monde. Les progrès enregistrés par les exportations non agricoles, soit près de \$5 milliards, s'expliquent entièrement par la hausse des prix; leur volume est resté inférieur au maximum de 1974. La médiocrité

Etats-Unis: balance des paiements

Postes	1975	1976	Année entière	1977 ¹			
				1er trimestre	2e trimestre	3e trimestre	4e trimestre
en millions de dollars EU							
Transactions courantes							
Exportations de marchandises f.o.b.	107.090	114.695	120.470	29.455	30.655	30.870	29.490
Importations de marchandises f.o.b.	98.045	124.015	151.710	36.605	38.310	38.430	38.365
Balance commerciale	9.045	- 9.320	-31.240	- 7.150	- 7.655	- 7.560	- 8.875
Revenu des investissements (net) ²	5.955	9.810	11.935	3.185	3.440	3.165	2.145
Autres services et transferts (nets)	- 3.450	- 1.915	- 905	- 315	- 360	70	- 300
Services et transferts	2.505	7.895	11.030	2.870	3.080	3.235	1.845
Balance des paiements courants	11.550	- 1.425	-20.210	- 4.280	- 4.575	- 4.325	- 7.030
Transactions en capital							
Opérations du gouvernement	- 1.765	725	- 1.795	- 425	- 370	- 715	- 285
Investissements directs ²	- 4.850	- 2.420	- 3.480	135	- 1.430	- 440	- 1.745
Investissements de portefeuille	- 2.360	- 5.735	- 960	515	- 600	- 1.260	385
Mouvements de capitaux à long terme déclarés par les banques américaines, non compris ailleurs	- 2.255	1.030	2.185	705	- 930	1.380	1.030
Divers	- 1.205	- 2.605	- 95	- 870	- 1.535	2.015	295
Mouvements de capitaux identifiés	-12.435	- 9.005	- 4.145	60	- 4.865	980	- 320
Ecart statistique	5.660	9.865	- 2.990	1.440	1.080	- 5.170	- 340
Balance des mouvements de capitaux	- 6.775	660	- 7.135	1.500	- 3.785	- 4.190	- 660
Balance générale ³	4.775	- 565	-27.345	- 2.780	- 8.360	- 8.515	- 7.690
<i>dont variations des:</i>							
réserves officielles des Etats-Unis	605	2.530	230	390	- 5	- 150	- 5
engagements des Etats-Unis envers les organismes officiels étrangers	- 3.890	-11.265	-34.075	- 4.680	- 7.005	- 7.550	-14.840
Avoirs officiels (nets)	- 3.285	- 8.735	-33.845	- 4.290	- 7.010	- 7.700	-14.845
Position extérieure nette à court terme déclarée par les banques américaines, non comprise ailleurs	8.060	8.170	6.500	1.510	- 1.350	- 815	7.155

¹ Données trimestrielles désaisonnalisées. ² A l'exclusion des bénéfices non distribués procurés par les investissements directs et du réinvestissement de ces bénéfices, dont le montant s'est élevé respectivement à \$6,2 milliards, \$6,1 milliards et \$6,3 milliards en 1975, 1976 et 1977. ³ A l'exclusion des ajustements dus aux variations de change.

des résultats des ventes américaines au cours des trois dernières années, alors que le commerce mondial des produits manufacturés a connu une expansion de 10%, est difficile à expliquer. Les facteurs conjoncturels ont de toute évidence joué un certain rôle; étant donné la place prépondérante que tiennent les biens d'équipement dans les exportations américaines, ces dernières ont été entravées par le faible niveau des

investissements fixes dans le reste du monde industrialisé. En outre, l'expansion plus rapide des débouchés intérieurs a peut-être détourné vers ces derniers certains biens exportables, encore que le degré d'utilisation des capacités productives reste faible dans de nombreux secteurs de l'industrie américaine. Cependant, comme il sera expliqué au Chapitre VI, les Etats-Unis semblent avoir intégralement conservé l'avantage qu'ils s'étaient assuré en 1973 en matière de compétitivité, même avant la récente rechute du dollar. Mais par rapport à ses principaux concurrents, notamment le Japon et l'Allemagne fédérale, la position des Etats-Unis s'est très certainement détériorée sur les marchés mondiaux. Entre le second semestre de 1973 et la période correspondante de 1976, par exemple, les prix en dollars des exportations américaines de produits manufacturés ont monté de près de 50%, soit environ deux fois plus que ceux des produits d'exportation allemands et japonais. En outre, dans l'évaluation assez générale de la compétitivité, il n'est pas tenu compte de l'influence de deux facteurs: le volume croissant des produits manufacturés exportés par les pays en voie de développement et l'amenuisement de l'avance technologique dont bénéficiaient auparavant les Etats-Unis.

Le tableau ci-dessous montre l'incidence de l'évolution récente sur la répartition, par zone, des échanges commerciaux des Etats-Unis; il indique aussi dans quelle mesure l'apparition d'un déficit commercial aux Etats-Unis a contribué à améliorer la position du reste du monde. Entre 1975 et 1977, la détérioration de \$38 milliards de la balance commerciale des Etats-Unis s'est répartie assez uniformément entre les pays développés, les pays exportateurs de pétrole et les pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Au sein de la zone développée, toutefois, les trois quarts des surplus commerciaux correspondants ont échu au Japon et au Canada,

Etats-Unis: répartition des échanges commerciaux
par zone, 1971-77*

Soldes envers	1971-73 moyenne	1974	1975	1976	1977
	en milliards de dollars EU				
Zone développée du monde					
occidental	- 3,2	4,2	10,0	4,6	- 3,5
<i>dont:</i>					
CEE	0,4	3,0	6,2	7,6	4,4
Canada	- 2,5	- 2,0	0	- 2,1	- 3,6
Japon	- 2,9	- 1,6	- 1,7	- 5,4	- 8,1
Autres pays	1,8	4,8	5,5	4,5	3,8
Pays exportateurs de pétrole	- 0,2	- 8,9	- 6,3	-12,4	-19,2
Zone en développement non productrice de pétrole	0,8	1,9	5,2	- 0,9	- 5,9
Europe de l'Est et URSS	0,6	0,6	2,1	2,6	1,6
Soldes non identifiés	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3
Total de la balance commerciale	- 1,8	- 1,7	11,5	- 5,7	-26,7

* Sur la base des statistiques douanières; à partir de 1975, exportations et importations franco quai (au lieu de f.o.b.).

tandis qu'à l'égard de la CEE et des autres pays développés les Etats-Unis ont continué d'être fortement excédentaires. En outre, bien que la montée en flèche des importations pétrolières américaines ait été compensée en partie par la progression des ventes, non seulement de marchandises, ainsi qu'il est indiqué au tableau, mais aussi de services, aux pays exportateurs de pétrole, les Etats-Unis ont contribué largement au maintien des importants excédents des pays de l'OPEP, alors que l'évolution inverse s'est produite dans les autres grands pays. D'autre part, l'accroissement de plus de 50%, entre 1975 et 1977, de la valeur des achats américains aux pays en développement non producteurs de pétrole, notamment aux nations en voie d'industrialisation d'Asie et d'Amérique latine, a permis d'atténuer considérablement les difficultés rencontrées par ces pays en matière de balance des paiements.

Les transactions invisibles ont constitué l'une des composantes les plus dynamiques de la balance américaine des paiements: l'excédent de \$2,5 milliards observé en 1975 a été porté à \$7,9 milliards et à \$11 milliards au cours des deux dernières années. Cette amélioration traduit en grande partie une expansion de \$6 milliards entre 1975 et 1977 des revenus nets d'investissements en dépit de la faiblesse relative de la situation économique à l'étranger. A la rubrique «Autres services et transferts», c'est le solde des transactions de caractère militaire qui a enregistré le revirement le plus important; traditionnellement déficitaires, ces opérations avaient laissé en 1976 un léger surplus, qui est passé à \$1,4 milliard en 1977, du fait surtout de l'accélération sensible des ventes de matériel militaire à l'étranger.

Parallèlement à l'évolution défavorable de la balance des opérations courantes l'an passé, les opérations en capital, qui étaient légèrement en excédent, sont devenues fortement déficitaires, à concurrence de \$7,1 milliards. Ce chiffre est le résultat net d'un fléchissement des exportations de capitaux identifiés et d'une détérioration beaucoup plus forte du poste des transactions non identifiées, qui a fait apparaître des sorties nettes. Avec \$4,1 milliards en chiffres nets, les sorties identifiées de capitaux ont été inférieures de moitié à celles de 1976. Le déficit des investissements de portefeuille a fléchi de \$4,8 milliards, les entrées nettes de capitaux à long terme par le canal des banques ont doublé, passant à \$2,2 milliards alors que les sorties nettes au titre des opérations identifiées du poste «Divers», qui regroupe essentiellement des transactions effectuées par les entreprises, ont diminué de \$2,5 milliards. Ces variations ont été en partie compensées par une progression de \$2,4 milliards à \$3,5 milliards des sorties nettes au titre des investissements directs et par un revirement des opérations du gouvernement dans le sens d'un retour à la normale, \$0,7 milliard d'entrées faisant place à \$1,8 milliard de sorties, vu que les règlements anticipés de commandes de matériel militaire n'ont pas revêtu la même ampleur qu'en 1976. Contrastant fortement avec le solde positif d'un total de \$15,5 milliards enregistré en 1975 et en 1976, une sortie de \$3 milliards est apparue l'an dernier au poste des transactions non identifiées. Le premier semestre de 1977 avait encore été marqué par des entrées nettes d'un montant de \$2,5 milliards, mais, au troisième trimestre, celles-ci ont fait place, en raison des pressions qui se sont subitement exercées sur le dollar, à des sorties nettes d'un montant sans précédent (\$5,2 milliards); cette tendance s'est poursuivie pendant les trois derniers mois de l'année, à une cadence beaucoup plus réduite toutefois. Si l'on examine l'ensemble des mouvements de capitaux, on constate que les sorties nettes ont atteint leur rythme le plus soutenu aux deuxième et troisième trimestres, avec \$3,8 milliards

et \$4,2 milliards respectivement; au cours du dernier trimestre, durant lequel le changement le plus important a affecté sans conteste le solde des transactions non identifiées, ces sorties ont, semble-t-il, réagi à l'élargissement des écarts de taux d'intérêt en faveur des Etats-Unis.

Au total, la balance des paiements courants des Etats-Unis et celle des mouvements de capitaux ont enregistré l'an dernier un déficit général des paiements de plus de \$27 milliards, après avoir été pratiquement en équilibre en 1976. Il convient d'ajouter à ce déficit global \$6,5 milliards de sorties nettes à court terme par le canal des banques, de sorte que les engagements extérieurs nets de caractère officiel se sont accrus de \$33,8 milliards. Au cours des trois premiers trimestres de 1977, le secteur bancaire a été, au total, emprunteur net de fonds à court terme, pour le montant modeste de \$0,7 milliard. Au quatrième trimestre, toutefois, les prêts nets consentis par les banques à l'étranger ont progressé en flèche, à raison de \$7,2 milliards, du fait notamment d'une progression de \$8,9 milliards de leurs créances brutes, principalement sur leurs succursales dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient.

Les réserves officielles n'ayant progressé que de \$0,2 milliard pendant l'année, les variations de la balance générale et des mouvements de capitaux à court terme canalisés par les banques ont trouvé presque intégralement leur contrepartie dans l'augmentation des engagements à l'égard des organismes officiels étrangers, qui ont augmenté durant l'année à un taux sans cesse croissant pour atteindre leur maximum au quatrième trimestre avec un accroissement de \$14,8 milliards. Pour l'ensemble de l'année, ces engagements se sont gonflés de plus de \$34 milliards, en grande partie du fait d'achats d'intervention effectués par plusieurs pays industrialisés pour tenter de modérer l'appréciation du taux de change de leur monnaie par rapport au dollar. Ces interventions n'ont cependant pas toutes été uniquement de ce type car, au cours des neuf premiers mois de l'année, les principaux acheteurs de dollars ont été le Royaume-Uni et l'Italie qui, tous deux, se sont employés à reconstituer leurs réserves, fortement dérangées en 1976. On ne dispose pas d'évaluations séparées concernant les engagements des Etats-Unis à l'égard des pays exportateurs de pétrole, mais il apparaît qu'ils n'ont pas contribué pour plus d'un cinquième à l'accroissement total de l'endettement des Etats-Unis envers des organismes officiels l'an dernier.

Au premier trimestre de 1978, les importations américaines ont continué à se développer rapidement, et le déficit commercial s'est aggravé pour atteindre \$11,2 milliards, ce qui donne à penser que la balance des opérations courantes s'est de nouveau dégradée. En outre, des sorties de fonds à long et à court terme se sont poursuivies au titre des transactions en capital et par le canal des banques; elles ont été à la fois la conséquence et la cause d'une nouvelle pression à la baisse du dollar. Il en est résulté une progression de \$14,5 milliards des engagements nets des Etats-Unis envers les organismes officiels étrangers, du même ordre de grandeur qu'au cours du trimestre précédent, les banques centrales étrangères étant une fois de plus intervenues pour modérer le fléchissement du dollar. En avril, le déficit des paiements courants semble avoir été couvert, et au-delà, par des entrées de fonds au titre de la balance des capitaux à long terme et par le canal des banques, comme en témoigne le raffermissement sensible du dollar.

L'évolution de l'excédent des paiements courants du Japon, en forte progression l'an dernier, de \$3,7 milliards à \$11 milliards, a vivement contrasté avec celle qui a été

constatée aux Etats-Unis. Cet accroissement provient en totalité de la balance commerciale, car le déficit traditionnel des transactions invisibles s'est légèrement élargi. Les sorties de capitaux, bien qu'étant passées de \$0,8 milliard à \$3,4 milliards, n'ont pas permis d'empêcher un gonflement considérable des réserves.

L'excédent commercial japonais a poursuivi en 1977 son avance inexorable, passant de \$9,9 milliards à \$17,5 milliards. Le raffermissement du yen a puissamment stimulé cette expansion — du moins temporairement — en contribuant à améliorer les termes de l'échange de 9%. En volume, les exportations n'ont progressé que de 3% en 1977; il convient toutefois de considérer qu'elles avaient enregistré l'année précédente une poussée spectaculaire de 23%. Le taux de croissance des importations s'est également ralenti, tombant de 10½ à 3½%, à cause de la mollesse de la demande interne. On peut ajouter que, compte tenu de l'évolution constante de la qualité des produits d'exportation japonais et de la montée rapide du cours de change de la monnaie, les statistiques commerciales de 1977 ont peut-être surestimé la hausse des prix des marchandises exportées et, en contrepartie, sous-évalué leur croissance en volume, éventualité que semblent confirmer les statistiques sur le revenu national.

L'excédent commercial japonais s'est élargi de près de \$14 milliards depuis 1973. En 1977, les termes de l'échange s'établissaient à presque 25% au-dessous du niveau de cette année de référence, mais, comme le fait ressortir le graphique du début du présent chapitre, cette évolution a été compensée, et au-delà, par une augmentation considérable du volume des exportations (+52%) et par un fléchissement de 2½% de celui des importations. On estime que l'excédent commercial du Japon (f.o.b.) à l'égard des pays importateurs de pétrole s'élève à près de \$30 milliards, compte tenu d'importants excédents à l'égard des Etats-Unis, de la CEE et d'autres pays d'Europe.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les autorités ont essayé d'encourager les sorties l'an dernier, en assouplissant la réglementation limitant les émissions étrangères d'obligations libellées en yens sur le marché de Tokyo. En outre, les conditions du marché ont contribué à dissuader les entreprises japonaises de se procurer des ressources à l'étranger. Il en est résulté une montée en flèche des exportations nettes de capitaux à long terme, qui sont passées de \$1 milliard à \$3,2 milliards, le courant des sorties grossissant au fil des mois. Le principal changement est intervenu dans les opérations de portefeuille, où les entrées nettes ont fléchi de \$3 milliards en 1976 à \$0,7 milliard. En outre, le montant net des sorties au titre des crédits commerciaux a été porté de \$0,6 milliard à \$1,4 milliard. Etant donné l'appréciation sensible du yen l'an dernier, il est surprenant que les mouvements nets de capitaux à court terme aient été aussi faibles; ils se sont en effet soldés par de modestes sorties nettes (\$0,3 milliard) au cours de l'année, contre des entrées nettes légèrement plus faibles en 1976. Au total, les exportations nettes de capitaux ont atteint \$3,4 milliards l'an dernier, de sorte que l'excédent global de la balance des paiements s'est élevé à \$7,6 milliards, les chiffres trimestriels présentant une physionomie analogue à celle de la balance des paiements courants pour atteindre leur montant le plus élevé (près de \$4 milliards) au dernier trimestre.

Compte tenu de l'incidence des variations de change, l'excédent global a eu pour contreparties monétaires une réduction de \$1,2 milliard des engagements nets à court terme du secteur bancaire et un accroissement de près de \$5,9 milliards des

avoirs officiels nets. Pendant les neuf premiers mois de l'année, les sorties de capitaux à court terme par le canal des banques ont atteint \$2,3 milliards, compensant ainsi l'excédent global à concurrence de près des deux tiers. Durant cette période, les réserves ont progressé de \$1,7 milliard, bien que les avoirs liquides en devises aient fléchi de \$1,3 milliard, des dollars ayant été utilisés pour acquérir des actifs à plus long terme aux Etats-Unis. Au dernier trimestre, pendant lequel l'important excédent global a coïncidé avec le nouvel accès de faiblesse du dollar, les entrées nettes de capitaux à court terme par le canal des banques se sont élevées à \$1,1 milliard, compte tenu de l'accroissement d'environ \$2 milliards de leurs engagements extérieurs bruts en yens, et les réserves officielles ont progressé de \$5 milliards.

Au cours des trois premiers mois de 1978, des excédents de \$5,8 milliards et \$4 milliards ont été enregistrés au titre de la balance commerciale et de la balance des paiements courants respectivement. En même temps, les opérations en capital ont donné lieu à \$0,9 milliard d'entrées nettes, et les engagements extérieurs nets à court terme des banques se sont de nouveau accrus de \$2,5 milliards, ce qui a contribué à l'accroissement des avoirs monétaires officiels nets de \$6,8 milliards.

L'évolution de la balance des paiements de la *République fédérale d'Allemagne* a été dominée en 1977 par trois développements principaux: arrêt du mouvement de contraction de l'excédent des transactions courantes; reprise d'un mouvement d'exportations nettes de capitaux à long terme d'une assez grande ampleur avec, pour conséquence, un déficit de la balance des paiements de base; accélération rapide au second semestre des entrées nettes de capitaux à court terme, bancaires et autres, qui s'est traduite par un accroissement substantiel des réserves par suite des interventions officielles destinées à modérer l'appréciation du deutsche mark.

L'excédent des comptes courants, avec \$3,9 milliards, n'a pas varié par rapport à son niveau de 1976. Le surplus commercial s'est accru de \$2,5 milliards, atteignant ainsi \$19,2 milliards, ce qui constitue un second record historique; cet accroissement a été en partie compensé par une aggravation du déficit traditionnel des transactions invisibles, qui s'est élevé à \$15,3 milliards; la progression sensible des dépenses nettes effectuées au titre du tourisme et la diminution du revenu net des investissements ont été les principales causes de ce dernier mouvement.

Les résultats de la balance commerciale semblent imputables dans une large mesure à des facteurs conjoncturels. La croissance de 5% du volume des exportations, légèrement supérieure au taux d'expansion estimé du commerce mondial, est demeurée très au-dessous des 13½% obtenus en 1976. De plus, les prix à l'exportation exprimés en deutsche marks n'ont augmenté que de 1½%. Les pressions exercées par la concurrence du fait de l'appréciation de la monnaie allemande ont limité la liberté des exportateurs de majorer leurs tarifs; au cours du second semestre, les prix à l'exportation ont même fléchi momentanément alors que le deutsche mark continuait de se raffermir, d'où un amenuisement sensible des marges bénéficiaires des exportateurs allemands. Les contraintes exercées par les balances de paiements sur les partenaires commerciaux de l'Allemagne ainsi que des facteurs conjoncturels ont également affecté fortement la répartition des exportations allemandes. L'augmentation en valeur des ventes à destination des Etats-Unis et des pays de l'OPEP, respectivement 26 et 20%, a contrasté avec la stagnation des exportations vers la France, l'Italie et les pays d'Europe

Pays développés: balances des paiements¹

Pays	Années	Balance des transactions courantes ²	Balance des mouvements de capitaux ²	Balance générale ³	Ajustements ⁴	Balance générale après ajustements (= solde des mouvements monétaires avec l'étranger) ⁵
Allemagne fédérale	1976	3.890	- 3.125	765	75	840
	1977	3.920	- 2.915	1.005	- 405	600
Autriche	1976	- 1.470	430	- 1.040	25	- 1.065
	1977	- 2.970	1.830	- 1.140	55	- 1.195
Belgique-Luxembourg ⁶	1976	- 295	- 715	- 1.010	270	- 740
	1977	- 310	- 1.630	- 1.940	360	- 2.320
Canada	1976	- 4.230	4.710	480	255	735
	1977	- 4.020	1.255	- 2.765	85	- 2.850
Danemark	1976	- 1.915	1.985	70	70	140
	1977	- 1.645	2.620	975	60	1.035
Espagne	1976	- 4.295	2.465	- 1.830	200	- 2.030
	1977	- 2.255	2.765	510	940	430
Etats-Unis	1976	- 1.425	860	565	265	300
	1977	-20.210	- 7.135	-27.345	170	-27.175
Finlande	1976	- 1.165	950	215	10	225
	1977	- 190	230	40	60	100
France	1976	- 5.970	1.905	- 4.065	280	- 3.785
	1977	- 3.200	4.350	1.150	270	880
Grèce ⁶	1976	- 1.085	1.020	65		65
	1977	- 1.280	1.295	15		15
Irlande	1976	- 265	410	145	75	220
	1977	- 230	240	10	10	20
Italie	1976	- 2.850	1.470	- 1.380	375	- 1.005
	1977	2.285	135	2.420	55	2.365
Japon	1976	3.680	- 770	2.910	15	2.925
	1977	11.045	- 3.440	7.605	505	7.100
Norvège	1976	- 3.785	3.650	135	310	175
	1977	- 4.935	4.635	300	5	295
Pays-Bas	1976	2.690	- 3.890	- 1.200	530	670
	1977	255	- 1.455	- 1.200	225	975
Portugal ⁶	1976	- 1.245	65	- 1.180	130	- 1.310
	1977	- 1.495	15	- 1.480	340	- 1.140
Royaume-Uni	1976	- 1.950	- 1.460	- 3.410	90	- 3.320
	1977	- 15	10.030	10.015	330	9.885
Suède	1976	- 2.430	1.695	- 735	60	- 795
	1977	- 3.325	3.835	510	70	440
Suisse	1976	3.500	- 825	2.675		2.675
	1977	3.660	1.000	4.660		4.660
Turquie	1976	- 1.965	45	- 1.920		- 1.920
	1977	- 3.400	2.880	- 520		- 520
Yougoslavie	1976	165	825	990		990
	1977	- 1.800	1.965	165		165

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

¹ Sur la base des transactions. ² Pour de nombreux pays, les chiffres relatifs aux transactions courantes et aux mouvements de capitaux ne comprennent pas les bénéfices non distribués procurés par les investissements directs ni le réinvestissement correspondant de ces bénéfices. ³ 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. ⁴ Ecart dû principalement à l'incidence des variations de change et aux différences de couverture statistique. ⁵ Correspond à la somme des deux dernières colonnes du tableau de la page 90. ⁶ En partie sur la base des règlements.

de l'Est ainsi qu'avec les baisses effectives des ventes aux pays scandinaves participant au flottement européen concerté. Grâce surtout à la persistance d'une forte expansion des exportations vers les pays de l'OPEP en 1977, l'Allemagne a réalisé pour la première fois de son histoire un excédent commercial (de \$0,6 milliard) à l'égard de ce groupe.

Etant donné l'engourdissement de l'activité économique interne, la croissance du volume des importations a accusé un ralentissement brutal, tombant de 16½% en 1976 à 4½% en 1977. Les achats effectués au Royaume-Uni, au Japon, en Autriche et auprès des pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont enregistré l'expansion la plus importante. Par catégorie de marchandises, le volume des importations de matières premières et de produits semi-finis est pratiquement resté au même niveau que l'année précédente, le processus de reconstitution des stocks de ces produits de base ayant pris fin, alors que les achats de produits finis continuaient de se développer considérablement.

La revalorisation du deutsche mark s'est produite pour l'essentiel vers la fin de l'année passée, trop tard pour réduire l'excédent commercial de 1977. De fait, cet excédent s'est accru notablement au cours du dernier trimestre, pour atteindre \$6,4 milliards, les perspectives d'évolution du taux de change ayant probablement fait accélérer les livraisons à l'étranger et différer les importations.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les sorties nettes de fonds à long terme, qui avaient été minimales en 1976, ont fortement progressé et ont atteint \$4,9 milliards. Aussi la balance de base est-elle passée d'une année sur l'autre d'un excédent de \$3,7 milliards à un déficit de \$1 milliard. La reprise des sorties nettes de ressources à long terme a été due essentiellement au secteur privé, dont les exportations nettes de capitaux à échéance éloignée ont quadruplé, passant à \$4,2 milliards, par suite notamment de la recrudescence des achats de valeurs étrangères par des résidents allemands. En outre, les transactions officielles nettes à long terme ont accusé un revirement et font apparaître une sortie de \$0,7 milliard, après une entrée de \$1 milliard. Le taux élevé de l'épargne nationale, l'aisance relative des trésoreries bancaires et un écart des taux d'intérêt jouant en faveur de tous les principaux marchés financiers étrangers semblent avoir été les facteurs essentiels à l'origine de ces sorties régulières de fonds à long terme, qui n'ont cessé qu'en décembre du fait des tensions apparues sur les marchés des changes. La totalité de cette progression des exportations nettes de capitaux à long terme a été compensée par un renversement d'une ampleur de \$5 milliards des mouvements de fonds à court terme, qui s'est traduit par une entrée nette de \$2 milliards. Cet afflux a revêtu presque exclusivement la forme d'emprunts à l'étranger du secteur privé non bancaire. Sur l'ensemble de l'année, l'Allemagne a dégagé un excédent global de paiements de \$1 milliard, chiffre légèrement supérieur à celui de 1976.

Outre l'excédent monétaire avec l'étranger, des entrées nettes de capitaux à court terme, d'un montant de \$4,3 milliards, se sont produites par le canal des banques, de sorte que les avoirs monétaires officiels nets se sont accrus de \$4,9 milliards au cours de l'année. En dehors du mois de juillet, toutefois, où les interventions des autorités monétaires ont contribué à renforcer temporairement les réserves officielles nettes à concurrence de \$0,9 milliard, les trois premiers trimestres de 1977 ont été

caractérisés au total par une réduction modeste de \$0,3 milliard de la position monétaire officielle nette. Dans le secteur bancaire, des sorties nettes de capitaux à court terme d'un montant de \$0,9 milliard au premier trimestre ont été suivies d'environ \$2,7 milliards d'entrées nettes durant les deuxième et troisième trimestres. Pendant les trois derniers mois de l'année, au cours desquels le deutsche mark a été soumis à de fortes pressions à la hausse, l'afflux de fonds à court terme dans le système bancaire, libellés principalement en monnaie nationale, s'est élevé au total à \$7 milliards en chiffres bruts, et les engagements extérieurs nets à court terme des banques ont augmenté de \$2,5 milliards. Au cours de ce même trimestre, les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$5,2 milliards, par suite essentiellement des interventions officielles visant à modérer l'appréciation du deutsche mark.

Au cours du premier trimestre de 1978, la balance des paiements courants a fait apparaître un excédent de \$1,5 milliard, soit une augmentation de \$0,5 milliard par rapport à la période correspondante de 1977. Cette évolution a été due entièrement à une progression de l'excédent commercial. Les entrées nettes de capitaux se sont élevées, en outre, à \$2 milliards. La position monétaire extérieure nette s'est améliorée de \$3,6 milliards; ces gains ont permis, à concurrence d'un peu plus des deux tiers, soit \$2,3 milliards, de grossir les avoirs officiels nets.

L'excédent des paiements courants de la Suisse s'est élevé en 1977 à \$3,7 milliards, chiffre légèrement supérieur à celui de l'année précédente; il représente 5,8% du produit national brut, ce qui constitue de loin le record pour les pays industrialisés. Les accroissements en volume, tant des exportations que des importations (respectivement 12 et 10%) ont notablement dépassé les résultats enregistrés en moyenne par les pays industriels. La vive accélération des exportations est d'autant plus appréciable si on la replace dans le contexte du ralentissement du commerce mondial; elle traduit en partie le renforcement de la position concurrentielle de l'industrie helvétique, qui s'explique par la stabilité relative du taux de change effectif du franc suisse entre le printemps de 1976 et le troisième trimestre de 1977 et par le plafonnement de l'évolution tendancielle des coûts et des prix sur le plan interne. L'augmentation substantielle du volume des importations s'est produite dans le cadre d'une expansion de l'activité économique interne plus forte que celle de la plupart des autres pays industriels. Toutefois, comme les termes de l'échange sont retombés pratiquement à leur niveau de 1975, l'excédent commercial s'est réduit de près de moitié pour atteindre \$0,3 milliard. Ce fléchissement a été plus que compensé par un accroissement de \$0,4 milliard de l'excédent des transactions invisibles.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les autorités ont poursuivi leur politique d'encouragement des exportations de fonds. Les émissions brutes par des non-résidents d'obligations et d'effets à moyen terme libellés en francs suisses et les sorties - d'un montant modeste - effectuées par l'intermédiaire des fonds de placement se sont élevées au total à \$5,6 milliards en 1977, soit à peu de chose près le même montant qu'en 1976. Le redressement du franc suisse a cependant favorisé une accélération des remboursements d'obligations étrangères dont le montant a ainsi doublé, passant à \$0,8 milliard. De ce fait, les sorties nettes identifiées de capitaux à long et à moyen terme ont atteint \$4,8 milliards, chiffre quelque peu inférieur à celui de l'année précédente. En même temps, les entrées nettes de capitaux non identifiés se sont accrues considérablement, surtout en fin d'année lorsque les tensions spéculatives

se sont renforcées. Sur l'ensemble de l'année, ces entrées se sont élevées à \$5,8 milliards, contre \$4,4 milliards en 1976. Cette évolution s'est traduite par un excédent de la balance générale des paiements de \$4,7 milliards, alors qu'il avait été de \$2,7 milliards en 1976. Cet excédent monétaire net s'est reflété pour l'essentiel dans l'amélioration de \$4 milliards des avoirs extérieurs nets des banques, cependant que le reliquat, soit \$0,7 milliard, allait grossir les réserves. Les opérations spéciales de fin d'année, c'est-à-dire les swaps de dollars EU effectués entre les banques commerciales et la Banque Nationale Suisse pour aider les banques à faire face à leurs obligations en matière de réserves et de liquidités, masquent cependant les mouvements profonds qui ont affecté les réserves officielles nettes et les positions extérieures nettes des banques. Si l'on élimine l'incidence de ces swaps, l'augmentation en 1977 des avoirs monétaires officiels nets s'inscrit à \$2,6 milliards, soit le double de l'année précédente, étant donné qu'à la fin de 1977 la position interne de liquidité des banques, relativement forte, leur a permis de réduire de plus de moitié leurs recours aux swaps en dollars EU par rapport au montant utilisé à la fin de 1976.

Parmi les grands pays industrialisés ayant cherché l'année dernière à redresser leurs comptes extérieurs, c'est l'Italie qui a réalisé l'amélioration la plus importante, puisque la balance des paiements courants de ce pays est passée d'un déficit de \$2,8 milliards à un excédent de \$2,3 milliards. Le déficit commercial de \$4,2 milliards accusé en 1976 a été totalement éliminé, sous l'effet surtout d'une gestion restrictive de la demande interne. Le volume des importations a été inférieur de 2% à son niveau de 1976, le fléchissement ayant été amorcé au premier trimestre pour atteindre son maximum durant le troisième. Le volume des exportations, en revanche, s'est accru de 7% d'une année sur l'autre. Les termes de l'échange se sont également améliorés, de 2½%, avec une forte augmentation des prix tant à l'exportation qu'à l'importation, de sorte qu'en valeur, l'expansion des ventes à l'étranger a été pratiquement deux fois plus rapide que celle des achats. Grâce essentiellement à une bonne saison touristique, les transactions invisibles se sont aussi notablement renforcées et font apparaître un excédent de \$2,2 milliards.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les entrées nettes se sont réduites, puisqu'elles sont passées de \$1,5 milliard en 1976 à \$0,1 milliard l'an passé, en raison surtout d'un revirement de la position nette des crédits commerciaux qui, au lieu de se solder par \$2,1 milliards d'entrées, enregistrent \$0,7 milliard de sorties. Les mouvements de capitaux étant pratiquement en équilibre, la balance générale des paiements de l'Italie fait apparaître un excédent de \$2,4 milliards, contre un déficit de \$1,4 milliard l'année précédente. Les entrées nettes de capitaux à court terme acheminés par les banques, qui avaient atteint \$2,3 milliards en 1976, sont demeurées très importantes au cours du premier semestre de l'an passé; en juillet, l'endettement net à court terme des banques italiennes accusait une nouvelle progression, de \$4,3 milliards, et s'élevait à \$7,3 milliards. Une réduction de \$0,9 milliard s'est ensuite opérée au total sur le reste de l'année. Si l'on considère l'ensemble de l'année 1977, on note — abstraction faite de l'incidence de la revalorisation de l'or — une amélioration de \$5,8 milliards de la position monétaire officielle nette de l'Italie, les avoirs bruts s'étant accrus de \$5,3 milliards et les engagements officiels bruts ayant diminué de \$0,5 milliard. Cette évolution s'est produite dans sa totalité après le mois d'avril, lorsque la politique de maintien du taux de change de la lire par rapport au dollar à un niveau

voisin de Lit 880 a permis aux autorités d'effectuer des achats substantiels de dollars sur le marché. La réduction des engagements monétaires officiels a été le résultat net d'un certain nombre de transactions: entre mars et juin, l'Italie a procédé à des tirages, pour près de \$0,3 milliard, auprès de la Bundesbank au titre de l'accord de prêt de 1974 et, à hauteur de \$0,5 milliard, auprès de la CEE; elle a également prélevé \$0,1 milliard dans le cadre de la première tranche d'un nouvel accord stand-by conclu avec le FMI pour un montant supérieur à \$0,5 milliard; au troisième trimestre, des remboursements ont été effectués auprès du FMI et de la Bundesbank, pour un total de \$1,1 milliard et \$0,5 milliard respectivement.

Au cours du premier trimestre de 1978, la balance générale des paiements de l'Italie est demeurée excédentaire, comme l'indique l'amélioration d'environ \$0,8 milliard de la position monétaire extérieure nette. Malgré un fléchissement de \$0,7 milliard des réserves brutes, les avoirs officiels nets ont progressé de \$0,3 milliard, étant donné les importants remboursements de dettes officielles réalisés en mars, notamment \$0,5 milliard à la Bundesbank, \$0,4 milliard à la CEE, au titre de la première tranche d'un prêt à moyen terme obtenu en 1974, et \$0,4 milliard au FMI dans le cadre d'un crédit stand-by de la même année.

La France, également, a opéré un redressement sensible de ses paiements courants l'année dernière, puisque son déficit s'est réduit de \$6 milliards à \$3,2 milliards. Pour les trois quarts environ, cette évolution a été due aux échanges commerciaux, alors que le déficit des transactions invisibles, qui a diminué de moitié, a été ramené à \$0,6 milliard, sous l'effet uniquement de l'accroissement des recettes nettes tirées des services. En outre, les entrées nettes de capitaux se sont accrues au total de \$2,5 milliards, de sorte que la balance générale des paiements s'est améliorée de \$5,3 milliards et fait apparaître un excédent de \$1,2 milliard.

La balance commerciale s'est régulièrement redressée tout au long de 1977, le déficit régressant de \$4,8 milliards à \$2,6 milliards. Les deux tiers de ce déficit ont été enregistrés au premier semestre (sur la base des données désaisonnalisées). Comme les termes de l'échange se sont quelque peu détériorés, cette amélioration est imputable, et au-delà, à l'évolution du volume des échanges. Les importations, en particulier, se sont accrues de moins de 1%, ce qui traduit en grande partie l'incidence de la politique de restriction de la demande interne. En outre, des économies ont été réalisées au niveau des importations de combustibles au fur et à mesure que s'atténaient les répercussions néfastes de la sécheresse de 1976. En même temps, les exportations se sont développées de 6½%, soit à un rythme supérieur à celui de la croissance du commerce mondial, ce qui semble dû à l'influence favorable de la dépréciation effective du franc en 1976. Les accroissements les plus importants ont été réalisés par les exportations de produits industriels, les ventes à destination des Etats-Unis, du Royaume-Uni et des pays en voie de développement ayant connu notamment un vif essor.

Venant s'ajouter au redressement de la balance des paiements courants, les entrées nettes de capitaux ont plus que doublé au total l'an dernier et sont passées de \$1,9 milliard à \$4,4 milliards. Les mouvements de capitaux à long terme ont contribué pour près de moitié à cette évolution, les sorties nettes tombant de \$1,1 milliard à un chiffre nul. Le produit net des emprunts à long terme obtenus auprès de banques étrangères s'est accru de \$1,7 milliard à \$2,7 milliards, cependant que

les transactions réalisées au titre d'investissements directs et de portefeuille ont engendré une entrée nette de \$0,9 milliard, soit presque le double de celle de 1976. Il n'en reste pas moins que ces afflux ont continué d'être plus que compensés par des sorties nettes de crédits commerciaux à long terme (\$3,7 milliards) qui ont dépassé de \$0,4 milliard le montant de 1976. Les entrées de capitaux à court terme, non identifiés essentiellement, ont enregistré un accroissement notable l'an dernier, en passant de \$3 milliards à \$4,4 milliards. Si l'on tient compte de l'incidence des variations de change, mais en excluant les modifications dues à la réévaluation du stock d'or, l'excédent global a eu comme contreparties monétaires externes une augmentation de \$0,8 milliard des avoirs officiels nets et une très faible réduction des engagements nets à court terme du système bancaire.

Les données douanières désaisonnalisées relatives au premier trimestre de 1978 donnent à penser que la balance des échanges commerciaux avec l'étranger s'est légèrement détériorée par rapport au quatrième trimestre de 1977, tout en restant cependant proche de l'équilibre. Sur la base de données non désaisonnalisées, cette dégradation a été relativement plus importante (\$0,7 milliard), et le déficit atteint \$0,5 milliard. Cette évolution s'est produite dans le contexte d'un affaiblissement du franc à l'approche des élections de mars. Les sorties de capitaux ont, toutefois, été enrayerées grâce à un fort relèvement des taux d'intérêt à court terme en février; le mouvement s'est ensuite en partie inversé dans la deuxième quinzaine de mars. Sur l'ensemble du trimestre, les avoirs monétaires officiels nets ont fléchi de moins de \$0,4 milliard.

La conjonction de restrictions sur le plan interne et de l'incidence croissante du pétrole de la Mer du Nord a fait passer la balance des paiements courants du *Royaume-Uni* d'un déficit de \$2 milliards à un quasi-équilibre sur l'ensemble de l'année 1977, un excédent étant même apparu au second semestre. Cette évolution a été, toutefois, bien moins importante que le renversement des mouvements de capitaux — qui se sont soldés par des entrées nettes de \$10 milliards — consécutif au regain de confiance dans la livre sterling.

L'élimination du déficit de \$2 milliards des transactions courantes en 1976 s'explique et au-delà par une réduction de \$3,1 milliards du déficit commercial. Le redressement des échanges commerciaux provient pour une faible part d'une amélioration d'environ 2% des termes de l'échange et, pour le reste, de modifications en volume, les exportations ayant progressé de 9¼%, contre 2¼% seulement pour les importations. Si l'on ne tient pas compte des combustibles, la croissance des exportations en volume a atteint 8%, ce qui constitue un résultat remarquable compte tenu de l'atonie de la demande mondiale. Malgré la stagnation de la demande interne, le volume des importations autres que les combustibles s'est accru de plus de 6%, chiffre qui comprend un accroissement de 13% des achats de produits finis. L'excédent des transactions invisibles a fléchi par rapport à son record de \$4,3 milliards enregistré en 1976 et s'est établi à \$3,2 milliards, vu que les compagnies pétrolières étrangères ont commencé à rapatrier les bénéfices tirés du pétrole de la Mer du Nord et que le montant des intérêts servis sur les emprunts officiels et privés a encore augmenté.

Pour ce qui est des mouvements de capitaux, des sorties nettes de \$1,5 milliard en 1976 ont fait place à des entrées nettes de \$10 milliards l'année passée. Le mouvement de redressement a été assez général en raison du retour de la confiance et de

L'attrait exercé sur les capitaux par l'existence de conditions avantageuses sur le marché financier et sur celui des changes. Les investissements directs effectués par le secteur privé ont dégagé des entrées nettes de \$2,3 milliards, contre \$0,6 milliard de sorties nettes au cours de l'année précédente; les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille, y compris les fonds d'Etat, sont passées de \$1 milliard à \$2,8 milliards; les autres flux de capitaux identifiés ont enregistré un revirement de \$3,2 milliards, qui a fait apparaître \$1,1 milliard d'entrées nettes. L'excédent de la balance des mouvements de capitaux a été renforcé par des entrées de fonds non identifiés qui, en forte progression (\$4 milliards), ont atteint \$4,5 milliards.

Etant donné l'équilibre de la balance des paiements courants, le Royaume-Uni a ainsi enregistré un excédent global de \$10 milliards, ce qui représente un redressement de \$13,4 milliards par rapport à 1976. Outre cet excédent, \$2,2 milliards d'entrées nettes se sont produites par le canal des banques, ce qui constitue un renversement partiel de l'évolution de 1976 (\$3,2 milliards de sorties nettes), bien que la nature des flux ait été totalement différente. L'année 1976 avait été caractérisée essentiellement par une baisse de \$2,5 milliards des avoirs officiels en sterling, qui n'ont guère varié l'année passée, un accroissement tendanciel ayant été compensé par l'émission en avril d'un montant équivalant à \$0,7 milliard de titres d'Etat libellés en devises étrangères au profit des détenteurs officiels de balances sterling. A l'opposé, l'accroissement en 1977 des engagements extérieurs nets des banques s'explique, et au-delà, par un gonflement de \$2,6 milliards des balances sterling privées. Les transactions monétaires officielles ont également donné lieu à des entrées de fonds l'année dernière. Outre les tirages effectués, à concurrence de \$2 milliards, sur le crédit stand-by du FMI, le gouvernement et les autres collectivités publiques ont emprunté un montant net de \$1,9 milliard sur l'euro-marché. Les réserves officielles ont enregistré une progression spectaculaire de \$16,4 milliards, qui s'est produite dans sa quasi-totalité au cours des dix premiers mois de l'année, et ont ainsi atteint \$20,6 milliards. En valeur nette, la position monétaire officielle envers l'étranger s'est améliorée de \$11,9 milliards.

Au premier trimestre de 1978, la balance des paiements courants a varié de façon irrégulière et a de nouveau fait apparaître un déficit, de \$0,4 milliard en données désaisonnalisées, après avoir dégagé un excédent de \$0,6 milliard au cours des trois mois précédents. Les avoirs de réserve ont fléchi de \$0,2 milliard, y compris \$0,4 milliard de remboursements nets d'emprunts effectués dans le cadre du système de couverture du risque de change. L'accroissement tendanciel des réserves a toutefois pris fin en mars lorsque le taux de change effectif de la livre sterling a commencé à s'affaiblir. En avril, nonobstant le revirement de la balance des paiements courants, qui a accusé un excédent record de \$0,6 milliard, les autorités ont été contraintes d'intervenir massivement pour soutenir le taux de change. Les réserves officielles ont enregistré une baisse sans précédent de \$3,3 milliards, dont un tiers seulement est imputable à des remboursements de dettes, à savoir un rachat de \$0,9 milliard effectué auprès du FMI et des remboursements nets, à hauteur de \$0,3 milliard, opérés sur les emprunts en euro-monnaies.

Dans le cas des *Pays-Bas*, l'excédent courant de \$2,7 milliards dégagé en 1976 a pratiquement disparu, par suite surtout de la détérioration des échanges commerciaux. Les exportations, en particulier de matières premières autres que le gaz naturel et le

Pays développés: positions monétaires extérieures¹

Pays	Fin d'année	Or ²	Avoirs nets en devises	Créances ou engagements à l'égard du FMI	Total net des avoirs officiels	Banques commerciales (chiffres nets)	Total net des avoirs à l'étranger	Variations ³	
								Avoirs officiels nets	Banques commerciales (chiffres nets)
en millions de dollars EU									
Allemagne fédérale	1976	4.965	25.935	4.510	35.410	-1.335	34.075	+ 3.495	- 2.655
	1977	4.995	31.195	4.085	40.275	-5.600	34.675	+ 4.865	- 4.265
Autriche	1976	850	3.005	510	4.365	-2.220	2.145	- 45	- 1.020
	1977	895	2.770	510	4.175	-3.225	950	- 190	- 1.005
Belgique-Luxembourg	1976	1.780	2.155	1.405	5.340	-2.635	2.705	- 576	- 165
	1977	1.790	2.000	1.440	5.230	-4.845	385	- 110	- 2.210
Canada	1976	880	2.480	1.500	4.860	680	5.540	- 300	+ 1.035
	1977	935	1.315	1.355	3.605	- 915	2.690	- 1.255	- 1.595
Danemark	1976	75	530	170	775	350	1.125	- 75	+ 215
	1977	80	1.320	205	1.605	555	2.160	+ 830	+ 205
Espagne	1976	600	4.240	- 560	4.280	-3.805	475	- 1.040	- 990
	1977	610	5.460	- 635	5.435	-5.390	45	+ 1.155	- 1.585
Etats-Unis	1976	11.600	-91.660 ⁴	6.830	-73.230	13.865 ⁵	-59.365	- 8.745	+ 8.445
	1977	11.720	-126.015 ⁴	7.575	-106.720	20.180 ⁵	-86.540	-33.490	+ 6.315
Finlande	1976	35	355	- 150	240	- 710	- 470	- 145	- 80
	1977	40	425	- 175	290	- 660	- 370	+ 50	+ 50
France	1976	12.840	3.295	1.245	17.380	.	.	- 2.690 ⁶	- 895
	1977	16.720	4.110	1.185	22.015	.	.	+ 785 ⁶	+ 95
Grèce	1976	150	- 145	- 270	- 265	30	- 235	- 55	- 10
	1977	160	- 220	- 200	- 260	40	- 220	+ 5	+ 10
Irlande	1976	20	1.685	130	1.835	- 520	1.315	+ 305	- 85
	1977	20	2.215	135	2.370	-1.035	1.335	+ 535	- 515
Italie	1976	9.320	- 400	-2.765	6.155	-2.995	3.160	+ 1.265 ⁶	- 2.270
	1977	11.260	4.415	-1.775	13.900	-6.450	7.450	+ 5.820 ⁶	- 3.455
Japon	1976	860	13.340	1.865	16.065	-14.125	1.940	+ 3.520	- 595
	1977	920	18.785	2.270	21.975	-12.935	9.040	+ 5.910	+ 1.190
Norvège	1976	40	1.885	390	2.315	- 175	2.140	+ 215	- 40
	1977	45	1.170	400	1.615	230	1.845	+ 700	+ 405
Pays-Bas	1976	2.295	3.470	1.655	7.430	- 890	6.540	+ 320	- 990
	1977	2.305	3.645	1.845	7.795	-2.230	5.565	+ 365	- 1.340
Portugal	1976	1.125	- 865	- 190	70	30	100	- 1.090	- 220
	1977	1.025	-1.185	- 290	- 450	- 590	-1.040	- 520	- 620
Royaume-Uni	1976	890	-9.600 ⁷	-1.320	-10.030	.	.	- 6.540	+ 3.220 ⁸
	1977	940	4.320 ⁷	-3.425	1.835	.	.	+ 11.865	- 2.180 ⁸
Suède	1976	235	1.805	395	2.435	535	2.970	- 595	- 200
	1977	250	2.935	405	3.590	- 180	3.410	+ 1.155	- 715
Suisse	1976	3.515	9.255	290	13.060	9.525	22.585	+ 2.600	+ 75
	1977	3.515	9.740	475	13.730	13.515	27.245	+ 670	+ 3.990
Turquie	1976	145	-2.990	- 370	-3.215	.	.	- 1.920	.
	1977	155	-3.480	- 410	-3.735	.	.	- 520	.
Yougoslavie	1976	60	1.980	- 360	1.680	.	.	+ 990	.
	1977	65	2.025	- 245	1.845	.	.	+ 165	.

¹ Pour la plupart des pays figurant au tableau, les chiffres indiqués ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés. ² En France et en Italie, l'or est évalué à des prix dérivés du marché; dans un tiers des pays figurant au tableau, il est évalué à \$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. ³ La somme des deux dernières colonnes est égale au solde global ajusté du tableau de la page 83. ⁴ Est égal aux avoirs en monnaies convertibles, moins les engagements déclarés par les banques envers des institutions officielles étrangères. ⁵ 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. ⁶ Ne comprend pas les modifications dues à la réévaluation du stock d'or. ⁷ Comprend, en tant qu'engagements, les obligations en devises émises par le gouvernement ainsi que 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. ⁸ 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.

pétrole, ont fortement régressé au premier semestre de 1977, ce qui provient en partie d'une perte de compétitivité. Sur l'ensemble de l'année, le volume des ventes à l'étranger a baissé de 2¼% par rapport au niveau de l'année précédente, tandis que celui des importations a augmenté de 2%. De ce fait, la balance commerciale, qui avait dégagé un excédent de \$1,6 milliard en 1976, a accusé un déficit de \$0,5 milliard.

La quasi-disparition de l'excédent courant a coïncidé avec une réduction des sorties nettes de capitaux, qui sont passées de \$3,9 milliards à \$1,5 milliard. L'importance de la demande étrangère de valeurs néerlandaises, en particulier de la part de résidents allemands et suisses, a provoqué un renversement des transactions de portefeuille, \$1,8 milliard d'entrées en 1977 ayant succédé à de faibles sorties en 1976. Comme la contraction de l'excédent courant a été totalement compensée par la diminution des exportations nettes de capitaux, le déficit global n'a pas varié par rapport à 1976 (\$1,2 milliard). Si l'on tient compte des variations de change, on note une dégradation de \$1 milliard seulement de la position monétaire extérieure nette, les entrées nettes de capitaux bancaires à court terme s'élevant à \$1,4 milliard et les avoirs officiels nets ayant progressé de \$0,4 milliard. Ce redressement de la position monétaire officielle nette est intervenu dans sa totalité au cours des deuxième et troisième trimestres, lorsque la forte position du florin au sein du « serpent » a contraint les autorités à intervenir. Les entrées nettes de fonds par le canal des banques ont été concentrées sur les trois derniers trimestres, alors qu'au premier des sorties nettes s'étaient produites pour un montant de \$0,6 milliard.

L'évolution de la balance des paiements du *Canada* au cours de l'année passée a été dominée par une très importante diminution des entrées nettes de capitaux, qui a fait passer la balance générale des paiements d'un excédent à un déficit substantiel. En ce qui concerne les paiements courants, l'essor relatif de l'économie américaine a engendré une progression de \$1,6 milliard de l'excédent commercial, qui a ainsi atteint \$2,7 milliards; cette amélioration a toutefois été presque totalement neutralisée par une augmentation des paiements nets effectués au titre des transactions invisibles; aussi le déficit courant de \$4 milliards n'a-t-il été que de très peu inférieur à celui de l'année précédente.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le montant total des entrées nettes a fléchi de \$4,7 milliards pour revenir à \$1,3 milliard. Les entrées nettes de capitaux à long terme ont été, avec \$4,1 milliards, inférieures de moitié à celles de l'année précédente. En particulier, les nouvelles émissions nettes à l'étranger d'obligations canadiennes ont régressé de \$8,3 milliards à \$4,6 milliards. Le rétrécissement des écarts par rapport aux taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis, la contraction des besoins d'emprunt de certaines provinces et les incertitudes tenant au climat politique semblent avoir été les principaux facteurs de cette évolution. Comme les sorties nettes de capitaux à court terme ont été pratiquement du même ordre de grandeur qu'en 1976, la balance générale des paiements est passée d'un excédent de \$0,5 milliard à un déficit de \$2,8 milliards. La détérioration correspondante de la position monétaire extérieure globale comprend une diminution de \$1,2 milliard des avoirs officiels nets, essentiellement des réserves en dollars, ainsi qu'une entrée nette de \$1,6 milliard de fonds à court terme acheminés par l'intermédiaire des banques. Cette diminution des réserves est intervenue pour plus de la moitié au premier trimestre, lorsque le dollar canadien a été soumis à de fortes pressions sur les marchés des changes.

Les transactions courantes en *Belgique-Luxembourg* se sont soldées en 1977 par un déficit de \$0,3 milliard, soit exactement le même chiffre qu'en 1976. La légère dégradation du déficit commercial, qui a été porté à \$1,1 milliard, a été compensée par l'augmentation des revenus nets au titre des transactions invisibles. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le montant total des sorties nettes a plus que doublé, atteignant \$1,6 milliard, par suite surtout de l'accroissement, de \$0,8 milliard à \$1,5 milliard, des prêts bancaires à long terme accordés à l'étranger. Par voie de conséquence, le déficit global s'est amplifié, passant de \$1 milliard à \$1,9 milliard; la principale contrepartie monétaire de cette évolution a été une détérioration de \$2,2 milliards des positions extérieures nettes à court terme des banques. En revanche, on constate une dégradation de seulement \$0,1 milliard de la position monétaire officielle nette, malgré certains mouvements notables survenus au cours de l'année. Durant les dix premiers mois, les avoirs officiels nets se sont accrus à un rythme régulier, pour un montant de \$0,6 milliard; en novembre et en décembre, toutefois, lorsque le franc belge s'est trouvé soumis à des pressions au sein du bloc européen de flottement concerté, les autorités ont contracté \$0,6 milliard d'engagements à l'égard du Fonds européen de coopération monétaire, dans le cadre d'opérations de soutien de leur monnaie. Au début de 1978, l'atténuation des pressions sur le franc a permis le remboursement total de ces engagements, et les avoirs monétaires officiels nets ont repris leur évolution ascendante.

La balance des paiements courants de la *Suède*, qui s'était détériorée au cours des trois années précédentes, s'est encore dégradée de \$0,9 milliard en 1977 pour atteindre un déficit record de \$3,3 milliards. Cette aggravation du déficit courant a été largement imputable à un gonflement des paiements nets au titre des transactions invisibles, sous la forme notamment de versements de revenus tirés des investissements et de dépenses touristiques. Sur l'ensemble de l'année, la balance commerciale a dégagé un léger excédent de \$0,2 milliard, inférieur de moitié à celui de 1976. L'évolution tendancielle des flux commerciaux s'est toutefois nettement modifiée à la suite de la dévaluation de 10% de la couronne, à la fin du mois d'août. Le déficit commercial de \$0,3 milliard noté au troisième trimestre a cédé la place à un excédent de \$0,4 milliard dans les trois derniers mois de l'année; cette amélioration s'est poursuivie au cours du premier trimestre de 1978.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, l'année 1977 a été caractérisée essentiellement par la décision du gouvernement de contracter directement des emprunts à l'étranger, en vue de financer les importants déficits enregistrés sur le plan budgétaire et au niveau des comptes extérieurs. Les autorités ont collecté l'équivalent de \$2 milliards de fonds, et de ce fait les entrées nettes de capitaux à long terme sont passées de \$0,3 milliard en 1976 à \$2,3 milliards en 1977. Les entrées nettes de capitaux à court terme étant demeurées pratiquement du même ordre qu'en 1976, le total net des afflux de capitaux a été porté de \$1,7 milliard à \$3,8 milliards. Par voie de conséquence, la balance générale des paiements est passée d'un déficit de \$0,7 milliard à un excédent de \$0,5 milliard. De surcroît, des entrées nettes de fonds à court terme, pour un montant de \$0,7 milliard, se sont produites par le canal des banques. Pour l'ensemble de l'année, la position monétaire officielle nette de la Suède s'est donc améliorée de \$1,2 milliard. L'évolution des réserves officielles s'est cependant faite en trois étapes distinctes. Au cours de la période se terminant en mai, les réserves

se sont accrues de \$0,8 milliard; durant les trois mois suivants, malgré les emprunts substantiels effectués par le gouvernement, elles ont fléchi de \$0,6 milliard, lorsque les autorités sont intervenues massivement avant la dévaluation de la couronne en août. Pendant le reste de l'année, les avoirs officiels se sont renforcés de \$1 milliard pour progresser encore de \$0,5 milliard au cours des quatre premiers mois de 1978.

Les pays développés extérieurs au Groupe des Dix et de la Suisse, qui, dans de nombreux cas, se trouvent aux prises depuis 1974 avec des déficits de paiements qui demeurent considérables, ont vu en 1977 le solde négatif global de leurs transactions courantes s'élargir encore légèrement, pour atteindre \$23,4 milliards. Ce résultat d'ensemble décevant recouvre des changements marqués, dans les deux sens, survenus dans les positions de certains pays. Ainsi, dans trois cas où la politique de modération de la demande a été strictement observée tout au long de 1977, la balance des paiements courants s'est remarquablement améliorée. En Espagne, le déficit a été sensiblement réduit, à raison de \$2 milliards, et ramené à \$2,3 milliards; celui de la Finlande a diminué de \$1 milliard, de sorte que les paiements courants se sont trouvés presque équilibrés; enfin, par suite d'un revirement spectaculaire de \$3 milliards, l'Afrique du Sud a réussi à dégager un excédent, qui a atteint \$1 milliard. De son côté, Israël est parvenu à résorber la moitié du déficit de ses transactions courantes, qui est tombé à \$0,5 milliard. Ces améliorations ont toutefois été plus que compensées par de fortes détériorations des balances des paiements courants de cinq pays qui ont tous connu, à des degrés

**Balances des paiements courants des pays développés extérieurs
au Groupe des Dix et de la Suisse¹**

Pays et zones	Balance commerciale (f.o.b.)			Services et transferts			Balance des paiements courants		
	1975	1976	1977	1975	1976	1977	1975	1976	1977
en milliards de dollars EU									
Autriche	- 1,39	- 2,54	- 3,79	1,07	1,07	0,82	- 0,32	- 1,47	- 2,97
Danemark	- 1,31	- 2,88	- 2,66	0,80	0,97	1,01	- 0,51	- 1,91	- 1,65
Espagne	- 7,39	- 7,33	- 6,02	3,85	3,03	3,76	- 3,54	- 4,30	- 2,26
Finlande	- 1,63	- 0,58	0,53	- 0,56	- 0,59	- 0,72	- 2,19	- 1,17	- 0,19
Grèce ²	- 2,51	- 2,74	- 3,23	1,44	1,66	1,95	- 1,07	- 1,08	- 1,28
Irlande	- 0,46	- 0,61	- 0,81	0,44	0,35	0,58	- 0,02	- 0,26	- 0,23
Islande	- 0,14	- 0,02	- 0,01	0	0	- 0,01	- 0,14	- 0,02	- 0,02
Norvège	- 2,85	- 3,50	- 3,99	0,37	- 0,29	- 0,94	- 2,48	- 3,79	- 4,93
Portugal ³	- 1,67	- 2,11	- 2,53	0,85	0,87	1,03	- 0,82	- 1,24	- 1,50
Turquie	- 2,84	- 2,60	- 3,60	0,99	0,64	0,20	- 1,85	- 1,96	- 3,40
Yougoslavie	- 2,99	- 1,88	- 3,59	1,96	2,05	1,79	- 1,03	0,17	- 1,80
Total pour l'Europe occidentale	-25,18	-26,79	-29,70	11,21	9,76	9,47	-13,97	-17,03	-20,23
Afrique du Sud	- 0,75	- 0,36	2,30	- 1,73	- 1,61	- 1,30	- 2,48	- 1,97	1,00
Australie	2,13	2,03	0,91	- 2,75	- 3,45	- 3,58	- 0,62	- 1,42	- 2,67
Nouvelle-Zélande	- 0,81	- 0,24	- 0,10	- 0,54	- 0,74	- 0,90	- 1,35	- 1,98	- 1,00
Total pour l'hémisphère sud	0,57	1,43	3,11	- 5,02	- 5,80	- 5,78	- 4,45	- 4,37	- 2,67
Israël	- 3,47	- 2,74	- 2,20	1,19	1,71	1,70	- 2,28	- 1,03	- 0,50
Total	-28,08	-28,10	-26,79	7,38	5,67	5,39	-20,70	-22,43	-23,40

¹ Sur la base des transactions. ² Sur la base des règlements. ³ En partie sur la base des règlements.

divers, une poussée relativement forte de la demande de biens importés, une dégradation des termes de l'échange et une évolution défavorable des transactions invisibles. Les déficits de l'Autriche et de l'Australie ont doublé, s'établissant respectivement à \$3 milliards et \$2,7 milliards; celui de la Norvège s'est aggravé de \$1,1 milliard pour atteindre le chiffre sans précédent de \$4,9 milliards, qui équivaut à 14% du produit intérieur brut; la Turquie a vu son déficit s'accroître de \$1,4 milliard pour se situer à \$3,4 milliards; en Yougoslavie enfin, l'excédent dégagé en 1976 a été sans lendemain et a fait place à un déficit de \$1,8 milliard.

Malgré l'importance du déficit des opérations courantes enregistré par ces pays, rares ont été ceux qui ont éprouvé de graves difficultés de financement l'an dernier. Si l'on considère le groupe dans son ensemble, la physionomie du financement ressemble plus ou moins à celle de l'année précédente, en ce sens que le déficit des paiements courants a été couvert en majorité par le recours à l'emprunt des secteurs tant public que privé auprès des marchés financiers internationaux. Le montant brut des nouveaux emprunts de tous les pays du groupe aux banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi qu'auprès des succursales des banques américaines dans la zone des Caraïbes et en Extrême-Orient, a atteint au total \$16 milliards en 1977, contre \$14 milliards l'année précédente. Pour le reliquat, le financement a pris la plupart du temps la forme d'entrées de capitaux à court terme et, contrairement à l'année 1976, les crédits du FMI et les réserves officielles ont été peu utilisés. De fait, les réserves officielles globales du groupe ont progressé de \$1,6 milliard l'an dernier. A signaler toutefois que ces gains ont été limités à quelques pays, dont le Danemark, l'Espagne et l'Irlande.

Pays exportateurs de pétrole

Après avoir suivi un mouvement ascendant en 1976, l'excédent des paiements courants des pays exportateurs de pétrole s'est remis à fléchir l'an dernier. Avec \$34 milliards, il a été inférieur de \$6 milliards à celui de l'année précédente. Ce fléchissement a porté essentiellement sur la balance commerciale, dont le surplus est tombé de \$73 milliards à \$68 milliards, principalement à la suite des variations de volume, car les termes de l'échange de ces pays pris globalement se sont légèrement améliorés. Du côté des importations, la croissance en volume est restée assez forte, bien que continuant à se ralentir. En valeur, les achats à l'étranger ont augmenté de plus d'un quart, ce qui donne à penser que l'expansion en volume est tombée de près de 23% un an auparavant à presque 17%. Comme en 1976, la progression la plus rapide des achats à l'étranger a été enregistrée par les quatre principaux pays «à faible capacité d'absorption»: Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Koweït et Libye, dont les importations ont progressé au total de 40% en valeur. En revanche, les exportations des pays producteurs de pétrole ont légèrement fléchi en volume, un certain nombre de facteurs concourant à faire baisser la demande étrangère de pétrole: mollesse de l'économie du monde industrialisé, accroissement de la production pétrolière en dehors des zones traditionnellement exportatrices, existence de stocks de brut considérables à la fin de 1976 et incidence des mesures d'économie d'énergie. On ne dispose pas encore de statistiques concernant les paiements courants de chaque pays exportateur de pétrole pour 1977, mais, à en juger par les chiffres des échanges commerciaux, il apparaît que, dans un certain nombre de pays «à forte capacité d'absorption»,

notamment l'Algérie, l'Equateur, le Nigeria et le Venezuela, les transactions courantes ont dégagé un solde négatif l'année passée. En conséquence, les pays «à faible capacité d'absorption» détiennent maintenant une part encore plus grande de l'excédent global des exportateurs de pétrole.

La réduction de l'excédent courant global du groupe s'est accompagnée, pour bon nombre de ses membres, d'une expansion des emprunts sur les marchés financiers internationaux. Les engagements bruts de ce groupe à l'égard des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi qu'envers les succursales des banques américaines dans les centres offshore, se sont accrus de \$11,3 milliards, contre \$9,8 milliards en 1976. En outre, les émissions d'obligations internationales par les pays exportateurs de pétrole se sont élevées en 1977 à \$0,8 milliard, chiffre sensiblement supérieur à celui de l'an dernier. Les principaux emprunteurs, dont l'Algérie, l'Equateur, l'Iran et le Venezuela, font partie des pays «à forte capacité d'absorption», mais on trouve aussi des cas d'emprunts effectués par de grands pays excédentaires, en particulier les Emirats arabes unis, pour financer des projets d'investissement.

L'accroissement des emprunts des pays exportateurs de pétrole signifie probablement que leurs investissements, dont la répartition (estimée) apparaît au tableau ci-dessous, se trouvent maintenant gonflés par le «redépôt» d'une partie des fonds empruntés. C'est peut-être pour cette raison, et aussi à cause du décalage entre l'exportation de pétrole et son règlement, que la réduction de \$2 milliards des fonds à investir (qui sont tombés à \$33,8 milliards en 1977) n'a pas été aussi forte que la baisse de l'excédent courant de ces pays. L'année écoulée a été marquée par une légère augmentation de la proportion des fonds placés à court terme, qui s'est élargie à 34%, les dépôts en monnaies étrangères sur les marchés internationaux continuant de représenter la forme dominante d'investissement. Les placements directs à court terme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ont été réduits pour la seconde

Pays exportateurs de pétrole: répartition des excédents à investir (estimations)¹

Rubriques	1974	1975	1976	1977
	en milliards de dollars EU			
Dépôts bancaires et placements sur les marchés monétaires:				
dépôts en dollars aux Etats-Unis	4,0	0,6	1,6	0,4
dépôts en sterling au Royaume-Uni	1,7	0,2	— 1,4	0,3
dépôts en monnaies étrangères sur les marchés internationaux	22,8	9,1	12,6	11,9
bons du Trésor aux Etats-Unis et au Royaume-Uni	8,0	— 0,5	— 2,2	— 1,0
Total	36,5	9,4	10,6	11,6
Investissements à long terme:				
arrangements bilatéraux spéciaux	11,9	12,4	10,3	11,7
prêts à des organismes internationaux	3,5	4,0	2,0	0,3
titres d'Etat aux Etats-Unis et au Royaume-Uni	1,1	2,4	4,4	4,3
divers ²	4,0	7,0	8,5	5,9
Total	20,5	25,8	25,2	22,2
Total des nouveaux investissements	57,0	35,2	35,8	33,8

¹ Source: Banque d'Angleterre. ² Y compris les investissements effectués aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en valeurs mobilières à revenu variable et en immeubles, ainsi que les prêts en devises.

année de suite. Parmi les opérations à long terme, les arrangements spéciaux bilatéraux, notamment les prêts aux pays en voie de développement, ont légèrement progressé, tandis que les placements en fonds d'Etat américains et britanniques ont été de la même importance qu'en 1976. Au contraire, les contributions à la facilité pétrolière du FMI ayant pris fin en 1976, les prêts à des organismes internationaux sont tombés de \$2 milliards à un chiffre presque nul. Il semble aussi que la physionomie des investissements se soit ressentie de l'agitation monétaire de l'année passée; les flux dirigés directement vers les Etats-Unis ont diminué d'un quart, tombant à \$9 milliards, et leur rythme s'est ralenti entre le premier et le second semestre. En outre, bien que l'essentiel de l'accroissement des dépôts en monnaies étrangères effectués par les pays exportateurs de pétrole ait été, en 1977, libellé en dollars, la diversification par conversion en d'autres monnaies est devenue particulièrement marquée au cours des derniers mois. Enfin, les investissements en sterling ont enregistré l'an dernier une légère hausse, contrastant vivement avec le fléchissement de près de \$2 milliards accusé en 1976.

Pays en voie de développement non producteurs de pétrole

A la suite de l'amélioration sensible, à raison de \$10 milliards, de la position d'ensemble de leurs paiements courants en 1976, les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont encore réduit leur déficit global de \$4 milliards l'an dernier, le ramenant à \$15 milliards. Ce chiffre, qui représente à peine plus de la moitié de celui de 1975, n'a pas été plus élevé, compte tenu de la progression des échanges en termes réels et nominaux, qu'au cours des années immédiatement antérieures au relèvement du prix du pétrole. Le fléchissement du déficit entre 1976 et 1977 est d'autant plus impressionnant que les règlements effectués au titre des intérêts des emprunts extérieurs n'ont cessé de croître.

L'incidence favorable exercée sur la balance des opérations courantes du groupe par l'évolution tendancielle en valeur et en volume s'est nettement modérée entre 1976 et 1977; la progression des termes de l'échange a été réduite de moitié, revenant à 2½%, tandis que le taux de croissance des exportations en termes réels tombait de 12 à seulement 5%. L'expansion des importations en volume s'est également ralentie: son taux est descendu au-dessous de 1%. Cette prudence dans l'accroissement de la demande a été attribuable en grande partie aux efforts incessants déployés par les divers pays pour redresser la situation de leurs paiements extérieurs. En fait, la réduction en 1977 du déficit global des opérations courantes du groupe est plus qu'imputable en totalité à cinq pays relativement avancés, qui ont tous poursuivi des politiques intérieures restrictives. Ces pays — Argentine, Brésil, Corée du Sud, Mexique et Taïwan — ont en effet amélioré la position de leurs paiements courants de quelque \$5 milliards l'an dernier, ramenant ainsi leur part du déficit de l'ensemble du groupe de la moitié à un tiers environ en 1977. Les autres membres du groupe, ceux d'Afrique notamment, ont vu la position de leurs paiements courants se détériorer au total de \$1 milliard approximativement en 1977.

Si l'on examine à présent le financement du déficit courant des pays de ce groupe, on constate que le total des entrées nettes de capitaux privés et de fonds d'origine officielle (autres que ceux en provenance du FMI) a fléchi d'environ \$3 milliards en 1977, pour se situer à \$25 milliards. Comme il est probable que les fonds officiels ont continué

d'affluer en quantités croissantes, leur part dans le financement total a dû s'élargir sensiblement en 1977. Etant donné que les pays moins développés de ce groupe supportent désormais une part plus grande du déficit courant combiné, il semble indiqué d'accorder une place plus importante à ce type de financement privilégié. En même temps, puisque des capitaux peuvent être obtenus facilement à des conditions intéressantes sur les marchés financiers internationaux, les engagements bruts des pays en développement non producteurs de pétrole envers les banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse et à l'égard des succursales des banques américaines aux Caraïbes et en Extrême-Orient ont encore progressé (de \$11 milliards) au cours de l'année écoulée. Grâce à leurs emprunts et à d'autres apports de capitaux, dont le total a dépassé leurs besoins de financement, ces pays ont été en mesure, l'année passée, de procéder à des remboursements auprès du FMI pour un faible montant en chiffres nets et de renforcer rapidement leurs réserves officielles. L'accroissement de \$9,4 milliards de ces dernières n'a été que peu inférieur à celui de 1976, et le ratio entre l'ensemble des réserves des pays en voie de développement non producteurs de pétrole et le total de leurs importations a ainsi été ramené à un niveau très proche de celui qui prévalait avant le relèvement des prix du brut.

Economies à planification centralisée

En 1977, le déficit commercial global du groupe des économies à planification centralisée s'est réduit pour la deuxième année de suite, pour atteindre tout juste \$1 milliard; la plupart des pays en question ont en effet poursuivi leurs efforts pour contenir l'expansion de leur endettement en monnaies fortes. On ne dispose pas de renseignements détaillés sur les transactions invisibles de ces pays, mais il est probable que l'accélération des règlements nets de l'Europe de l'Est au titre des intérêts — dont le montant aurait représenté en 1977, d'après des estimations, quelque \$2 milliards — aura empêché que la diminution du déficit commercial ne se reflète entièrement dans leurs transactions courantes.

Dans les échanges avec les pays développés du monde occidental, le déficit de l'Europe de l'Est s'est contracté de plus de \$2 milliards l'an dernier, pour s'établir à \$6 milliards; à l'exception de la Hongrie et de la Roumanie, tous les pays ont enregistré des améliorations, notamment la Pologne et l'URSS, qui ont vu leur déficit reculer sensiblement. Les politiques visant à rétablir une position commerciale plus supportable à l'égard du monde occidental développé ont porté aussi bien sur les importations que sur les exportations. Les achats à l'Ouest se sont maintenus, en termes de dollars, au niveau atteint en 1976, ce qui permet de conclure à une sensible contraction de leur volume; les nouvelles mesures visant à stimuler les exportations ont été insuffisantes pour contrebalancer l'influence défavorable du ralentissement de l'activité économique en Occident, et, avec une progression de 10% en valeur, les ventes ont, semble-t-il, peu évolué en termes réels. Au contraire, les échanges des pays d'Europe de l'Est entre eux, ainsi que leurs exportations vers les pays en voie de développement, auraient bénéficié, selon certaines indications, d'un vigoureux essor. Cette expansion est peut-être attribuable en partie à la tendance croissante de ces pays à adopter, dans leurs transactions mutuelles et avec les pays en voie de développement, des systèmes de règlements multilatéraux. Enfin, l'excédent commercial de la Chine se serait encore

un peu accru l'an dernier, d'après les estimations, pour atteindre \$1,8 milliard. Ce chiffre masque un déficit notable (\$1,2 milliard) à l'égard des pays développés à économie de marché, déficit plus que compensé par d'importants excédents des échanges avec les pays en voie de développement.

En ce qui concerne le financement des déficits commerciaux des pays d'Europe de l'Est, on peut identifier deux éléments principaux. D'abord, comme il est indiqué au Chapitre VI, l'URSS a vendu d'importantes quantités d'or. En 1977, ces cessions ont représenté approximativement une valeur de \$1,8 milliard, qui a permis de couvrir les quatre cinquièmes du déficit commercial de l'URSS à l'égard des pays développés à économie de marché. Cela représente une augmentation sensible par rapport à 1976, année où les ventes de métal ont été évaluées à \$1,4 milliard (soit environ un tiers du déficit commercial de l'URSS), mais cette progression est imputable en grande partie à la hausse des cours de l'or. En second lieu, les pays d'Europe de l'Est ont encore accru, de \$4 milliards, l'an dernier leur endettement net à l'égard des banques des pays occidentaux. Quant à la Chine, la principale contrepartie de son excédent commercial a été constituée par une progression substantielle (\$1 milliard) de ses créances nettes sur les banques du monde occidental.

V. LES MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

Une fois encore, les marchés financiers internationaux ont connu en 1977 une forte croissance. Malgré un fléchissement du rythme de la reprise économique dans le monde, un ralentissement de l'expansion des échanges commerciaux entre les divers pays et une diminution des besoins de financement des balances de paiements, on peut estimer que le volume global net des concours octroyés par le secteur bancaire international et les marchés des obligations internationales s'est accru, en dollars, d'environ \$100 milliards soit, en gros, dans les mêmes proportions qu'en 1976. Toutefois, du fait de l'incidence créatrice de liquidités exercée par le déficit des paiements extérieurs des Etats-Unis, l'expansion des marchés a été de plus en plus déterminée par l'offre. La concurrence à laquelle se sont livrées les banques pour développer leurs opérations s'est durcie au point que les marges appliquées aux prêts ont été parfois comprimées dans des limites qu'on ne saurait guère considérer comme allant dans l'intérêt de la stabilité du marché dans son ensemble.

Les créances à l'égard des non-résidents détenues par les banques des pays du Groupe des Dix (plus la Suisse) et par les succursales des banques américaines des centres offshore ont augmenté de \$109 milliards, en dollars courants, pour atteindre un total de \$657 milliards. Ces chiffres comprennent un montant important de dépôts successifs effectués entre banques déclarantes elles-mêmes. Si l'on exclut les duplications d'écritures résultant de ce genre d'activité interbancaire, on peut estimer que le montant total «net» des crédits bancaires internationaux a augmenté de \$75 milliards pour s'établir à \$405 milliards, contre une progression de \$70 milliards approximativement en 1976. Cette légère accélération d'une année sur l'autre est cependant plus apparente que réelle. En 1977, l'appréciation du deutsche mark, du franc suisse, du yen et de quelques autres devises couramment utilisées dans les opérations bancaires internationales a fait progresser de façon sensible la valeur en dollars des avoirs et engagements des banques en ces monnaies. L'incidence de ces variations de change sur le montant en dollars de l'accroissement net des crédits bancaires internationaux peut être évaluée à plus de \$10 milliards tandis que, en 1976, elle semble n'avoir été que de \$5 milliards.

Contrairement à 1976, année durant laquelle le secteur le plus dynamique de l'activité bancaire internationale avait été celui des prêts fournis par les Etats-Unis ou canalisés par les centres offshore des Caraïbes, 1977 a été caractérisée par un développement particulièrement marqué des centres européens. Les banques des huit pays européens déclarants ont représenté 74% de l'augmentation totale des créances extérieures de l'ensemble des banques déclarantes, alors qu'en 1976 leur part s'était élevée à «seulement» 53%. Ce retour en force des centres européens s'est également reflété dans l'expansion de la «dimension nette» du marché des euro-monnaies dans sa définition étroite. En excluant les duplications d'écritures dues aux dépôts successifs entre banques déclarantes, mais en comprenant les opérations en devises étrangères conclues avec les résidents du secteur non bancaire, on peut évaluer que le volume des crédits en euro-monnaies acheminés par les banques

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

Prêteurs	Variations			Encours 1977
	1975	1976	1977	
	en milliards de dollars EU			
Banques situées dans les pays européens du Groupe des Dix et en Suisse	+ 50,5	+ 55,7	+ 80,6	433,6
<i>dont: en monnaies étrangères (euro-marché)</i>	+ 42,9	+ 47,2	+ 68,5	373,8
Banques situées au Canada et au Japon	- 0,3	+ 4,8	+ 0,8	39,8
Banques situées aux Etats-Unis	+ 13,6	+ 21,3	+ 11,5	92,6
Succursales des banques américaines situées dans les centres offshore ¹	+ 15,0	+ 23,8	+ 16,4	91,3
Total (ensemble des banques déclarantes)	+ 78,8	+ 105,6	+ 109,3	657,3
moins: duplications d'écritures attribuables aux dépôts successifs entre banques déclara- ntes	38,8	35,6	34,3	252,3
A = Nouveaux prêts bancaires internationaux (chiffres nets)²	40,0	70,0	75,0	405,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères	22,8	34,3	35,0	.
moins: amortissements et rachats	3,3 ³	4,3 ³	5,5 ³	.
B = Nouveaux financements sous forme d'obliga- tions internationales (chiffres nets)	19,5	30,0	29,5	.
A+B = Montant total des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	59,5	100,0	104,5	.
moins: duplications d'écritures ⁴	2,5 ³	3,5 ³	4,5 ³	.
Montant total net des nouveaux finance- ments sous forme de prêts bancaires et d'obligations	57,0	96,5	100,0	.

¹ Bahamas, îles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour. ² 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 tous les prêts bancaires internationaux. ³ Ces chiffres sont fondés sur des évaluations très approximatives et sont donnés ici à titre essentiellement indicatif. Mais, bien que les marges d'erreur 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. ⁴ 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.

des pays européens déclarants s'est accru de \$53 milliards pour atteindre un encours total de \$300 milliards.

Faute de données appropriées, les chiffres ci-dessus relatifs à l'ensemble de l'activité bancaire internationale ne comprennent pas les positions des banques (excepté les succursales des banques américaines) situées dans les centres offshore des Caraïbes

et d'Extrême-Orient. Il ne fait guère de doute, cependant, que ces secteurs du marché ont également continué à se développer fortement. Ces chiffres ne couvrent pas non plus Bahreïn, où les avoirs des banques offshore ont progressé de \$9,5 milliards pour s'établir au total à \$15,7 milliards, marquant ainsi une augmentation de plus de 150%.

En ce qui concerne les marchés des obligations internationales, le montant total des nouvelles émissions s'est élevé à \$35 milliards, dépassant ainsi légèrement le volume considérable enregistré en 1976. Ce brillant résultat s'explique par l'effervescence qui a régné sur le marché des euro-obligations, où le volume des nouvelles émissions a été porté de \$15,4 milliards en 1976 à \$19,4 milliards, soit plus du quadruple du total enregistré au cours du creux conjoncturel de 1974; en fait, si l'on exclut les placements du secteur privé, le volume des émissions a représenté dix fois celui de 1974. Les emprunts étrangers lancés sur les marchés nationaux n'ont pas égalé leurs résultats de 1976 et sont revenus de \$18,9 milliards à \$15,6 milliards. Ce recul n'a pas été dû à une baisse générale de la réceptivité des marchés; il traduit pour une large part la réduction du volume des émissions canadiennes aux Etats-Unis et un recul des emprunts des institutions internationales.

Principaux facteurs d'influence

Bien que l'expansion des marchés se soit poursuivie, 1977 a été, à certains égards, une année de transition et de changement. A la fin de 1976, des inquiétudes étaient apparues, motivées surtout par des considérations de sécurité, au sujet des risques encourus par les banques dans le financement des balances de paiements et de la solidité de la situation financière des pays débiteurs. A la fin de 1977, l'attention s'est portée sur des questions macro-économiques, notamment sur le rôle joué par les marchés financiers internationaux dans l'instabilité des taux de change et dans la création de liquidités internationales.

Les principaux facteurs ayant motivé ce changement d'attitude ont été, entre autres, la détérioration accentuée de la balance des paiements des Etats-Unis et la diminution de l'excédent des pays de l'OPEP. En 1976, sous l'effet conjugué de la disparition de l'excédent courant des Etats-Unis et du volume considérable des prêts accordés à l'étranger par les banques américaines, les réserves des pays importateurs de pétrole s'étaient déjà sensiblement renforcées. En 1977, toutefois, l'apparition d'un déficit massif des opérations courantes des Etats-Unis avec, parallèlement, de très larges sorties de capitaux non bancaires implique que, même si aucun prêt net n'avait été octroyé à l'étranger par des banques américaines, le volume des capitaux disponibles sur les marchés financiers internationaux aurait été supérieur aux besoins de financement des balances de paiements du reste du monde.

En fait, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a exercé sur les marchés financiers internationaux une double influence: il a eu tendance à réduire la demande de fonds destinés à financer les balances de paiements et à accroître l'offre des fonds disponibles aux fins de prêts internationaux.

Du côté de la demande, tout d'abord, la conjonction d'un déficit de \$20 milliards des transactions courantes des Etats-Unis et d'une diminution de \$6 milliards du surplus des pays de l'OPEP s'est nécessairement traduite par une amélioration correspondante de la balance des paiements courants des autres pays importateurs de pétrole.

La balance consolidée des paiements courants des autres pays du Groupe des Dix (y compris la Suisse), déficitaire à concurrence de \$4 milliards en 1976, est devenue excédentaire à hauteur de plus de \$10 milliards. Le déficit global des pays en voie de développement, qui était revenu de \$29 milliards en 1975 à \$19 milliards en 1976, s'est encore contracté jusqu'à \$15 milliards; à ce niveau, il a été entièrement compensé par l'afflux de capitaux non bancaires, de telle sorte que ce groupe de pays est devenu fournisseur net de fonds aux banques sur les marchés internationaux, situation qui contraste fortement avec celle des années précédentes. Les pays d'Europe de l'Est ont également réussi à comprimer le déficit de leurs opérations courantes, de \$3 milliards à \$4 milliards, selon les estimations.

En ce qui concerne l'origine des ressources des marchés financiers internationaux, le déficit des Etats-Unis a influé de plusieurs façons sur l'offre de nouveaux fonds. En premier lieu, il a provoqué en contrepartie un renforcement très sensible des réserves officielles de change des autres pays importateurs de pétrole, dont une part importante a été placée sur des marchés extérieurs aux Etats-Unis, notamment sur l'euro-marché et, dans une moindre mesure, sur les marchés des obligations internationales. En second lieu, ce déficit a contribué à assouplir les conditions monétaires dans d'autres pays importateurs de pétrole, ceux en particulier dont la balance des paiements était excédentaire, ce qui a donné une impulsion supplémentaire à l'afflux de capitaux privés sur les marchés financiers internationaux. Qui plus est, afin de contrecarrer les pressions excessives à la hausse s'exerçant sur leur taux de change ou de réduire le besoin d'interventions officielles sur les marchés des changes, les autorités des pays excédentaires ont eu elles-mêmes tendance à encourager leurs banques commerciales à exporter des ressources à court terme. Enfin, la rapidité avec laquelle certains pays débiteurs ont été en mesure de redresser leur balance des paiements et leur position de réserves a constitué en soi un argument convaincant qui a incité les banques à accroître encore leur activité de prêt.

Outre ces conséquences directes et indirectes du déficit des paiements des Etats-Unis, un certain nombre d'autres influences ont continué de stimuler l'afflux de capitaux sur les marchés financiers internationaux. On peut citer à cet égard la faiblesse persistante de l'activité d'investissement dans quelques-uns des principaux pays industrialisés. Comme, parallèlement, la demande interne de crédits se développait peu, les banques de ces pays se sont efforcées de reprêter à l'étranger les capitaux pour lesquels elles ne trouvaient pas de débouchés intéressants sur le territoire national. En outre, du fait d'une certaine réticence à investir, associée dans certains cas à une amélioration des marges brutes d'autofinancement, les secteurs non bancaires de ces pays disposaient également de ressources inemployées, dont une part substantielle a été acheminée vers les marchés des obligations internationales et auprès des banques internationales. Le caractère «en gros» de leur activité et l'exonération partielle de leurs opérations de l'obligation de réserves ont permis aux banques opérant sur les marchés internationaux d'accorder aux gros déposants des conditions plus favorables que celles que pouvaient leur offrir les établissements de crédit sur les marchés intérieurs. En dernier lieu, les pays de l'OPEP sont restés d'importants pourvoyeurs de nouveaux fonds aux marchés internationaux.

En réduisant les besoins de financement des balances de paiements des autres pays importateurs de pétrole et en accroissant, en même temps, le volume des ressources

disponibles sur les marchés internationaux, le déficit des paiements des Etats-Unis ainsi que les autres facteurs d'expansion de l'offre de crédits sur les marchés ont eu tendance à créer des conditions particulièrement favorables aux emprunteurs. Par chance, pour les prêteurs du moins, la demande de moyens financiers d'origine internationale s'est avérée très soutenue.

En effet, l'amélioration des balances de paiements hors des pays de l'OPEP et des Etats-Unis n'a pas été uniformément répartie sur le reste du monde. Les pays développés extérieurs au Groupe des Dix ont encore accusé des déficits considérables et sont restés fortement tributaires des ressources de l'euro-marché; de même, l'Europe de l'Est s'est encore adressée aux marchés financiers occidentaux pour couvrir ses besoins. Même parmi les pays en voie de développement, dont la balance globale des paiements courants s'est notablement redressée, certains ont continué à dépendre des concours financiers fournis par les marchés internationaux. D'autre part, les pays de l'OPEP, qui avaient fortement accru leurs emprunts en 1976, ont encore été de gros emprunteurs de fonds, en partie parce que leurs excédents au titre des opérations courantes se sont contractés, en partie pour pouvoir faire face ultérieurement à des déficits de paiements et pour financer de vastes programmes d'investissements nationaux.

En outre, la demande d'emprunt émanant d'autres pays n'a pas été non plus uniquement motivée par des besoins de financement de la balance des paiements courants. Les années qui ont suivi les relèvements du prix du pétrole ont vu la position financière internationale d'un grand nombre de pays importateurs de pétrole se détériorer brutalement. Certains n'ont pas été en mesure de financer intégralement le surcroît de leurs charges pétrolières en empruntant à l'étranger et, en 1976, leurs réserves étaient tombées au plus bas. Et même pour plusieurs pays déficitaires qui avaient évité des pertes de réserves, le gonflement de la facture des importations et l'instabilité cyclique de la demande des produits exportés — contrastant avec la rigidité de leurs obligations, en forte expansion, au titre du service de la dette extérieure — les ont incités à renforcer leur matelas de réserves. Aussi ces pays se sont-ils montrés très désireux de profiter des conditions favorables d'accès aux marchés financiers internationaux et d'emprunter afin de reconstituer et de renforcer leur position brute de réserves.

A ces différents types d'emprunts officiels ou contractés à l'instigation des autorités est venue s'ajouter la demande habituelle de ressources destinées à financer d'importants programmes d'investissement, à couvrir les besoins de liquidité et à répondre à d'autres besoins traditionnels. De surcroît, la modicité relative du coût des crédits accordés sur l'euro-marché a encore rendu celui-ci plus attrayant, même pour les résidents des pays excédentaires, qui l'ont fortement sollicité. Finalement, les opérations de couverture et les transactions purement spéculatives liées aux incertitudes entourant l'évolution des taux de change ont eu tendance à stimuler l'offre et la demande de fonds en euro-monnaies, en particulier au cours du second semestre.

Compte tenu de l'abondance des nouveaux capitaux offerts, la capacité de réaction de la demande n'a pas été cependant suffisante pour empêcher un nouvel assouplissement des conditions du marché. Confirmant la tendance qui s'était déjà dessinée au second semestre de 1976, la concurrence acharnée à laquelle se sont livrées les banques pour

obtenir la clientèle des emprunteurs de premier rang a fait fléchir jusqu'à $\frac{5}{8}\%$, dans certains cas, la marge appliquée en sus du taux interbancaire à Londres (LIBOR); qui plus est, les marges appliquées à certains pays emprunteurs ne bénéficiant pas d'une aussi bonne cote de crédit se sont réduites dans des proportions qui ne devaient guère permettre aux banques de se constituer des provisions suffisantes pour couvrir leurs pertes éventuelles. La situation s'est encore aggravée pour les banques, étant donné que les anciens emprunteurs ont cherché à profiter des conditions favorables du marché pour se refinancer à meilleur compte, ce qu'ils ont pu faire sans qu'il leur en coûte trop, vu que les pénalisations pour remboursement anticipé avaient été négociées à une époque où les banques ne prévoyaient pas l'apparition de marchés d'emprunteurs. De surcroît, la liste des emprunteurs privés et officiels dignes d'être retenus a eu tendance à s'allonger, ainsi que les échéances, et le montant moyen des prêts s'est de nouveau accru.

En outre, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a constitué l'un des éléments ayant contribué, en 1977, à la contraction sensible de la part prise par les banques américaines dans l'octroi des nouveaux prêts bancaires internationaux. En effet, en même temps qu'il provoquait un renforcement de la liquidité à l'étranger et rendait très favorables les conditions de prêt sur les marchés internationaux alors que les taux d'intérêt à court terme commençaient à monter aux Etats-Unis, ce déficit a eu tendance à diminuer pour les banques américaines l'attrait des prêts consentis à des non-résidents. L'inquiétude croissante ressentie par les autorités à la fin de 1976, eu égard aux risques internationaux auxquels s'exposaient les banques américaines, a également freiné l'activité de ces dernières; d'autre part, il est possible qu'un certain nombre de ces établissements se soient rendu compte qu'ils n'allaient pas tarder à atteindre les limites qu'ils s'étaient fixées à l'égard des différents pays. En conséquence, le rôle «moteur» tenu dans l'activité de prêts bancaires internationaux a été repris dans une certaine mesure par les banques de pays excédentaires comme l'Allemagne, où la reprise économique interne, en 1977, a donné des signes d'essoufflement et où les taux d'intérêt ont continué à fléchir. Par rapport à leurs homologues aux Etats-Unis, les banques de ces pays se trouvaient exposées, à la fin de 1976, à des risques internationaux encore relativement faibles. Du fait de l'atonie de la demande de crédit interne, elles se sont employées à réaliser à l'étranger l'accroissement de leurs bénéfices et de leur bilan qu'elles ne parvenaient pas à obtenir sur le territoire national, et pour ce faire elles ont parfois réduit les marges appliquées à leurs prêts dans des proportions difficilement supportables pour les banques jouissant d'une position un peu moins favorable.

Cette évolution se reflète dans les avoirs extérieurs des banques américaines: de \$11,7 milliards pendant les neuf premiers mois de 1976, leur expansion est tombée à \$2,6 milliards seulement durant la période correspondante de 1977. Si l'on considère la progression de leurs engagements extérieurs, on constate qu'en fait les \$6,6 milliards, en chiffres nets, de ressources exportées par les banques américaines ont fait place à \$0,8 milliard d'importations nettes, qui ont par là même compensé une partie importante de l'augmentation du déficit de la balance des opérations courantes des Etats-Unis. Si la confiance dans le dollar s'était maintenue, l'élargissement des écarts de taux d'intérêt en faveur des Etats-Unis aurait sans nul doute continué d'attirer les fonds bancaires vers ce pays, ce qui aurait permis d'éponger

quelque peu la liquidité excédentaire sur les marchés internationaux et de financer en partie le déficit de la balance des paiements courants américaine. Au cours du dernier trimestre de 1977, toutefois, en raison de la vague de méfiance à l'égard du dollar, les écarts de taux d'intérêt sont pratiquement devenus sans importance par comparaison avec les gains ou les pertes que l'on pouvait attendre des fluctuations du taux de change. La demande de dollars qui en est résultée aux fins de couverture ou d'achats de caractère purement spéculatif s'est ajoutée à l'influence des opérations de fin d'année et a de nouveau provoqué, par le canal des banques américaines, de très importantes sorties de capitaux qui se sont poursuivies dans les premiers mois de 1978, évolution qui contraste fortement avec la tendance saisonnière habituelle. Ces sorties, qui ont atteint en quatre mois, d'octobre 1977 à janvier 1978, environ \$8,5 milliards (déduction faite de l'accroissement des engagements extérieurs des banques), ont accentué la pression à la baisse sur le dollar et renforcé encore les liquidités susceptibles d'être utilisées sur les marchés financiers internationaux.

Structure géographique des flux bancaires internationaux

Le tableau de la page 106 a pour objet de présenter un aperçu général de l'origine et de l'emploi des ressources bancaires internationales, en indiquant l'évolution des avoirs et engagements des banques déclarantes à l'égard des différents pays et groupes de pays. Toutefois, les positions des banques à l'égard des pays du Groupe des Dix et des centres offshore reflètent en grande partie le rôle de centres financiers joué par ces pays et ne peuvent pas, en règle générale, être retenues comme indices représentatifs de leur importance en tant que fournisseurs initiaux et utilisateurs finaux des fonds bancaires. Par conséquent, l'intérêt du tableau réside essentiellement dans les renseignements qu'il fournit sur les positions des banques déclarantes à l'égard des pays situés à l'extérieur de la zone déclarante.

Les créances des banques déclarantes sur les résidents des secteurs bancaire et non bancaire de cette zone extérieure, qui s'étaient accrues d'environ \$50 milliards en 1976, ont progressé en gros de \$45 milliards l'an passé. Le trait le plus caractéristique a peut-être été le ralentissement prononcé du rythme d'octroi des nouveaux prêts aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole, prêts qui sont tombés de presque \$18 milliards en 1976 à \$11,3 milliards. En même temps, les nouveaux dépôts reçus de ces pays, qui s'étaient déjà considérablement accélérés en 1976, ont continué à se développer à une cadence rapide (\$12,9 milliards). En conséquence, les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, dont les emprunts nets avaient atteint près de \$30 milliards en trois ans, de 1974 à 1976, sont devenus l'an dernier fournisseurs nets de capitaux frais, pour un montant de \$1,6 milliard, au profit des banques opérant sur les marchés internationaux, et il est certain que ce revirement aura surpris même les observateurs les plus optimistes de la scène financière internationale. Pareille évolution semblerait indiquer que, malgré les nombreux doutes qui s'étaient fait jour, les prêts bancaires internationaux n'ont pas dissuadé certains pays d'entreprendre de sérieux efforts d'ajustement de leur balance des paiements. En effet, il apparaît que ce sont précisément les pays en voie de développement ayant le plus emprunté au secteur bancaire international qui ont réalisé, en 1976 et 1977, le redressement le plus prononcé de leur balance des opérations courantes (voir Chapitre IV).

Positions extérieures, en monnaie nationale et en devises étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales des banques américaines dans les centres offshore¹

	1975	1976	1977			
	décembre	décembre	mars	juin	septembre	décembre
	en milliards de dollars EU					
Créances des banques sur:						
pays du Groupe des Dix et Suisse	235,1	269,5	264,4	272,9	282,2	319,7
<i>dont: zone européenne déclarante</i>	165,4	192,7	187,4	197,8	201,7	239,6
<i>Etats-Unis</i>	30,7	33,3	33,6	34,0	40,2	39,1
<i>Canada</i>	7,1	9,4	10,5	10,9	11,3	11,6
<i>Japon</i>	31,9	34,1	32,9	30,2	29,0	29,4
Centres financiers offshore ²	61,9	83,5	84,8	88,9	89,4	97,8
Autres pays d'Europe occidentale	31,8	42,7	44,0	48,0	51,8	56,5
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	9,0	11,8	12,0	12,3	12,7	13,7
Europe de l'Est	21,6	28,8	28,2	29,6	30,1	32,9
Pays exportateurs de pétrole	14,3	24,1	26,1	29,7	31,9	35,4
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole	63,0	80,9	80,8	83,4	86,5	92,2
<i>dont: Amérique latine³</i>	43,5	57,4	57,1	58,3	60,3	64,0
<i>Moyen-Orient</i>	3,3	4,4	4,0	4,1	4,2	4,6
<i>Autres pays d'Asie</i>	12,9	14,7	15,1	16,1	17,1	18,1
<i>Autres pays d'Afrique</i>	3,3	4,4	4,6	4,9	4,9	5,5
Non attribué ⁴	5,7	6,7	6,7	7,4	7,8	9,1
Total	442,4	548,0	547,0	572,2	592,4	657,3
Engagements des banques envers:						
pays du Groupe des Dix et Suisse	270,1	319,6	316,0	332,0	340,0	384,0
<i>dont: zone européenne déclarante</i>	209,1	240,5	233,6	246,9	252,5	290,3
<i>Etats-Unis</i>	42,0	56,3	60,0	65,8	68,1	73,9
<i>Canada</i>	9,9	12,6	13,3	12,2	12,6	12,5
<i>Japon</i>	9,1	10,2	9,1	7,1	6,8	7,3
Centres financiers offshore ²	40,8	56,0	57,0	61,7	65,8	71,1
Autres pays d'Europe occidentale	31,1	32,6	29,8	30,5	33,9	38,7
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	2,1	2,4	2,0	2,4	2,7	2,4
Europe de l'Est	6,3	7,6	5,6	5,5	6,0	7,8
Pays exportateurs de pétrole	51,8	64,2	68,0	72,7	73,1	77,6
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole	37,0	49,8	51,8	54,6	58,0	62,7
<i>dont: Amérique latine³</i>	16,3	22,3	22,1	22,7	23,7	25,9
<i>Moyen-Orient</i>	6,0	7,3	7,6	8,2	9,4	10,1
<i>Autres pays d'Asie</i>	10,6	14,9	16,0	17,8	18,6	20,0
<i>Autres pays d'Afrique</i>	4,1	5,3	6,1	5,9	6,3	6,7
Non attribué ⁴	8,9	11,7	11,4	12,3	13,5	14,0
Total	448,1	543,9	541,6	571,7	593,0	658,3

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

¹ Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. A partir de septembre 1977, ces chiffres concernent également les succursales des banques américaines au Liban, mais les montants en cause sont très faibles. ² Antilles britanniques et néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour.

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

⁴ Comprend les institutions internationales autres que la BRI.

Les banques des Etats-Unis et les succursales des banques américaines dans les centres offshore sont entièrement à l'origine du fléchissement qui s'est produit en 1977 dans l'octroi de nouveaux prêts aux pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Les nouveaux crédits accordés par les banques des autres pays

du Groupe des Dix (y compris les filiales des banques américaines dans ces pays) ont marqué une certaine progression, passant d'environ \$6,6 milliards à \$7,3 milliards. Le rôle moindre joué par les banques américaines s'explique en partie par une régression de la demande de concours émanant des pays d'Amérique latine (à l'exclusion de ceux qui font partie de l'OPEP), où ces banques occupent d'ordinaire une place dominante en tant que prêteurs. C'est ainsi que les créances des banques déclarantes sur cette zone ont enregistré un accroissement de \$6,6 milliards «seulement», contre \$13,9 milliards en 1976. Les nouveaux prêts consentis au Brésil ont fléchi de \$6,5 milliards environ en 1976 à \$1,7 milliard, et ceux qui ont été accordés au Mexique sont revenus de \$4,5 milliards approximativement à \$1,5 milliard. Ce ralentissement explique qu'en 1977 les prêts aux pays en voie de développement aient été plus largement répartis qu'au cours des années antérieures – lorsque le Brésil et le Mexique s'octroyaient à eux deux au moins la moitié du total des nouveaux concours – bien qu'ils aient encore été concentrés sur un nombre assez limité de pays relativement aisés de ce groupe. En outre, les nouveaux crédits consentis aux pays du Moyen-Orient non producteurs de pétrole ont également diminué, tandis que ceux qui ont été mis à la disposition des «Autres pays d'Asie» ont progressé de \$1,8 milliard à \$3,4 milliards.

L'expansion de \$12,9 milliards des engagements des banques déclarantes envers les pays en voie de développement a été répartie sur un assez grand nombre de pays, la part de l'Amérique latine dans ce total étant beaucoup plus faible (\$3,6 milliards) qu'en ce qui concerne les avoirs. En chiffres nets, l'Amérique latine a donc été le seul emprunteur, tandis que les pays en voie de développement des autres zones ont été fournisseurs nets de fonds au secteur bancaire international. A noter que le total de \$25,7 milliards de nouveaux dépôts reçus des pays en voie de développement non producteurs de pétrole par les banques déclarantes au cours des deux dernières années peut être rapproché de l'accroissement concomitant de \$20,3 milliards des avoirs officiels en devises de ces pays.

Parmi les emprunteurs, la première place, précédemment occupée par les pays en développement, leur a été ravie en 1977 par les pays développés extérieurs au Groupe des Dix continuant d'enregistrer d'importants déficits de paiements courants. Les nouvelles créances sur ces pays sont passées de \$13,7 milliards en 1976 à \$15,7 milliards, tandis que les nouveaux dépôts en provenance de ces mêmes pays ont progressé de \$1,8 milliard à \$6,1 milliards, ce qui donne à penser que, dans l'ensemble, ils n'ont éprouvé aucune difficulté à se procurer sur les marchés internationaux les ressources nécessaires au financement de leur déficit extérieur. L'Espagne, le Danemark et l'Australie ont été les plus gros emprunteurs nets de fonds (environ \$1,7 milliard, \$1,7 milliard et \$1,5 milliard respectivement).

Les nouvelles ressources prêtées à l'Europe de l'Est ont atteint \$4,1 milliards, soit environ \$3 milliards de moins qu'en 1976. La Hongrie et la Pologne ont été les principaux bénéficiaires de ces fonds, avec environ \$1,2 milliard et \$0,9 milliard respectivement, tandis que les créances sur l'Union soviétique ne se sont accrues que très faiblement, après l'augmentation de \$2,5 milliards enregistrée en 1976. Dans le cas de la Hongrie, cependant, les chiffres donnent une idée exagérée de la position débitrice extérieure du pays, car ce dernier finance entièrement son commerce extérieur au moyen de ressources obtenues auprès du secteur bancaire international. Les autres

Positions extérieures, en monnaie nationale et en devises étrangères, des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi que des succursales des banques américaines dans les centres offshore¹

en millions de dollars EU
à fin décembre 1977

Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs
Groupe des Dix			Zone des Caraïbes		
Allemagne (RFA) HCJU	23.981	36.202	Antilles britanniques U	880	514
Belgique-Luxembourg HCJU	27.416	38.664	Antilles néerlandaises U	2.311	1.960
France HCJU	39.378	34.515	Bahamas JU	19.887	40.154
Italie HCJU	13.354	20.664	Barbade (la)	26	21
Pays-Bas HCJU	24.207	17.354	Bermudes JU	4.034	1.072
Royaume-Uni HCJU	85.074	68.752	Caimans (Iles) U ⁴	12.710	14.546
Suède HCJU	3.224	7.742	Cuba JU	260	1.278
Suisse ² CJU	73.684	15.628	Haïti	9	15
Canada HJU	12.484	11.604	Jamaïque	52	305
Etats-Unis HCJ	73.930	39.087	Panama JU	7.050	9.281
Japon HCU	7.263	29.450	République dominicaine	10	203
Total	383.995	319.662	Trinidad et Tobago U	759	166
			Résiduel HCJU	3.539	5.162
Autres pays d'Europe occidentale			Total		
Andorre	90	4		51.527	74.657
Autriche HCJU	7.178	8.019	Amérique latine		
Chypre	420	152	Argentine JU	4.333	4.507
Danemark HCJU	3.055	8.559	Belize	18	9
Espagne CU	7.893	11.015	Bolivie	178	469
Finlande CU	1.227	4.215	Brésil JU	6.312	22.852
Gibraltar	66	7	Chili JU	798	1.446
Grèce CJU	3.477	3.651	Colombie JU	1.319	1.661
Irlande HCJ	2.042	2.449	Costa Rica	154	281
Islande C	124	300	Equateur JU	641	1.541
Liechtenstein	419	508	Guatemala	139	240
Malte	690	11	Guyana	43	47
Monaco	174	353	Honduras	90	179
Norvège CU	2.616	6.216	Mexique JU	5.789	19.296
Portugal CU	1.103	1.516	Nicaragua	41	402
Turquie CJU	590	2.573	Paraguay	103	41
Vatican	100	—	Pérou JU	462	2.965
Yougoslavie CJU	1.994	2.995	Salvador (le)	72	120
Résiduel HCJU	5.487	3.949	Surinam	124	17
Total	38.745	56.492	Uruguay U	573	269
			Venezuela JU	8.204	7.766
Autres pays développés			Résiduel HCJU	5.511	6.979
Afrique du Sud CJU	793	7.166	Total	34.894	71.077
Australie CJU	988	4.443	Moyen-Orient		
Nouvelle-Zélande CJ	312	869	Pays exportateurs de pétrole J⁵		
Résiduel HC	345	1.244	a) A faible capacité d'absorption:		
Total	2.438	13.722	Arabie Saoudite,		
			Emirats arabes unis,		
Europe de l'Est³			Koweït et Qatar		
Albanie	61	2	32.520		
Allemagne (RDA)	707	4.145	b) A forte capacité d'absorption:		
Bulgarie	445	2.345	Bahreïn, Iran, Iraq,		
Hongrie	872	4.219	Libye et Oman		
Pologne JU	384	6.791	18.826		
Roumanie J	195	1.186	Autres pays:		
Tchécoslovaquie	444	1.259	Egypte JU		
Union soviétique CJU	4.222	10.554	Israël JU		
Résiduel HCJU	455	2.407	Jordanie		
Total	7.785	32.908	2.751		
			3.802		
			668		
			1.104		
			2.660		
			96		

Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs
Moyen-Orient (suite)			Autres pays d'Afrique (suite)		
Autres pays (suite):			Tunisie	359	209
Liban U	3.633	515	Zaire U	416	833
Syrie U	697	173	Zambie J	152	331
Yémen	1.025	36	Résiduel CU	1.204	1.988
Yémen (Rép. dém. et pop. du)	240	11			
Résiduel ⁶ HCJU	9.619	3.492	Total	11.005	14.034
Total	73.781	22.273	Autres pays d'Asie		
Autres pays d'Afrique			Afghanistan	172	—
Algérie J	2.000	2.265	Bangladesh	97	25
Angola	149	40	Birmanie	17	13
Bénin	35	4	Brunei	1.247	20
Botswana/Lesotho	41	46	Chine JU	2.421	266
Burundi	48	2	Corée du Nord J	44	480
Cameroun	90	117	Corée du Sud JU	3.030	5.257
Cap Vert (Iles du)	11	—	Fidji (Iles)	127	42
Congo	66	120	Hong Kong JU	7.086	9.863
Côte d'Ivoire	523	539	Inde JU	1.875	495
Djibouti	42	1	Indonésie JU	2.351	3.682
Empire centrafricain	18	25	Kampuchéa démocratique	24	—
Ethiopie	239	5	Laos	5	—
Gabon	162	375	Macao	25	1
Gambie	21	3	Malaisie JU	1.998	1.241
Ghana U	143	230	Népal	59	—
Guinée	31	51	Nouvelles-Hébrides	71	132
Guinée-Bissau	8	—	Océanie britannique	116	85
Guinée équatoriale	—	13	Pakistan JU	636	280
Haute-Volta	12	19	Papouasie/Nouvelle-Guinée	174	132
Kenya J	834	136	Philippines JU	1.828	2.761
Libéria JU	1.265	4.530	Polynésie française	8	52
Madagascar (Rép. dém. de)	56	20	Sikkim/Bhoutan	88	25
Malawi	100	51	Singapour HJU	7.914	9.468
Mali	15	4	Sri Lanka	205	6
Maroc U	932	869	Taiwan JU	3.504	3.409
Maurice (ile)	49	11	Territoires du Pacifique sous mandat des Etats-Unis	99	44
Mauritanie	50	24	Thaïlande JU	1.189	2.009
Mozambique	103	12	Viêt-nam	97	128
Niger	31	22	Résiduel CU	1.276	1.032
Nigeria J	753	499	Total	37.783	40.948
Ouganda	98	17	Institutions inter- nationales		
Rhodésie	46	54	Non attribué	6.511	2.719
Ruanda	93	2		9.819	8.758
São Tomé et Príncipe	20	—	Total général	658.283	657.250
Sénégal	71	111	Pour mémoire:		
Sierra Leone	71	14	pays exportateurs de pétrole	76.258	34.633
Somalie	139	12			
Soudan	151	366			
Tanzanie	305	18			
Tchad	13	3			
Togo	40	43			

Remarque: on ne dispose d'une ventilation complète par pays des engagements et avoirs 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 les centres offshore. Pour les banques opérant dans les autres pays déclarants - Canada, Etats-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), U (Etats-Unis), J (Japon) et H (Suisse). Les engagements des banques situées aux Etats-Unis ne comprennent pas les bons du Trésor américain, ni les certificats conservés en dépôt par les banques pour le compte de non-résidents.

¹ Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des Iles Caimans, de Panama, du Liban, de Hong Kong et de Singapour. ² 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 ». ³ Ne comprend pas les positions des banques situées en République fédérale d'Allemagne à l'égard de la République démocratique allemande. ⁴ Les chiffres concernant les engagements et les avoirs des banques américaines à l'égard des Iles Caimans sont des estimations fondées sur d'autres états statistiques. ⁵ Comprend seulement les positions des banques japonaises à l'égard de: Koweït, Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Iran, Iraq et Libye. ⁶ Comprend, en partie sur la base d'estimations, les positions des banques américaines à l'égard des pays du Moyen-Orient autres que l'Egypte, Israël, le Liban, la Syrie et la Libye (dont la position est comprise dans le poste « Résiduel » sous « Autres pays d'Afrique »).

pays de l'Europe de l'Est, en revanche, recourent massivement aux crédits commerciaux qui, pour une grande partie, n'apparaissent pas dans les statistiques bancaires internationales.

Les nouveaux crédits aux pays exportateurs de pétrole, qui avaient fortement progressé, passant de quelque \$3 milliards seulement en 1975 à près de \$10 milliards l'année suivante, se sont élevés à \$11,3 milliards l'an dernier. En même temps, ces pays ont continué d'être d'importants pourvoyeurs de nouveaux fonds, et leurs dépôts auprès des banques déclarantes ont augmenté de \$13,4 milliards, contre un accroissement de \$12,4 milliards en 1976; toutefois, cette accélération d'une année sur l'autre s'explique intégralement par les variations de change. En outre, si l'on fait abstraction de ces répercussions des fluctuations de change, il semble que les nouveaux dépôts des pays de l'OPEP aient été à peine plus importants que les crédits qui leur ont été accordés par les banques. En d'autres termes, les pays de l'OPEP ont, en 1977, cessé d'être de gros fournisseurs nets de capitaux frais au secteur bancaire international.

Les nouveaux dépôts reçus des pays de l'OPEP ont été libellés en dollars pour près de 60%, soit \$7,7 milliards. Sur les \$5,7 milliards d'augmentation de la valeur en dollars des dépôts en autres devises de ces pays, un montant de \$1,5 milliard environ serait imputable, semble-t-il, aux variations de change. La ventilation par devises de ces nouveaux dépôts de l'OPEP a toutefois accusé des changements notables au cours de l'année 1977. Au premier semestre, les pays de ce groupe ont fourni \$8,5 milliards, dont près de 90% en dollars et, au second, un total de \$4,9 milliards, presque uniquement sous forme d'autres monnaies. Au second semestre, les pays de l'OPEP ont été en chiffres nets emprunteurs de dollars, pour un montant d'environ \$4 milliards, et pourvoyeurs de capitaux en devises fortes, à concurrence de \$2 milliards (après correction des fluctuations de change).

Sur le total des nouveaux dépôts constitués par l'OPEP en 1977, environ 12% seulement ont été reçus par des banques américaines et leurs succursales situées dans les centres offshore. Il est quelque peu surprenant de constater que la majeure partie de cet argent frais, soit environ \$10,5 milliards, semble provenir des pays «à forte capacité d'absorption», qui ont été également, bien entendu, les plus gros emprunteurs; en obtenant plus de \$9 milliards de nouveaux prêts. Les pays «à faible capacité d'absorption» ont fourni environ \$3 milliards et emprunté quelque \$2 milliards. L'Arabie Saoudite se classe naturellement en tête des déposants en chiffres nets, alors que Bahreïn (qui exerce principalement son activité en tant que place bancaire offshore), l'Iran et le Venezuela ont été à la fois d'importants prêteurs et emprunteurs de nouveaux fonds.

Pour ce qui est de la zone déclarante, les créances des banques sur les pays du Groupe des Dix et les centres offshore se sont accrues de \$65 milliards, contre \$80 milliards environ en ce qui concerne leurs engagements envers ces pays. Ces positions à l'égard de l'«intérieur» de la zone sont, toutefois, artificiellement gonflées d'un volume substantiel de duplications d'écritures, dues aux dépôts successifs entre banques déclarantes. Il en ressort néanmoins quelques aspects intéressants, notamment un très fort accroissement (\$14,4 milliards), en Suisse, des engagements des autres banques déclarantes à l'égard des secteurs bancaire (dans lequel est comprise la BRI) et non bancaire. L'ampleur de cette progression s'explique dans une large mesure par le

volume absolument considérable de l'épargne nationale disponible en Suisse et par le placement de ressources en devises étrangères par les banques de la Confédération sur les marchés internationaux pour le compte de la clientèle non résidente. En revanche, les créances des banques déclarantes sur la Suisse ont, dans l'ensemble, accusé un léger fléchissement au cours des neuf premiers mois de l'année, mais, sous l'influence combinée des opérations de fin d'année et de l'évolution sur les marchés des changes, elles se sont développées de \$3,1 milliards durant le dernier trimestre.

Un autre trait caractéristique est l'accélération de \$14,3 milliards en 1976 à \$17,7 milliards l'an dernier de l'expansion des engagements envers les Etats-Unis déclarés par les banques, qui contraste fortement avec le ralentissement prononcé de la croissance des avoirs extérieurs déclarés par les banques sises aux Etats-Unis même. Il semblerait que les entreprises non bancaires et autres organismes situés dans ce pays aient eu tendance à transférer une partie de leurs excédents de trésorerie sur les marchés internationaux, et notamment dans les centres offshore, afin de profiter des taux d'intérêt plus élevés. On peut estimer à environ \$6 milliards à \$7 milliards le montant de ces sorties de capitaux non bancaires des Etats-Unis en 1977. Les considérations de taux de change ne paraissent pas avoir joué un rôle prépondérant, car ces sorties ont été exclusivement concentrées sur les neuf premiers mois de l'année; la progression de \$5,9 milliards des engagements enregistrés par les banques déclarantes à l'égard des Etats-Unis pendant le dernier trimestre a concerné uniquement le secteur bancaire américain. Les créances des banques déclarantes sur les Etats-Unis se sont développées de \$6,9 milliards durant les neuf premiers mois de l'année, mais se sont réduites de \$1,1 milliard au dernier trimestre.

Les actifs des banques autres que celles de la République fédérale d'Allemagne, y compris les filiales luxembourgeoises des banques allemandes, se sont accrus de \$7,9 milliards envers les résidents allemands, une fraction importante de ce montant représentant des prêts directs au secteur allemand non bancaire. Ce mouvement s'est produit pour l'essentiel pendant les trois derniers mois de l'année, sous l'influence des opérations de fin d'année et de l'évolution sur les marchés des changes.

Les créances des banques déclarantes sur le Japon, où le secteur bancaire avait été, au cours des années précédentes, l'un des plus gros emprunteurs de fonds sur les marchés internationaux, ont fléchi de \$5,1 milliards pendant les neuf premiers mois de l'année. Ce recul s'explique par l'orientation progressive vers le financement d'une partie des importations japonaises à l'aide de ressources internes et par l'introduction d'un système de réserves minimums sur les engagements extérieurs en devises étrangères des banques nippones, ce qui a incité ces dernières à comptabiliser une part plus importante de leur activité internationale par l'intermédiaire de leurs succursales à l'étranger.

Évolution des marchés européens

Après s'être laissés distancer, ces dernières années, par la place de New York et les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient, les marchés européens se sont de nouveau retrouvés au premier rang en 1977. La valeur en dollars des avoirs extérieurs des banques des pays européens du Groupe des Dix et de Suisse s'est renforcée de \$80,6 milliards, pour atteindre un total de \$433,6 milliards. Les monnaies nationales

**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	deutsche marks	francs suisse	livres sterling	florins néer- landais	francs français
en millions de dollars EU									
Avoirs									
1968 décembre	30.430	5.150	7.270	1.240	3.920	1.820	610	290	240
1969 décembre	47.630	6.090	10.540	2.230	5.990	2.980	580	370	150
1970 décembre	60.370	11.850	17.880 ¹	4.680	10.110	5.080	610	560	400
1971 décembre	71.500	14.360	28.630	6.750	16.220	8.180	1.620	700	490
1972 décembre	98.000	19.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 décembre I	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
décembre II ²	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 décembre I	155.450	34.350	59.950	19.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
décembre II ³	156.230	34.920	58.940	18.080	34.950	14.420	2.050	1.880	1.480
1975 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
1977 mars	222.660	53.380	80.930	23.350	47.030	17.560	2.800	3.930	2.690
juin	230.960	56.480	85.970	24.070	50.920	17.690	2.780	4.230	2.850
septembre	238.670	59.850	90.430	26.090	52.710	18.490	3.720	3.930	3.370
décembre	262.430	64.660	111.370	31.040	67.510	22.560	4.420	4.210	3.270
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>positions à l'égard des résidents</i>									
1975 décembre	66.540	17.410	22.820	6.580					
1976 décembre	74.740	21.330	26.920	7.560					
1977 mars	78.670	24.820	27.490	7.960					
juin	82.770	27.910	28.540	8.400					
septembre	85.510	27.400	29.170	8.440					
décembre	91.630	29.060	33.300	8.930					
Engagements									
1968 décembre	26.870	6.240	6.940	1.530	3.010	2.290	800	250	230
1969 décembre	46.200	10.460	10.520	1.340	4.640	4.030	810	350	210
1970 décembre	58.700	11.240	16.590 ¹	2.450	8.080	5.720	940	550	420
1971 décembre	70.750	9.980	26.970	2.740	14.630	7.760	2.110	860	440
1972 décembre	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	2.210	1.360	1.080
1973 décembre I	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
décembre II ²	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 décembre I	156.180	22.440	64.750	8.100	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
décembre II ³	156.430	22.210	64.340	8.080	34.380	18.290	3.590	2.760	2.270
1975 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
1977 mars	229.080	28.410	81.090	9.530	45.880	16.340	4.510	4.060	3.380
juin	239.670	31.160	86.400	9.480	49.640	16.540	4.330	4.610	3.650
septembre	247.020	32.520	92.070	10.050	51.400	17.440	5.090	5.030	4.240
décembre	272.880	34.200	110.560	12.050	64.970	20.870	5.920	4.900	4.400
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>positions à l'égard des résidents</i>									
1975 décembre	58.170	9.400	19.760	3.210					
1976 décembre	64.060	10.660	23.710	4.290					
1977 mars	64.670	11.210	24.260	4.440					
juin	66.030	11.380	24.600	4.620					
septembre	69.460	11.360	24.240	4.780					
décembre	74.620	12.080	29.590	5.330					

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

sont intervenues pour \$12,1 milliards dans cet accroissement, le dollar pour \$38,4 milliards et les autres devises étrangères – dont la progression bat largement les records précédents – pour \$30,1 milliards. En 1976, les chiffres correspondants s'étaient établis respectivement à \$8,5 milliards, \$33,8 milliards et \$13,4 milliards. Du fait de la faiblesse du dollar, on constate donc que l'accélération de la croissance de l'activité bancaire internationale est intervenue dans le secteur des monnaies autres que le dollar. Cependant, alors que l'incidence des variations de change avait accru, en 1976, d'environ \$3 milliards et \$5,5 milliards «seulement» la valeur en dollars des avoirs en monnaie nationale et de ceux en devises étrangères autres que le dollar, ces répercussions exercées par les taux de change ont atteint des ordres de grandeur de \$7 milliards et \$12 milliards respectivement.

L'expansion des avoirs extérieurs comme celle des engagements extérieurs s'est produite pour plus de 60% pendant le seul dernier trimestre de 1977, au cours duquel l'activité des banques a été stimulée non seulement par les opérations habituelles de fin d'année, mais aussi par l'évolution des marchés des changes. La faiblesse du dollar tend à affecter les avoirs et engagements en devises étrangères des banques essentiellement de deux manières. En premier lieu, les banques se voient offrir davantage de dollars à terme de la part de leurs clients, qui peuvent désirer soit vendre leurs créances à terme en dollars, soit prendre position à la baisse sur la monnaie américaine. D'ordinaire, les banques assurent la couverture au comptant de ces achats de dollars à terme en empruntant des dollars et en les cédant contre les monnaies vendues à terme. En second lieu, le secteur non bancaire cherche à emprunter des dollars aux banques aux fins de couverture ou de spéculation pure et simple et à renforcer ses dépôts en monnaies fortes. Ces deux types de transactions provoquent un gonflement des avoirs et engagements des banques en euro-monnaies, surtout en monnaies fortes. C'est ainsi que la valeur exprimée en dollars des actifs bancaires libellés en deutsche marks, qui ne s'était accrue que de \$4 milliards pendant les neuf premiers mois de l'année, est montée en flèche à concurrence de \$14,8 milliards au dernier trimestre; en ce qui concerne les francs suisses, les deux chiffres correspondants se sont établis à \$0,6 milliard et \$4,1 milliards. Toutefois, les fluctuations sur le marché des changes ont fourni une importante contribution à ces progressions du quatrième trimestre.

La faiblesse du dollar affecte également les positions des banques en monnaie nationale. Le développement de la demande étrangère de prêts en dollars renforce habituellement les avoirs extérieurs des banques américaines, tandis que l'accroissement de l'offre de dépôts étrangers en monnaies fortes tend à grossir les engagements en monnaie nationale des banques des pays à monnaie forte à l'égard des non-résidents. Ainsi, au dernier trimestre de 1977, la valeur en dollars des engagements extérieurs en monnaie nationale des banques d'Allemagne, du Japon et du Royaume-Uni a augmenté de \$10,5 milliards, bien que plus de \$3 milliards de cet accroissement aient été imputables aux variations de change. Ces engagements ont connu de nouveau une forte expansion durant le premier trimestre de 1978.

En ce qui concerne la contribution apportée par les différents centres du marché à la croissance globale des opérations en devises étrangères effectuées avec les non-résidents, les banques du Royaume-Uni sont à l'origine de moins d'un tiers de

**Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale
et en devises étrangères, des banques situées dans les divers
pays déclarants et des succursales
des banques américaines dans les centres offshore**

			1975	1976	1977			
			dé- cembre	dé- cembre	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Monnaie nationale . .	21.010	25.900	24.800	27.080	26.930	31.450
		Monnaies étrangères . .	10.640	14.330	12.930	13.360	14.050	17.280
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	13.620	17.380	16.300	17.680	18.190	24.330
		Monnaies étrangères . .	9.310	13.730	11.450	11.620	12.320	15.230
Belgique- Luxembourg	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.720	2.440	2.460	2.490	2.710	3.180
		Monnaies étrangères . .	39.070	49.420	51.070	52.910	57.420	66.950
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	2.650	3.350	3.490	3.940	4.430	4.960
		Monnaies étrangères . .	37.860	47.530	48.980	50.990	55.840	65.470
France	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.180	1.450	1.490	1.770	1.990	2.080
		Monnaies étrangères . .	39.020	47.990	47.370	49.890	51.500	62.210
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	4.370	3.810	3.950	4.350	4.750	4.600
		Monnaies étrangères . .	38.110	48.660	48.930	51.180	52.970	62.970
Italie	Avoirs	Monnaie nationale . .	440	260	300	200	270	300
		Monnaies étrangères . .	14.980	12.290	10.580	9.560	10.540	14.780
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.620	1.420	1.530	1.610	1.630	1.540
		Monnaies étrangères . .	15.040	14.950	14.560	16.460	16.960	21.520
Pays-Bas	Avoirs	Monnaie nationale . .	3.460	4.170	4.160	5.000	5.260	5.240
		Monnaies étrangères . .	17.350	22.000	21.100	23.390	22.970	27.180
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	2.150	4.080	4.030	4.570	4.670	5.100
		Monnaies étrangères . .	16.370	19.580	18.450	21.290	21.600	25.470
Royaume-Uni	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.700	1.800	1.720	1.820	1.940	2.080
		Monnaies étrangères . .	118.240	138.000	138.510	144.770	149.490	159.210
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	9.240	7.130	7.600	8.080	8.840	11.100
		Monnaies étrangères . .	128.210	148.620	150.730	155.810	161.190	171.360
Suède	Avoirs	Monnaie nationale . .	570	810	870	1.110	970	930
		Monnaies étrangères . .	2.570	2.920	2.980	2.950	2.930	3.180
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	580	670	590	750	630	580
		Monnaies étrangères . .	1.750	2.290	2.670	2.870	3.050	3.410
Suisse	Avoirs	Monnaie nationale . .	9.070	10.870	11.730	12.990	14.160	14.500
		Monnaies étrangères . .	16.260	18.370	19.250	20.080	20.200	23.010
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	4.630	5.060	4.560	4.640	4.960	5.650
		Monnaies étrangères . .	12.020	15.290	14.360	15.850	15.160	18.010
Total	Avoirs	Monnaie nationale . .	39.150	47.700	47.530	52.460	54.230	59.760
		Monnaies étrangères . .	258.130	305.320	303.790	316.930	329.100	373.800
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	38.860	42.900	42.050	45.620	48.100	57.160
		Monnaies étrangères . .	258.670	310.650	310.170	326.070	339.090	383.440
Canada	Avoirs	Monnaie nationale . .	460	460	440	420	440	440
		Monnaies étrangères . .	13.390	16.830	17.740	16.900	18.050	17.720
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	2.010	1.960	1.880	2.190	2.030	2.220
		Monnaies étrangères . .	12.070	14.520	15.260	15.560	16.380	16.700
Etats-Unis ¹	Avoirs	Monnaie nationale . .	58.310	79.340	75.370	80.040	81.760	90.200
		Monnaies étrangères . .	1.460	1.790	2.090	1.980	1.970	2.360
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	58.180	69.910	63.710	70.970	73.320	77.330
		Monnaies étrangères . .	560	780	930	750	820	930
Japon	Avoirs	Monnaie nationale . .	1.530	2.080	2.280	2.380	2.820	3.550
		Monnaies étrangères . .	18.830	19.560	19.760	16.790	16.580	18.140
	Engage- ments	Monnaie nationale . .	1.480	1.880	1.910	1.960	2.020	4.110
		Monnaies étrangères . .	25.210	27.160	27.880	24.410	23.610	24.470
Succursales des banques américaines ²	Avoirs	Monnaies étrangères ³	51.090	74.930	77.990	84.310	87.430	91.280
	Engage- ments	Monnaies étrangères ³	50.960	74.080	77.910	84.230	87.600	92.050

¹ A l'exclusion des bons du Trésor américain et des certificats conservés en dépôt pour le compte de non-résidents.
² Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. A partir de septembre 1977, ces chiffres concernent également les succursales des banques américaines au Liban, mais les montants en cause sont très faibles.
³ 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 et des succursales des banques américaines dans les centres offshore

			1975	1976	1977			
			dé- cembre	dé- cembre	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Dollars EU	7.700	10.570	9.420	9.680	10.240	12.710
		Autres monn. étrang..	2.940	3.760	3.510	3.680	3.810	4.570
	Engage- ments	Dollars EU	7.400	11.290	9.120	9.370	9.750	12.380
		Autres monn. étrang..	1.910	2.440	2.330	2.250	2.570	2.850
Belgique- Luxembourg	Avoirs	Dollars EU	18.670	25.020	25.770	26.760	29.090	33.080
		Autres monn. étrang..	20.400	24.400	25.300	26.150	28.330	33.870
	Engage- ments	Dollars EU	17.960	22.950	23.510	24.870	27.580	31.760
		Autres monn. étrang..	19.900	24.580	25.470	26.120	28.260	33.710
France	Avoirs	Dollars EU	29.690	36.180	35.920	37.030	38.320	45.160
		Autres monn. étrang..	9.330	11.810	11.450	12.860	13.180	17.050
	Engage- ments	Dollars EU	27.000	36.050	37.040	37.930	38.620	44.430
		Autres monn. étrang..	11.110	12.610	11.890	13.250	14.350	18.540
Italie	Avoirs	Dollars EU	12.100	9.590	8.120	7.220	7.850	11.480
		Autres monn. étrang..	2.880	2.700	2.460	2.360	2.690	3.300
	Engage- ments	Dollars EU	11.830	11.660	11.290	12.830	13.240	17.010
		Autres monn. étrang..	3.210	3.290	3.290	3.630	3.720	4.510
Pays-Bas	Avoirs	Dollars EU	10.400	13.920	13.580	15.160	13.910	15.150
		Autres monn. étrang..	6.950	8.080	7.520	8.230	9.060	12.030
	Engage- ments	Dollars EU	10.670	12.390	11.300	13.690	13.730	15.460
		Autres monn. étrang..	5.700	7.190	7.150	7.600	7.870	10.010
Royaume-Uni	Avoirs	Dollars EU	96.940	112.580	113.230	117.490	121.510	125.810
		Autres monn. étrang..	21.300	25.420	25.280	27.280	27.980	33.400
	Engage- ments	Dollars EU	104.170	122.480	124.160	126.880	130.730	136.590
		Autres monn. étrang..	24.040	26.140	26.570	28.930	30.460	34.770
Suède	Avoirs	Dollars EU	1.790	2.040	2.050	1.930	2.020	1.970
		Autres monn. étrang..	780	880	930	1.020	910	1.210
	Engage- ments	Dollars EU	1.020	1.420	1.720	1.850	1.930	2.120
		Autres monn. étrang..	730	870	950	1.020	1.120	1.290
Suisse	Avoirs	Dollars EU	12.890	14.120	14.770	15.690	15.730	17.070
		Autres monn. étrang..	3.370	4.250	4.480	4.390	4.470	5.940
	Engage- ments	Dollars EU	9.420	11.800	10.940	12.250	11.440	13.130
		Autres monn. étrang..	2.600	3.490	3.440	3.600	3.720	4.880
Total	Avoirs	Dollars EU	190.180	224.020	222.860	230.960	238.670	262.430
		Autres monn. étrang..	67.950	81.300	80.930	85.970	90.430	111.370
	Engage- ments	Dollars EU	189.470	230.040	229.080	239.670	247.020	272.880
		Autres monn. étrang..	69.200	80.610	81.090	86.400	92.070	110.560
Canada	Avoirs	Dollars EU	12.640	15.890	16.680	15.980	17.070	16.480
		Autres monn. étrang..	750	940	1.060	920	980	1.240
	Engage- ments	Dollars EU	11.560	13.880	14.490	14.890	15.860	15.860
		Autres monn. étrang..	510	640	770	670	720	840
Japon	Avoirs	Dollars EU	16.960	17.530	17.790	14.900	14.670	15.930
		Autres monn. étrang..	1.870	2.030	1.970	1.890	1.910	2.210
	Engage- ments	Dollars EU	24.340	26.200	26.970	23.620	22.800	23.360
		Autres monn. étrang..	870	960	910	790	810	1.110
Succursales offshore des banques américaines ¹	Avoirs	Toutes monn. étrang. ²	51.090	74.930	77.990	64.310	87.430	91.280
	Engage- ments	Toutes monn. étrang. ²	50.960	74.080	77.910	64.230	87.600	92.050

¹ Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. A partir de septembre 1977, ces chiffres concernent également les succursales des banques américaines au Liban, mais les montants en cause sont très faibles. ² Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

l'augmentation totale des avoirs, ce qui a fait fléchir leur part dans les encours de 45% à la fin 1976 à 42½%. Ce recul a été motivé par la lenteur relative de l'expansion des transactions enregistrées avec l'étranger par les filiales londoniennes des banques américaines et par une diminution en valeur absolue des avoirs extérieurs des succursales britanniques des banques japonaises qui (pour les raisons indiquées page 111) ont réduit leurs créances sur leur siège au Japon. La progression de l'activité avec l'étranger des autres groupes de banques sises à Londres s'est poursuivie à une cadence rapide.

Par contre, le développement de l'activité en Belgique-Luxembourg et en France, qui sont les plus importants centres de l'euro-marché après Londres, s'est accéléré, les avoirs extérieurs s'étant accrus respectivement de 35 et 30%. Cette forte poussée s'explique en partie par le fait que le poids relatif des opérations autres qu'en dollars sur l'euro-marché est plus fort sur ces places qu'à Londres. Au Luxembourg en particulier, où les filiales des banques allemandes assument le rôle principal, la valeur en dollars des positions des banques en deutsche marks dépasse à l'heure actuelle leurs positions en dollars.

En termes de taux de croissance, la plus forte expansion des engagements extérieurs en devises étrangères a été le fait des banques opérant en Italie, avec une progression de \$6,5 milliards, soit 43%. La majeure partie de ces emprunts, qui ont été sans nul doute facilités par le jugement plus favorable porté par le marché sur la situation économique italienne, a été constituée de prêts en devises octroyés à des entreprises de la péninsule, tandis que \$2,5 milliards étaient reprêtés à l'étranger.

En ce qui concerne les pays à monnaie forte on constate que, en dépit d'entrées appréciables de capitaux en liaison avec l'agitation qui a régné sur les marchés des changes au cours du dernier trimestre de l'année, aucun fléchissement n'a été enregistré en Allemagne dans la position créditrice nette des banques envers l'étranger, puisque ces dernières ont été également d'importantes exportatrices de capitaux. Le gonflement de \$8,5 milliards de la valeur en dollars de leurs avoirs extérieurs s'explique en grande partie par le renforcement de \$7,7 milliards, pour l'essentiel en monnaie nationale, de leurs prêts à long terme, les avoirs extérieurs à court terme en deutsche marks accusant même, en termes de dollars, une diminution de \$0,8 milliard. Sur les \$8,5 milliards d'augmentation des engagements des banques, résultant d'une progression, supérieure à ce chiffre, intervenue au dernier trimestre, les nouveaux dépôts en deutsche marks se sont élevés à \$7 milliards et ceux à court terme à \$5,1 milliards.

Les positions extérieures des banques suisses ont été peu affectées par les remous monétaires. Grâce aux mesures officielles de protection contre les entrées de capitaux, telles que l'imposition d'un intérêt négatif sur l'accroissement des engagements extérieurs des banques en monnaie nationale, les exigibilités en francs suisses des banques n'ont marqué aucune progression sur l'année si l'on exclut les variations de change. Au contraire, les banques helvétiques sont restées d'importantes exportatrices nettes de fonds, la valeur en dollars de leurs avoirs extérieurs nets en devises étrangères et en monnaie nationale s'étant gonflée de \$5 milliards pour se situer au total à \$13,9 milliards. Même si l'on déduit l'incidence des variations de change, ces exportations de capitaux ont pratiquement financé la totalité de l'excédent massif de \$3,7 milliards des opérations courantes de la Suisse, apportant ainsi une contribution vitale aux

efforts déployés par les autorités helvétiques pour contenir les pressions à la hausse exercées sur le franc suisse. Au cours du dernier trimestre, les engagements extérieurs bruts des banques en monnaies étrangères se sont fortement développés, en raison notamment des opérations habituelles de fin d'année, mais, comme leurs avoirs en monnaies étrangères ont également progressé à un rythme soutenu, le montant net des capitaux collectés à l'étranger par les banques n'a atteint que \$0,4 milliard, soit une fraction seulement du montant noté au dernier trimestre de 1976. Au premier trimestre de 1978, les exportations de fonds bancaires ont repris à une cadence rapide.

Pour revenir à la situation d'ensemble, on peut estimer que le volume des encours de crédit en euro-monnaies accordés par les banques européennes déclarantes sur l'euro-marché, après avoir marqué une progression de \$42 milliards en 1976, s'est élargi de \$53 milliards en 1977 pour s'établir au total à quelque \$300 milliards, déduction faite des duplications d'écritures. Cette accélération a été due uniquement à la forte croissance de l'activité déployée par les banques au sein de la zone européenne déclarante

Origines 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 ²	Centres financiers off-shore ⁴	Pays exportateurs de pétrole ⁵	Pays en voie de développement	Non attribué ⁶	Total
	Total ¹	dont secteur non bancaire ³									
en milliards de dollars EU											
Emplois											
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 déc.	63,0	43,6	16,5	20,2	25,8	15,9	35,6	5,3	19,5	3,2	205,0
1976 mars	65,0	44,4	16,0	22,4	26,3	17,4	35,0	6,0	19,9	3,0	211,0
juin	64,4	45,1	16,8	22,6	27,8	18,5	38,1	6,9	21,3	2,6	219,0
sept.	68,2	48,3	17,6	22,9	30,1	19,6	38,4	8,1	22,5	2,6	230,0
déc.	74,4	51,5	18,2	21,6	33,0	20,8	40,8	9,6	24,7	3,9	247,0
1977 mars	78,7	56,3	17,8	21,8	34,0	20,2	42,1	11,2	24,7	4,5	255,0
juin	85,4	61,8	18,9	18,8	35,5	21,4	44,3	12,7	25,5	4,5	267,0
sept.	88,3	63,1	20,4	18,4	38,9	22,1	43,5	13,6	27,1	4,7	277,0
déc.	99,2	69,9	21,0	18,7	42,6	23,8	43,7	15,6	30,0	5,4	300,0
Origines											
1974 déc.	67,8	37,1	11,9	8,7	18,5	5,1	17,8	29,1	15,5	2,6	177,0
1975 déc.	79,5	39,2	15,4	8,3	19,9	5,4	21,8	34,6	16,2	3,9	205,0
1976 mars	82,0	40,7	15,0	9,0	20,6	5,0	24,1	34,4	16,5	4,4	211,0
juin	81,2	41,6	17,4	9,8	19,3	5,2	26,8	37,4	17,1	4,8	219,0
sept.	84,3	43,5	17,4	10,0	20,6	5,3	27,0	41,1	18,9	5,4	230,0
déc.	86,7	45,5	18,8	10,5	21,3	6,4	30,1	45,2	21,3	6,7	247,0
1977 mars	91,7	47,0	19,4	10,5	19,8	4,7	29,6	47,8	23,4	8,1	255,0
juin	97,5	48,7	23,3	8,2	19,7	4,5	31,0	51,1	24,8	6,9	267,0
sept.	98,7	50,1	23,7	7,8	23,3	4,9	30,9	52,0	26,8	8,9	277,0
déc.	108,6	54,9	24,9	8,4	26,6	6,4	33,2	54,0	29,5	8,4	300,0

¹ Comprend: a) sous «Emplois», les conversions par les banques de devises étrangères en monnaie nationale et les ressources en monnaies étrangères fournies par les banques déclarantes aux banques du pays d'émission de la monnaie en question (par exemple des fonds en deutsche marks déposés dans des banques allemandes); b) sous «Origines», les dépôts effectués par les institutions monétaires officielles de la zone déclarante, les conversions par les banques de monnaie nationale en devises étrangères et les fonds en monnaies étrangères obtenus par les banques déclarantes auprès des banques du pays d'émission de la monnaie en question (par exemple des fonds en deutsche marks reçus de banques allemandes). ² Dans la rubrique «Origines», 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 où ils ne sont pas notifiés, par les banques suisses elles-mêmes, comme engagements à l'égard du secteur non bancaire de pays extérieurs à la zone déclarante. ³ Non compris les positions des banques situées en République fédérale d'Allemagne à l'égard de la République démocratique allemande. ⁴ Antilles britanniques et néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, Iles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour. ⁵ Algérie, Arabie Saoudite, Bahreïn, Brunei, Emirats arabes unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad et Tobago, Venezuela. ⁶ Y compris les positions à l'égard des institutions internationales autres que la BRI.

elle-même; tant les nouveaux prêts consentis à l'extérieur que les entrées de capitaux dans cette zone se sont ralenties.

L'absorption de nouvelles ressources par la zone déclarante s'est accrue d'environ \$11,5 milliards en 1976 à près de \$25 milliards. Les prêts directs obtenus par le secteur non bancaire ont augmenté de \$18,4 milliards, soit de 36%. Il est peut-être surprenant de constater que les plus gros emprunteurs ont été les résidents allemands du secteur non bancaire, qui se sont procuré un montant voisin de \$5,5 milliards, essentiellement en deutsche marks, auprès de banques étrangères, notamment des filiales luxembourgeoises des banques allemandes. Ces emprunts ont été motivés pour une bonne part par l'abaissement du coût des prêts en euro-monnaies, et ils sont devenus particulièrement intéressants vers la fin de l'année, lorsque l'évolution de la situation sur les marchés des changes a exercé une forte pression à la baisse sur les taux des crédits en euro-deutsche marks. En Italie, le secteur non bancaire a acquis \$4,3 milliards de crédits en devises étrangères, essentiellement auprès des banques de la péninsule, en liaison, pour une part importante, avec l'encadrement du crédit interne en monnaie nationale et la réglementation des changes relative au financement du commerce extérieur. Au sein de la zone européenne déclarante, les autres principaux emprunteurs sur l'euro-marché ont été les secteurs non bancaires du Royaume-Uni (\$3 milliards) et de France (\$2 milliards). Le montant des nouveaux fonds mis à la disposition du marché par les résidents de la zone déclarante s'est gonflé de \$22 milliards environ, soit approximativement de \$3 milliards de moins que le volume des capitaux employés à l'intérieur de cette zone; les pays européens déclarants ont donc été utilisateurs nets de fonds en euro-monnaies en 1977.

Les créances sur les pays du Groupe des Dix autres que ceux de la zone déclarante ont enregistré dans l'ensemble peu de changements, les accroissements respectifs de \$2,8 milliards et \$1 milliard envers les Etats-Unis et le Canada étant compensés par une réduction de \$3,9 milliards des créances sur le Japon. Du côté de l'origine des fonds, cependant, on relève une forte progression de \$6,1 milliards des nouvelles ressources obtenues des Etats-Unis; à ce chiffre doit être ajoutée une fraction notable de l'augmentation de \$3,1 milliards des engagements contractés par les banques déclarantes auprès des centres offshore, ces places financières servant dans une large mesure d'entrepôt comptable pour les capitaux en provenance des Etats-Unis.

L'évolution des positions des banques déclarantes à l'égard des pays situés à l'extérieur du Groupe des Dix a suivi étroitement les tendances des balances de paiements. Les pays en développement non producteurs de pétrole sont devenus, en 1977, fournisseurs nets de ressources nouvelles à l'euro-marché, vu que leurs dépôts d'argent frais (\$8,2 milliards) ont dépassé leurs tirages de près de \$3 milliards. A l'inverse, l'accélération des prêts consentis aux pays de l'OPEP et le ralentissement des dépôts reçus de ces pays ont provoqué une forte contraction, de \$6,3 milliards en 1976 à \$2,8 milliards l'an passé, de l'offre nette à l'euro-marché de nouveaux capitaux de l'OPEP. Les pays d'Europe de l'Est ont réduit leurs recours aux crédits en euro-devises, qui sont revenus de près de \$5 milliards en 1976 à \$3 milliards. Les pays développés autres que ceux du Groupe des Dix et la Suisse ont accru leurs prélèvements, les portant de \$7,2 milliards à \$9,6 milliards, mais les nouveaux dépôts reçus de ces pays ont accusé une augmentation plus forte encore, puisqu'ils sont passés de \$1,4 milliard à \$5,3 milliards.

Évolution dans les centres extra-européens

L'évolution survenue l'an dernier a surtout été caractérisée par une régression sensible des prêts extérieurs accordés par les banques sises aux Etats-Unis et par leurs succursales situées dans les centres offshore. Les créances extérieures des sièges centraux et celles des succursales, qui avaient enregistré des progressions de \$21,4 milliards et \$23,8 milliards en 1976, n'ont augmenté respectivement que de \$11,4 milliards et \$16,4 milliards. Si l'on dresse le bilan consolidé des avoirs extérieurs des banques mères et de leurs succursales en établissant le solde des positions entre les Etats-Unis et les centres offshore, on constate que le recul a même été plus prononcé puisque, de \$30 milliards environ en 1976, le total est tombé à \$15 milliards.

L'élément le plus important à l'origine de cette décélération a été la réduction des nouveaux prêts aux pays en développement non producteurs de pétrole, qui ont fléchi d'un peu plus de \$11 milliards en 1976 à quelque \$4 milliards en 1977. Comme mentionné précédemment, les principaux facteurs de cette évolution ont probablement été le souci de sécurité éprouvé aux Etats-Unis à propos des risques encourus par les banques américaines sur le plan international, la compression des marges appliquées aux prêts bancaires et la diminution de la demande de concours de la part de certains des principaux pays latino-américains. En outre, la progression des créances sur les autres pays du Groupe des Dix s'est très fortement ralentie, revenant de \$9,2 milliards à \$4,6 milliards — ce phénomène étant dû en partie à la diminution des besoins de refinancement des filiales des banques américaines dans ces pays. Par contre, les nouveaux prêts aux pays exportateurs de pétrole se sont maintenus à un niveau relativement satisfaisant, pour s'élever à \$3,7 milliards en 1977, contre \$4,5 milliards l'année précédente.

En 1976, les banques canadiennes avaient renforcé leurs avoirs extérieurs de \$3,4 milliards, soit de \$1 milliard net, déduction faite de la croissance de leurs exigibilités. Cette sortie avait contribué à compenser l'excédent de la balance des paiements résultant de l'émission d'un volume considérable d'obligations étrangères par les résidents canadiens. A l'inverse, la forte contraction des émissions canadiennes à l'étranger, en 1977, et l'apparition d'un déficit des paiements extérieurs se sont accompagnées d'une diminution des prêts accordés à l'étranger par les banques canadiennes, qui se sont élevés à \$0,9 milliard, tandis que leurs engagements extérieurs continuaient à s'accroître au même rythme qu'en 1976.

Le Japon a été le seul pays déclarant où les banques ont accusé un recul tant de leurs avoirs que de leurs engagements extérieurs bruts en devises étrangères, à concurrence de \$2,7 milliards et de \$1,4 milliard respectivement. Cette évolution s'explique par l'extension progressive du financement en yens du commerce extérieur et par les nouvelles obligations de réserves sur les exigibilités en monnaies étrangères des banques (voir page 111). Le fléchissement de la position extérieure débitrice nette en devises étrangères des banques a été partiellement compensé, cependant, par un revirement de leur position extérieure en yens qui, de créditrice nette en 1976, est devenue débitrice nette l'an dernier, à la suite d'un fort accroissement, né de l'agitation monétaire qui régnait au dernier trimestre, des dépôts des non-résidents en yens librement convertibles. Ces entrées, combinées à certains effets des variations de change, ont porté la valeur en dollars des engagements en yens des banques à l'égard de l'étranger de \$2 milliards, fin septembre, à \$4,1 milliards trois mois plus tard.

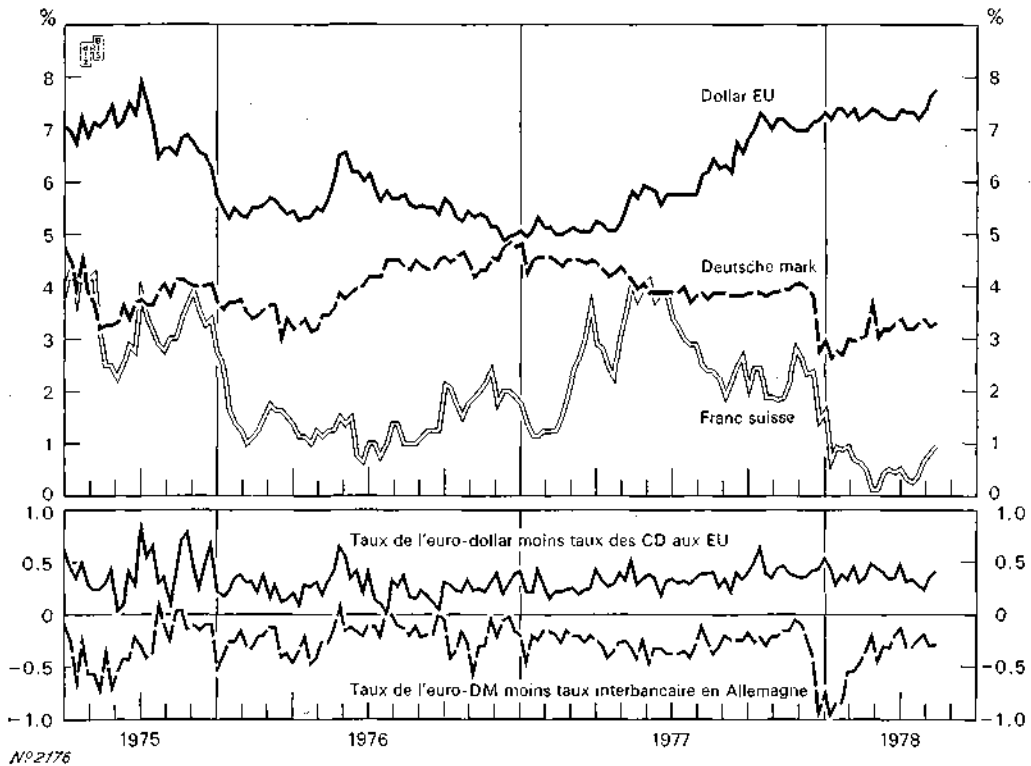
En dépit de l'imposition, en novembre, d'une obligation de réserve de 50% sur l'accroissement de ces engagements, les entrées se sont poursuivies à un rythme rapide au début de 1978 et atteignaient, à la fin de mars, près de quatre fois le niveau enregistré six mois auparavant.

Évolution des taux d'intérêt

D'importantes modifications sont intervenues l'an dernier dans la structure des taux d'intérêt sur l'euro-marché. Alors que les taux des dépôts en dollars ont progressé dans le sillage des taux d'intérêt du marché intérieur américain, l'évolution de la situation des balances de paiements et les tensions s'exerçant sur les taux de change ont contribué au fléchissement des taux de l'euro-deutsche mark et de l'euro-franc suisse.

Dans les premiers mois de 1977, les taux des dépôts à trois mois en euro-dollars étaient cotés aux environs de 5%, niveau le plus bas depuis juin 1972, soit environ un point au-dessous des taux à douze mois et 3½ points de moins que les taux de rendement des obligations en euro-dollars. La montée exceptionnellement rapide de la courbe des rendements reflétait les craintes d'un nouveau durcissement des conditions de crédit aux États-Unis. Lorsque, à partir du printemps, ce resserrement monétaire s'est effectivement produit, les taux de l'euro-dollar se sont progressivement élevés jusqu'à atteindre 7¼% environ à la mi-octobre pour se stabiliser

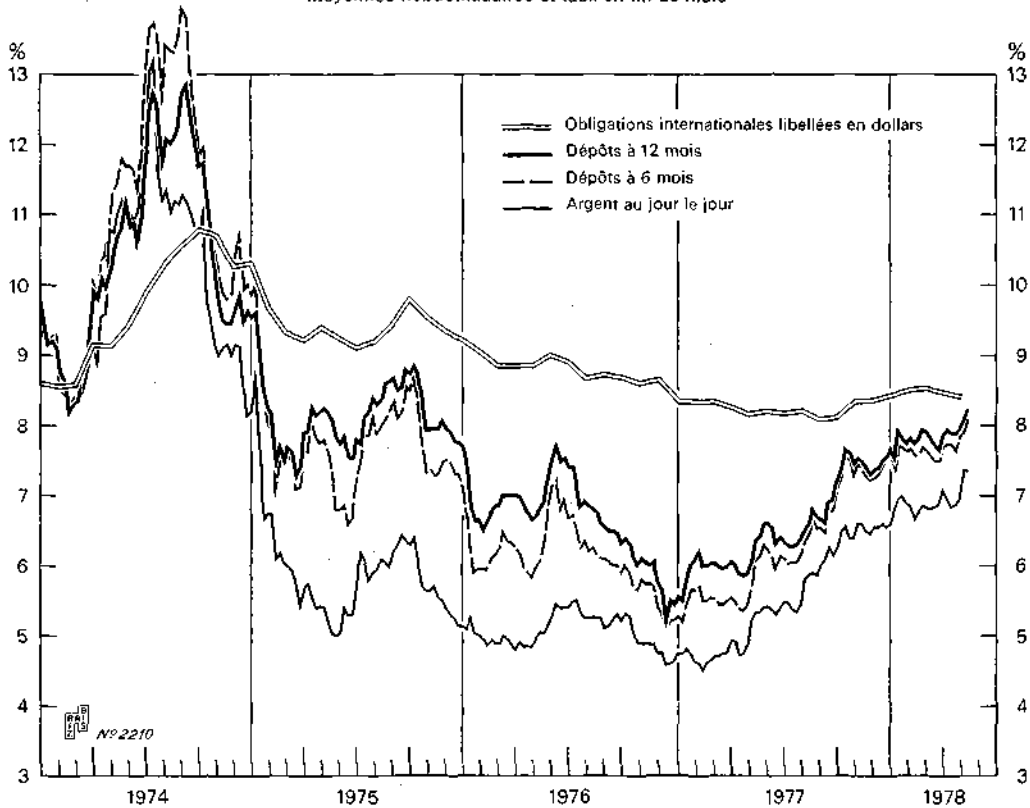
Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies
à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux
Chiffres du mercredi, en % par an



ensuite au voisinage de ce niveau. Au début de 1973, la faiblesse du dollar avait provoqué un élargissement sensible de la prime dégagée par les taux des dépôts en euro-dollars par rapport aux taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis pour les échéances correspondantes; au contraire, durant la période d'agitation qu'ont connue les marchés des changes à la fin de 1977 et au début de 1978, la prime enregistrée par les euro-dollars à trois mois, par comparaison avec les certificats de dépôt de même échéance aux Etats-Unis, s'est maintenue la plupart du temps à l'intérieur de sa marge normale de un quart à un demi point. Il semblerait que même de très faibles variations des écarts de taux d'intérêt ont suffi pour faire sortir des Etats-Unis les capitaux nécessaires au rétablissement de l'équilibre entre la demande et l'offre de ressources en euro-dollars.

Les répercussions sur les taux des dépôts en euro-monnaies de l'agitation sur les marchés des changes ont été bien plus évidentes à propos du deutsche mark et du franc suisse. Après avoir légèrement fléchi au printemps, les taux de l'euro-deutsche mark sont restés à peu près stables jusqu'en décembre, lorsque l'intensification des pressions sur les marchés des changes et l'adoption par les autorités allemandes d'un programme de mesures de protection contre les afflux de capitaux ont provoqué le recul d'un point et demi du taux de l'euro-deutsche mark à trois mois. Aussi sa décote par rapport aux taux du marché intérieur allemand pour les échéances comparables s'est-elle élargie temporairement jusqu'à près d'un point, et l'écart de

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



rendement non couvert entre les taux de l'euro-dollar et ceux de l'euro-deutsche mark a dépassé 4 points, atteignant ainsi sa valeur maximum depuis l'automne de 1975.

Les taux de l'euro-franc suisse ont fait preuve d'une stabilité beaucoup moins grande que ceux de l'euro-deutsche mark au cours du premier semestre de 1977. Un resserrement temporaire des conditions internes d'accès au crédit, facilité par un relâchement des tensions à la hausse sur le franc suisse, a fait passer le taux de l'euro-franc suisse à court terme de 1¼% au début de l'année à 4% à la mi-mai. Par la suite, cependant, le nouveau raffermissement du franc suisse a entraîné une détente des taux, et, vers la fin de l'année, les taux de l'euro-franc suisse à trois mois étaient redescendus à environ 1½%. Contrairement à ce qui s'est passé dans le compartiment de l'euro-deutsche mark – où un certain ajustement en hausse est intervenu ultérieurement – le mouvement de recul s'est poursuivi au début de 1978, et, à la suite d'un nouveau renforcement de la réglementation helvétique visant à contenir les entrées de capitaux, les taux de l'euro-franc suisse sont momentanément tombés à près de zéro, fin février.

Les marchés des obligations internationales

Malgré un recul accentué des emprunts étrangers lancés aux Etats-Unis et en Suisse et l'agitation monétaire qui s'est manifestée au cours du second semestre, les émissions d'obligations internationales ont atteint au total un nouveau record de \$35 milliards en 1977, chiffre légèrement plus élevé encore que celui de 1976. Pour la première fois depuis la levée des contrôles imposés en janvier 1974 par les Etats-Unis sur les sorties de capitaux, les émissions d'euro-obligations ont dépassé le montant des émissions étrangères traditionnelles sur les marchés nationaux, avec un total de \$19,4 milliards de titres placés, ce qui représente une progression de 26%. Comme au cours des deux années précédentes, le marché des euro-obligations a bénéficié d'une abondance de liquidités résultant de la faiblesse de la demande interne de crédit dans les principaux pays industriels et de la déception croissante ressentie à l'égard des marchés des valeurs à revenu variable. En outre, un volume de plus en plus important de fonds provenant de l'amortissement d'emprunts antérieurs et du paiement des intérêts a été réinvesti sur le marché.

L'ampleur des ressources disponibles, qui s'est encore accrue en raison de l'intérêt grandissant témoigné par les investisseurs institutionnels, a été fort clairement mise en évidence dans le compartiment dollar pendant les neuf premiers mois de l'année lorsque, en dépit de la montée des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et des premiers signes de faiblesse de la monnaie américaine, les emprunteurs ont été en mesure de se procurer d'importantes quantités de fonds à des conditions encore plus favorables qu'auparavant: les taux nominaux se sont de nouveau quelque peu inscrits en baisse, et l'échéance moyenne s'est allongée jusqu'à près de dix ans, alors qu'elle était de huit ans environ en 1976. Malgré l'intérêt considérable présenté par les titres libellés en deutsche marks, le compartiment dollar a encore représenté près des deux tiers des nouvelles émissions d'euro-obligations.

La situation a brusquement changé en octobre quand, par suite du glissement accéléré du dollar et d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, une nette désaffection s'est fait sentir à l'égard des obligations en dollars. Les investisseurs se sont tournés de plus en plus vers les actifs libellés en d'autres monnaies, en deutsche

Emissions d'obligations internationales¹

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Euro-émissions				Emissions étrangères			
		Total	dont:			Total	dont:		
			dollars EU	deutsche marks	place- ments privés		aux Etats- Unis	en Suisse	place- ments privés
en millions de dollars EU									
Europe occidentale	1975	4.880	1.350	1.770	1.760	3.150	850	1.760	1.670
	1976	5.740	3.830	1.330	1.070	5.110	1.240	3.370	2.960
	1977	8.950	5.690	2.710	1.800	4.420	1.230	2.610	2.270
Canada	1975	1.150	610	—	320	3.410	3.110	280	830
	1976	3.000	1.570	40	150	6.080	5.720	370	4.060
	1977	1.950	980	410	60	3.260	2.900	270	1.660
Etats-Unis	1975	310	220	—	80	140	—	40	120
	1976	410	400	—	120	30	—	—	30
	1977	1.310	1.210	10	450	240	—	40	200
Autres pays développés ²	1975	2.230	1.350	700	650	1.030	380	600	670
	1976	2.060	1.500	510	300	1.500	710	790	680
	1977	2.090	1.470	580	330	1.430	670	640	490
Reste du monde ³	1975	440	230	80	120	550	460	20	230
	1976	1.060	450	270	180	910	690	120	210
	1977	2.600	1.000	1.150	440	1.530	820	330	360
Organismes internationaux.	1975	1.510	1.060	340	860	4.020	1.980	670	1.360
	1976	3.100	2.250	670	1.890	5.300	2.270	790	1.960
	1977	2.450	1.950	240	850	4.730	1.960	810	1.660
Total des émissions placées	1975	10.520	4.920	3.100	3.790	12.300	6.850	3.530	4.880
	1976	15.370	10.000	2.820	3.710	18.930	10.630	5.440	9.900
	1977	19.350	12.300	5.100	3.930	15.610	7.580	4.700	6.640

Remarque: les totaux pour 1975 comprennent des chiffres révisés qui n'ont pas été ventilés par monnaie ni par marché.

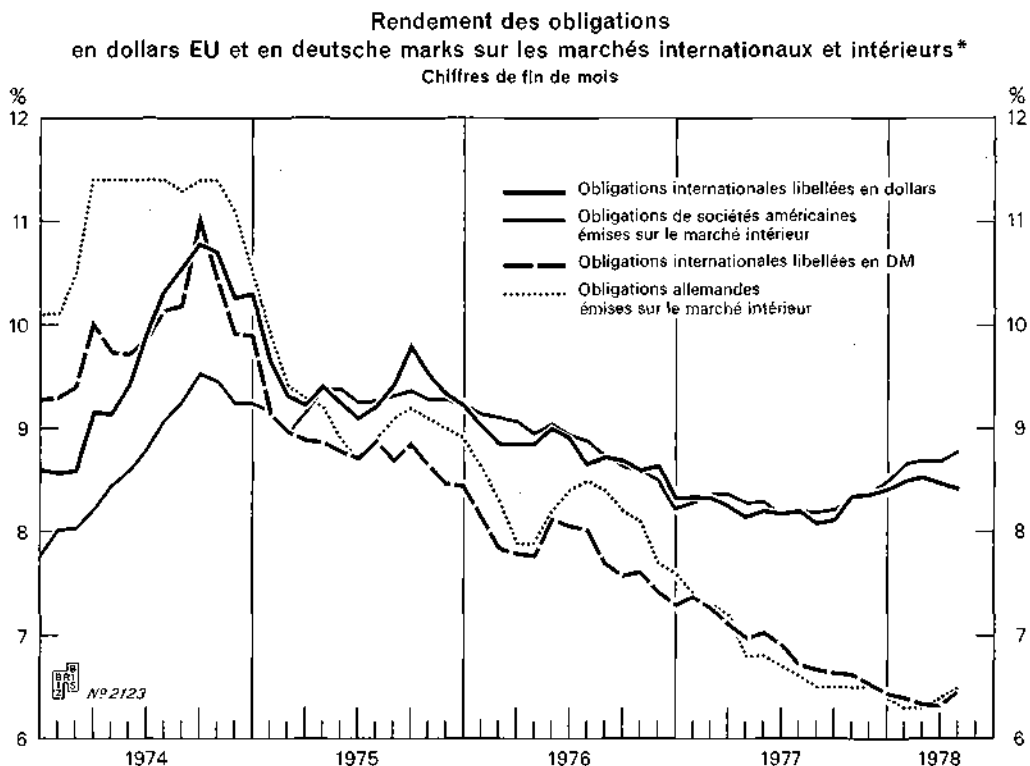
¹ Sur la base des renseignements fournis par la BIRD et l'OCDE. ² Afrique du Sud, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande. ³ Y compris les pays d'Europe de l'Est.

marks en particulier, dont la part dans le total des émissions d'euro-obligations est passée brutalement d'une moyenne trimestrielle de 23% pendant les neuf mois précédents à 39% au dernier trimestre, tandis que celle des dollars tombait à 50%. En raison de la forte demande d'obligations libellées en deutsche marks, les conditions d'émission n'ont cessé de se détendre dans ce compartiment, tandis que, sur celui du dollar, on enregistre un certain resserrement. La réouverture du marché de l'euro-sterling a également contribué à servir la demande d'émissions en monnaies autres que le dollar. L'activité dans les autres secteurs du marché est restée faible, à l'exception de quelques émissions libellées en monnaies arabes, qui ont été placées dans les pays de l'OPEP.

Sur l'ensemble de l'année, toutefois, le dollar est demeuré la monnaie dominante et a représenté 64% des émissions d'euro-obligations, pourcentage à peine inférieur à celui de 1976, alors que le deutsche mark a vu sa part progresser de 18 à 26%. Celle

du dollar canadien est tombée de 9½ à 3½%, pour des raisons liées en partie à la faiblesse de cette devise sur les marchés des changes; il s'est néanmoins classé au troisième rang, le rôle joué par les autres monnaies étant resté très modeste. Le secteur des émissions en yens, ouvert pour la première fois en avril 1977, n'a revêtu qu'une importance quantitative mineure; seuls deux emprunts ont été émis dans cette monnaie, du fait peut-être de la réticence que les autorités japonaises continuent de manifester à l'égard d'un élargissement du rôle international du yen.

Le mouvement de hausse des taux des dépôts en euro-dollars ainsi que les ajustements de portefeuille provoqués par l'évolution sur les marchés des changes ont stimulé l'activité sur les marchés secondaires, où le volume des transactions a atteint des niveaux records. Bien qu'il ait été fait parfois état de certaines difficultés rencontrées dans le placement d'importants montants de valeurs en dollars du fait de la hausse des taux à court terme, les rendements des obligations en euro-dollars ont continué à fléchir jusqu'en août, pour se situer à des niveaux qui ont été encore légèrement inférieurs aux rendements des valeurs américaines à échéances comparables émises sur le marché intérieur. En conséquence, l'écart entre les rendements des obligations en euro-dollars et les taux de l'euro-dollar à trois mois entre banques s'est réduit, revenant de 3¼ points au début de l'année à 1½ point environ en septembre, sans décourager pour autant la demande d'obligations en euro-dollars. En octobre, cependant, la faiblesse de la monnaie américaine sur les marchés des changes a commencé à influencer les conditions du marché. La diminution de l'attrait exercé sur les investisseurs par les obligations



* Le rendement des obligations américaines émises sur le marché intérieur est calculé à l'échéance finale et celui des autres obligations à l'échéance moyenne.

en dollars a suscité un nouvel accroissement des rendements qui ont terminé l'année aux alentours de $8\frac{1}{2}\%$, soit approximativement $\frac{3}{8}$ de point au-dessus de leur minimum du mois d'août. Au contraire, les rendements des obligations en deutsche marks ont continué de fléchir tout au long de l'année. Début 1978, ils se situaient au voisinage de $6\frac{3}{8}\%$, soit à près d'un point de moins qu'un an auparavant. Comme les taux des euro-deutsche marks à court terme se sont également inscrits en recul, la courbe des rendements ne s'est pas aplatie, et l'écart entre les taux des euro-obligations libellées en deutsche marks et ceux des euro-dépôts à trois mois s'est maintenu dans la fourchette de $2\frac{1}{2}$ - $3\frac{1}{2}\%$.

Les émissions étrangères lancées sur les marchés nationaux sont tombées de \$18,9 milliards en 1976 à \$15,6 milliards l'an dernier. Aux Etats-Unis, où elles se sont montées à \$7,6 milliards, contre \$10,6 milliards en 1976, les emprunts effectués par des entreprises canadiennes ont diminué de 46% pour des considérations de taux de change et de loyer de l'argent. En Suisse, la contraction d'une année sur l'autre, de \$5,4 milliards à \$4,7 milliards, s'explique entièrement par un ralentissement des placements privés, étant donné qu'aucun emprunt très important n'a été émis entre mai et septembre lors du durcissement momentané des conditions de crédit sur le marché national. Toutefois, l'activité a repris, à l'automne, à un rythme très soutenu, le redressement du franc suisse sur les marchés des changes et l'expansion de liquidité qui en est résultée ayant permis d'assouplir sensiblement les conditions d'émission.

Les émissions traditionnelles d'obligations étrangères sur le marché allemand, technique d'emprunt utilisée presque exclusivement par les institutions internationales, ont reculé de \$1,3 milliard à \$1,1 milliard. Néanmoins, le volume global des émissions étrangères en deutsche marks et de celles qui ont été libellées en euro-deutsche marks (qui sous certains aspects possèdent également les caractéristiques des obligations étrangères traditionnelles) a progressé de \$4,1 milliards en 1976 à \$6,3 milliards en 1977, de sorte que la part du deutsche mark dans le total des émissions d'obligations internationales s'est trouvée portée de 12 à 18%.

Les émissions étrangères effectuées sur le marché japonais ont augmenté de \$0,3 milliard en 1976 à \$1,4 milliard en 1977, et ce mouvement, qui s'est concentré sur le deuxième semestre et semble se poursuivre en 1978, a été déclenché par l'assouplissement de la politique des autorités japonaises en matière d'émission, par des non-résidents, d'obligations libellées en yens.

Quant aux marchés des obligations internationales, l'un des traits caractéristiques de leur évolution l'an dernier a été le fait que l'abondance des ressources et les facilités d'emprunt ont permis à des emprunteurs moins connus d'accroître leur part du total des capitaux collectés. A cet égard, la progression à \$3,1 milliards, contre \$1,7 milliard en 1976, des émissions des pays en voie de développement non producteurs de pétrole a constitué le facteur le plus important. Les deux tiers de ces fonds ont été absorbés par deux pays - le Mexique et le Brésil - dont la cote de crédit sur ces marchés a encore monté, en dépit du montant déjà très élevé de leur endettement extérieur. De même, quelques pays de l'OPEP se sont procuré un volume de fonds appréciable sous la forme d'émissions d'obligations.

Toutefois, ce sont une fois de plus les pays développés qui ont été de loin le plus important groupe d'émetteurs d'emprunts internationaux, même si leur part

dans le total des émissions a légèrement diminué pour s'établir à 68%, contre 70% en 1976. Les organismes canadiens ont fortement réduit leur recours au financement sous forme d'obligations internationales, le ramenant de \$9,1 milliards à \$5,2 milliards, mais ils sont néanmoins restés le groupe le plus actif d'emprunteurs. De même, les émissions lancées par les organismes français, deuxième groupe d'emprunteurs par ordre d'importance en 1976, se sont contractées à \$2 milliards, contre \$2,8 milliards l'année précédente. Il convient cependant de noter que le Canada et la France ont accru leurs emprunts auprès du secteur bancaire international. En revanche, certains pays éprouvant d'importants besoins de financement de leur balance des paiements, notamment l'Autriche, la Norvège et la Suède, ont développé leurs appels au marché des émissions internationales.

La diminution du volume des émissions canadiennes et françaises explique le fléchissement, de 48 à 46%, de la part du secteur public dans le total des emprunts. Les organismes privés, au contraire, ont davantage recouru au marché l'an dernier, pour représenter 34% du volume total des émissions, contre 28% en 1976, cette progression portant intégralement sur les émissions d'euro-obligations. Cette évolution s'explique en partie par la recrudescence de la demande de capitaux de la part de certaines entreprises non financières qui ont émis quelques emprunts d'un montant élevé. Les sociétés multinationales ayant leur siège aux États-Unis et au Royaume-Uni ont été particulièrement actives, profitant ainsi de l'attrait des conditions d'émission. En effet, les emprunts lancés par les sociétés américaines se sont accrus de \$0,4 milliard en 1976 à \$1,6 milliard. Les sociétés japonaises, appartenant principalement au secteur non bancaire, sont restées de gros emprunteurs, avec \$1,9 milliard, soit pratiquement autant qu'en 1976. Les émissions des institutions financières se sont poursuivies à peu près au même rythme qu'en 1976, sous forme en grande partie d'effets à taux variables qui constituent, surtout pour les banques dont la devise de référence n'est pas le dollar, une solution de rechange pour se procurer des ressources à plus long terme aux fins d'opérations internationales.

Dans les premiers mois de 1978, les capitaux ont continué d'affluer sur le marché, et cette aisance a profité en premier lieu aux secteurs des émissions libellées en devises fortes. D'importants emprunts en euro-deutsche marks, en francs suisses (émissions internationales) et en yens ont été facilement couverts, bien que les mesures prises par les autorités helvétiques, en février, pour restreindre l'acquisition de valeurs mobilières étrangères émises en francs suisses aient eu certaines répercussions sur l'ensemble de l'activité dans ce compartiment. Par contre, les émissions en euro-dollars ont continué d'être mal accueillies par les investisseurs, peu désireux d'engager leurs capitaux dans une monnaie qui s'affaiblissait.

Au début du printemps, cependant, la situation s'est modifiée lorsque le dollar a retrouvé un certain degré de stabilité sur les marchés des changes. L'engouement des investisseurs pour le deutsche mark s'étant atténué, l'écart entre les rendements des obligations en dollars et en euro-deutsche marks a commencé à paraître trop large, et le volume des émissions libellées en euro-deutsche marks s'est mis à dépasser la nouvelle demande d'obligations de ce type. En mai, afin d'éviter un engorgement du marché, le comité du marché allemand des capitaux a décidé de suspendre temporairement les nouvelles émissions étrangères en deutsche marks.

VI. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Ce chapitre passe en revue les événements marquants qui se sont produits sur la scène monétaire internationale au cours des dix-huit derniers mois. La première partie, consacrée aux mouvements des taux de change des principales monnaies durant cette période, décrit en particulier l'affaiblissement du dollar survenu entre le milieu de 1977 et mars 1978. La deuxième partie examine, pour les monnaies des pays du Groupe des Dix et de la Suisse, la contribution des variations des taux de change au processus d'ajustement, tant au cours des dix-huit derniers mois que depuis la fin de 1970. La troisième partie rend compte de l'évolution de la production et des marchés de l'or, marquée essentiellement par le nouvel accroissement du volume de métal absorbé à des fins non monétaires et par la hausse des cours exprimés en dollars. La quatrième partie décrit la progression très rapide des réserves globales, l'an dernier, engendrée dans une large mesure par le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis, et traite de l'approvisionnement futur en réserves nécessaires pour répondre aux besoins du système monétaire dans son ensemble.

Évolution des taux de change

L'évolution sur les marchés des changes au cours de la période sous revue a été principalement marquée par la dépréciation substantielle du dollar de fin juin 1977 à mars 1978 avec, en contrepartie, une appréciation des monnaies des principaux pays excédentaires - yen, franc suisse et deutsche mark. En outre, l'affaiblissement du dollar a accentué les effets des politiques énergiques d'ajustement mises en œuvre sur le plan interne, en inversant l'évolution des trois grandes monnaies qui s'étaient montrées particulièrement faibles durant la majeure partie ou la totalité de 1976, à savoir la livre sterling, le franc français et la lire italienne. En 1977 et au début de 1978, le dollar canadien et la couronne suédoise ont été les seules monnaies des principaux pays industrialisés dont la valeur externe ait fléchi, non seulement sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux, mais également par rapport au dollar EU. Depuis mars 1978, le dollar s'est redressé très sensiblement et, à la fin de mai, il se situait bien au-dessus de ses minimums antérieurs par rapport aux monnaies des principaux pays excédentaires, et notamment au franc suisse.

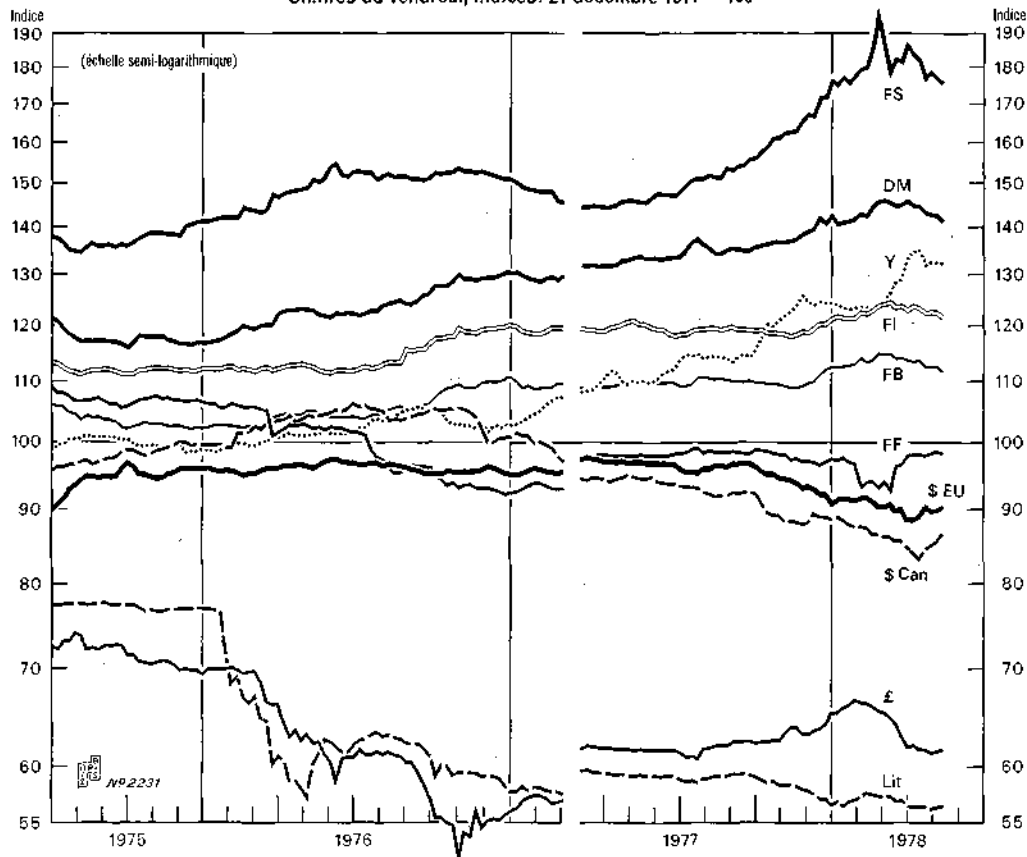
A l'origine de cette faiblesse du *dollar EU* se trouve essentiellement la persistance, tout au long de la période sous revue, d'un déficit considérable de la balance des paiements courants des Etats-Unis allant de pair avec une certaine accélération du rythme d'accroissement des prix de détail internes. Jusqu'à la mi-juin, le dollar a cependant fait preuve dans l'ensemble d'une remarquable stabilité grâce, pour une large part, aux interventions massives effectuées par la Banque d'Angleterre et la Banque d'Italie, qui procédaient à la reconstitution de leurs réserves officielles. Certes, au cours de cette période, le dollar s'est déprécié de 6,7% par rapport au yen mais, en même temps, il s'est apprécié de 4½% par rapport au dollar canadien, de sorte qu'à la fin du mois de juin son taux de change effectif se situait à moins de 1% au-dessous de son niveau du début de l'année.

Le cours des événements s'est modifié après le 24 juin, à la suite de la publication d'un communiqué au terme d'une réunion tenue à Paris par les Ministres des Finances des pays de l'OCDE; il était indiqué dans ce document que les pays membres bénéficiant d'une forte position extérieure étaient «disposés à laisser la position de leur balance courante s'affaiblir et leur monnaie s'apprécier sous l'action des forces profondes du marché». Des ventes massives de dollars ont alors eu lieu si bien que, au cours de la période de quatre semaines se terminant le 22 juillet, la monnaie américaine avait fléchi d'environ 4% par rapport au deutsche mark et au franc suisse et de près de 3% par rapport au yen, sa dépréciation pondérée atteignant 1½%. Dans les derniers jours de juillet, sous l'effet d'un relèvement des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et de déclarations des autorités américaines soulignant l'importance d'un dollar fort, le taux de change de cette monnaie s'est redressé. En effet, à la fin de septembre, il retrouvait, en valeur effective, le niveau auquel il se tenait trois mois auparavant, malgré une légère dépréciation par rapport au deutsche mark, au franc suisse et au yen.

Vers la fin de septembre, le dollar s'est trouvé à nouveau soumis à des pressions, plus intenses cette fois. Lors de l'Assemblée annuelle du Fonds monétaire international, le Secrétaire américain au Trésor déclarait que le déficit des paiements courants pour 1977 se situerait vraisemblablement entre \$16 milliards et \$20 milliards et, au même moment, des prévisions d'organismes privés américains annonçaient une nouvelle détérioration pour 1978. Dans ces conditions, et compte tenu du fait que le programme énergétique présenté par le Président américain s'était enlisé au Congrès et que la Banque d'Angleterre cessait ses interventions massives sur les marchés des changes vers la fin d'octobre, la baisse du dollar a commencé à se nourrir d'elle-même, malgré diverses dispositions prises pour maîtriser la situation: accroissement notable des écarts de taux d'intérêt à court terme en faveur du dollar, décisions d'ordre réglementaire prises en Allemagne, au Japon et en Suisse pour endiguer les entrées de capitaux dans ces pays, interventions massives sur les marchés des changes par les autorités des principaux pays excédentaires, et tirages, pour un montant total de \$0,8 milliard, effectués par le Système de réserve fédérale sur sa ligne de crédits croisés auprès de la Deutsche Bundesbank. De la fin du mois de septembre à la fin de l'année, le cours du dollar a encore baissé de 7% en moyenne pondérée, d'environ 10% par rapport au deutsche mark et au yen et de 15% contre le franc suisse.

Le 21 décembre, l'intention de l'Administration américaine de mettre un terme à l'agitation qui régnait sur les marchés des changes fut, pour la première fois, publiquement affirmée au niveau le plus haut, par le Président lui-même. Peu de temps après, le 4 janvier 1978, on annonçait que le Trésor américain avait conclu avec la Deutsche Bundesbank une facilité spéciale de crédits croisés, dont le montant n'était pas révélé, devant lui permettre d'aider le Système de réserve fédérale et les banques centrales étrangères à contrecarrer la spéculation et à rétablir l'ordre sur les marchés des changes. Cette décision fut suivie, le 9 janvier, d'un relèvement d'un demi point du taux d'escompte officiel des Etats-Unis, pour des raisons purement externes — première mesure de ce genre depuis de nombreuses années. Pendant un temps, le cours du dollar s'est alors stabilisé. Cependant, comme les milieux des marchés se sont rendu compte que les diverses mesures américaines n'étaient ni plus ni moins qu'un changement de tactique, une nouvelle vague de ventes s'est amorcée en février, et, en dépit de nouvelles

Variations des taux de change effectifs, enregistrées depuis les
Accords de Washington de décembre 1971*
Chiffres du vendredi, indices: 21 décembre 1971 = 100



Source : Banque d'Angleterre. * En mars 1977, la série a été établie sur une nouvelle base, le nombre des monnaies passant de onze à vingt et une et les pondérations en fonction des échanges commerciaux étant calculées à partir de 1972 au lieu de 1969.

interventions de grande envergure de la part des autorités japonaises, allemandes, suisses et américaines, la baisse du dollar depuis la fin de septembre 1977 s'est amplifiée pour atteindre, au début de mars, 14,6, 24,7 et 12½% respectivement par rapport au deutsche mark, au franc suisse et au yen.

Ce fut le point le plus bas atteint par le dollar sur les marchés des changes européens. Le 13 mars, lorsque les autorités américaines et allemandes annoncèrent de nouvelles mesures - notamment le doublement, à \$4 milliards, de la facilité de crédits croisés conclue entre le Système de réserve fédérale et la Deutsche Bundesbank, la cession à l'Allemagne par les Etats-Unis de 600 millions de DTS contre deutsche marks aux fins d'intervention et les indications fournies par les autorités américaines selon lesquelles elles se tenaient prêtes à effectuer, en cas de besoin, des tirages sur leur position créditrice auprès du FMI - le dollar avait déjà amorcé un redressement à la fois par rapport au deutsche mark et au franc suisse, et le climat s'était détendu sur le marché des changes. Cependant, en mars, les pressions sur le yen se sont vivement accrues, et la Banque du Japon a acquis plus de \$5 milliards sur le marché au cours du mois alors que le dollar tombait à Y 218 au début d'avril. Plus tard dans le mois,

toutefois, le calme est également revenu sur le marché de Tokyo et le dollar a commencé à se raffermir par rapport au yen. A la fin de mai, grâce à un nouveau durcissement de la politique monétaire des Etats-Unis, le dollar s'est redressé et se tenait à environ 11, 6 et 4% respectivement au-dessus de ses minimums antérieurs par rapport au franc suisse, au deutsche mark et au yen.

Parmi les monnaies qui se sont révélées les plus fortes sur les marchés des changes au cours de la période sous revue, c'est le *yen japonais* qui, le premier, a commencé à se valoriser, à la suite de l'accroissement prononcé de l'excédent des paiements courants du Japon à la fin de 1976. Durant le premier trimestre de 1977, la monnaie japonaise s'est appréciée de 5,9% par rapport au dollar, passant de Y 293 à Y 276,70, l'appréciation pondérée ressortant à 6,3%. Le taux de change s'est ensuite stabilisé pratiquement jusqu'au milieu de l'année, époque à laquelle l'affaiblissement général du dollar a porté le cours du yen à Y 263,25 à la mi-juillet. Les interventions des autorités nippones sur les marchés des changes ont été relativement modérées et, de fait, à la fin de septembre, les réserves du Japon ne dépassaient que de \$1,7 milliard leur niveau de fin 1976, une partie notable de cette progression provenant des revenus tirés des avoirs officiels en dollars.

Toutefois, vers la fin de septembre, lorsque débuta la seconde phase, plus intense, d'affaiblissement du dollar, les autorités japonaises accrurent l'ampleur de leurs interventions sur les marchés des changes, ce qui entraîna une progression de \$4,3 milliards des réserves en octobre et novembre. En outre, diverses décisions furent arrêtées pour stimuler la demande interne, accroître les importations et s'opposer aux entrées de capitaux spéculatifs: application en septembre d'un programme de dépenses publiques, portant sur \$7,5 milliards et, en même temps, abaissement de 5 à 4¼% du taux d'escompte officiel et réduction du coefficient de réserves obligatoires; ces dispositions furent complétées, en novembre, par un plan de développement des importations portant sur \$3 milliards, une interdiction pour les non-résidents d'acquérir des bons du Trésor et l'imposition d'un coefficient de réserves obligatoires de 50% sur l'accroissement des dépôts en yens librement convertibles des non-résidents. A la mi-décembre, le cours de la monnaie japonaise atteignait néanmoins Y 238 par rapport au dollar, tandis que son appréciation pondérée depuis la fin de 1976 s'élevait à 20½%.

Le taux de change s'est ensuite montré relativement stable jusqu'à la fin de février 1978, lorsque le nouvel accès de faiblesse du dollar soumit encore le yen à des pressions qui s'intensifièrent à la mi-mars, tandis que le calme revenait sur les marchés européens. La Banque du Japon est alors intervenue sur le marché des changes plus massivement encore qu'à la fin de 1977, et les réserves ont augmenté de plus de \$5 milliards en mars. Le 16 du même mois, le taux d'escompte officiel fut encore abaissé (à 3½%) et le coefficient de réserves obligatoires sur les nouveaux dépôts en yens librement convertibles des non-résidents porté à 100%, tandis que ces derniers se voyaient interdire l'achat de valeurs japonaises à revenu fixe de moins de cinq ans et un mois d'échéance. Après avoir atteint, au début d'avril, le niveau record de Y 218 par rapport au dollar, le cours du yen s'est ensuite détendu quelque peu. A la fin de mai, il cotait Y 227,40 pour un dollar, et son taux d'appréciation pondérée depuis la fin de 1976 s'établissait à environ 27%.

Le *franc suisse* s'est montré dans l'ensemble très stable au cours du premier semestre de 1977, bien qu'il ait enregistré, au cours de la période sous revue, une

appréciation cumulée se classant en seconde position par ordre d'importance après celle du yen. D'environ FS 2,45 au début de l'année, son cours par rapport au dollar s'est en fait replié, début mars, pour atteindre près de FS 2,56, avant de remonter aux alentours de FS 2,50 juste avant le déclenchement du mouvement d'affaiblissement général du dollar survenu vers le milieu de l'année. Le cours pondéré également s'établissait fin juin légèrement au-dessous de son niveau du début de l'année.

Lorsque le dollar a baissé, la monnaie suisse s'est appréciée plus qu'aucune autre. Durant le reste de l'année 1977, non seulement elle a progressé d'environ 24% par rapport au dollar, s'établissant à FS 2,01, mais son appréciation pondérée a atteint près de 20% et sa revalorisation par rapport au yen et au deutsche mark s'est chiffrée à 9,6 et 11,6% respectivement. Les achats de dollars effectués sur le marché des changes au cours de cette période par la Banque Nationale Suisse se sont élevés au total à l'équivalent de FS 12,7 milliards. Par ailleurs, en juillet 1977, le taux d'escompte officiel a été ramené de 2 à 1½%; fin septembre, interdiction fut faite aux non-résidents d'acquérir des francs suisses à terme pour des périodes inférieures à un mois et, en novembre, il fut décidé de ne plus autoriser de nouvelles émissions étrangères de billets à moyen terme en francs suisses assorties d'une clause de remboursement anticipé.

Après une nouvelle remontée, légère cependant, en janvier 1978, le franc s'est encore fortement apprécié en février, atteignant à la fin de ce dernier mois un nouveau record à FS 1,77 par rapport au dollar. A ce maximum, l'appréciation cumulée depuis fin juin 1977 s'élevait à 32,4% en taux pondéré et à 41,3% par rapport au dollar. De nouvelles mesures visant à modérer la hausse du taux de change ont été prises à la fin de février 1978: extension aux comptes de dépôts en francs suisses des banques centrales, à compter du 1er avril, du prélèvement de l'intérêt négatif de 10% par trimestre appliqué aux non-résidents, et réduction de 20% de la base d'exonération de cette commission; interdiction, avec effet immédiat, de céder des valeurs mobilières en francs suisses à des non-résidents, la seule exception partielle concernant la souscription à des emprunts émis en monnaies étrangères sur le marché helvétique; réintroduction d'une limite à l'importation de billets de banque étrangers. D'autre part, le taux d'escompte officiel a été abaissé à 1%. Ces dispositions ont permis de renverser effectivement la tendance antérieure et, le 13 mars, le dollar était remonté jusqu'à FS 1,98. Bien que ce niveau ne se soit pas maintenu par la suite, le cours au comptant du franc suisse contre dollar était d'environ FS 1,97 à la fin de mai, cependant que le taux pondéré avait diminué de plus de 9% par rapport à son sommet antérieur.

Le *deutsche mark* a, lui aussi, fait preuve d'une assez grande stabilité durant le premier semestre de 1977; ses variations ont été en effet limitées à 1¼% pour son cours pondéré et à 3½% par rapport au dollar. Lorsque ce dernier s'est affaibli, le *deutsche mark* a suivi la même évolution, beaucoup moins prononcée toutefois, que le franc suisse. Pendant la première phase de tension sur la monnaie américaine, entre la fin de juin et les derniers jours de juillet, le mark s'est apprécié de près de 5% par rapport à cette monnaie, atteignant presque DM 2,25, tandis que son taux pondéré progressait de 3%. A la mi-juillet, la Bundesbank ramenait son taux d'avances sur titres de 4½ à 4% tout en intervenant sur le marché des changes à hauteur de \$0,6 milliard.

Au cours du dernier trimestre de 1977, le deutsche mark s'est encore apprécié de 10½% par rapport au dollar, passant d'un peu plus de DM 2,32, le 29 septembre, à environ DM 2,10, le 30 décembre. Au cours de cette même période, le taux pondéré a monté de 5%. Parmi les mesures prises alors par les autorités allemandes pour modérer l'appréciation du taux de change figurent une nouvelle réduction du taux d'escompte officiel et de celui des avances sur titres, une extension de deux à quatre ans de l'échéance minimum des valeurs mobilières du marché intérieur pouvant être acquises par les non-résidents, le relèvement des pourcentages de réserves obligatoires sur les dépôts bancaires des non-résidents et l'imposition d'un coefficient de réserve de 80% sur tout accroissement de ces dépôts après la fin de 1977. Le fait dominant de l'action des autorités allemandes a cependant été l'ampleur de leurs interventions sur le marché des changes. Pour la première fois depuis le début de 1973, elles ont effectué des achats très substantiels de dollars, qui expliquent principalement la progression de \$5,2 milliards des réserves de la Bundesbank durant le dernier trimestre de l'année.

Après avoir cédé un peu de terrain en janvier 1978, le deutsche mark a, lui aussi, été entraîné dans le nouvel accès de faiblesse du dollar survenu en février. Le 1er mars, la monnaie allemande atteignait le niveau élevé de DM 1,99¼ par rapport au dollar, de sorte que son appréciation cumulée par rapport à cette monnaie depuis la fin de juin 1977 s'élevait à 18,2%. Au cours de la même période, le taux de change pondéré avait augmenté de 9½%. Lorsque, le 13 mars (voir page 129), fut publié le communiqué conjoint des autorités américaines et allemandes, le cours du deutsche mark avait déjà commencé à reculer et, fin mai, le deutsche mark se situait à près de 6% au-dessous de son maximum antérieur par rapport au dollar tandis que son taux pondéré avait baissé de plus de 3%. Avec effet au 1er juin, le coefficient de 80% de constitution de réserves assises sur l'accroissement des dépôts bancaires des non-résidents a été supprimé, et les taux applicables aux encours de ces dépôts ont été abaissés.

Le redressement de la *livre sterling*, qui s'était amorcé vers la fin de 1976, s'est poursuivi avec vigueur durant la majeure partie de 1977. Au début de l'année, le retour de la confiance dans la livre avait été renforcé par l'issue favorable, en janvier, des négociations menées avec le FMI sur l'octroi d'un crédit stand-by de \$3,9 milliards et, en février, par la conclusion d'une facilité de \$3 milliards liée aux balances sterling. Plutôt que de laisser le taux de change s'apprécier davantage – par rapport au dollar, il avait progressé de \$1,55½, fin octobre, à près de \$1,72, au milieu de janvier 1977 – les autorités préférèrent rattraper leurs pertes de change antérieures. Durant le premier semestre de 1977, près de \$5 milliards furent rachetés sur le marché des changes, tandis qu'au cours de la même période le taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre était abaissé de 14¼ à 8%.

A partir de la fin de juin, la politique visant à maintenir la stabilité du cours de la monnaie anglaise par rapport au dollar s'est traduite par une dépréciation du taux de change pondéré de la livre, étant donné que le dollar s'était affaibli par rapport aux monnaies de presque tous les autres principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni. C'est pourquoi, le 27 juillet, les autorités britanniques modifièrent l'orientation de leur politique de taux de change en permettant au cours en dollar de la livre de dépasser suffisamment le niveau de \$1,72 – en fait \$1,74 environ – pour compenser la légère baisse accusée précédemment par le taux pondéré.

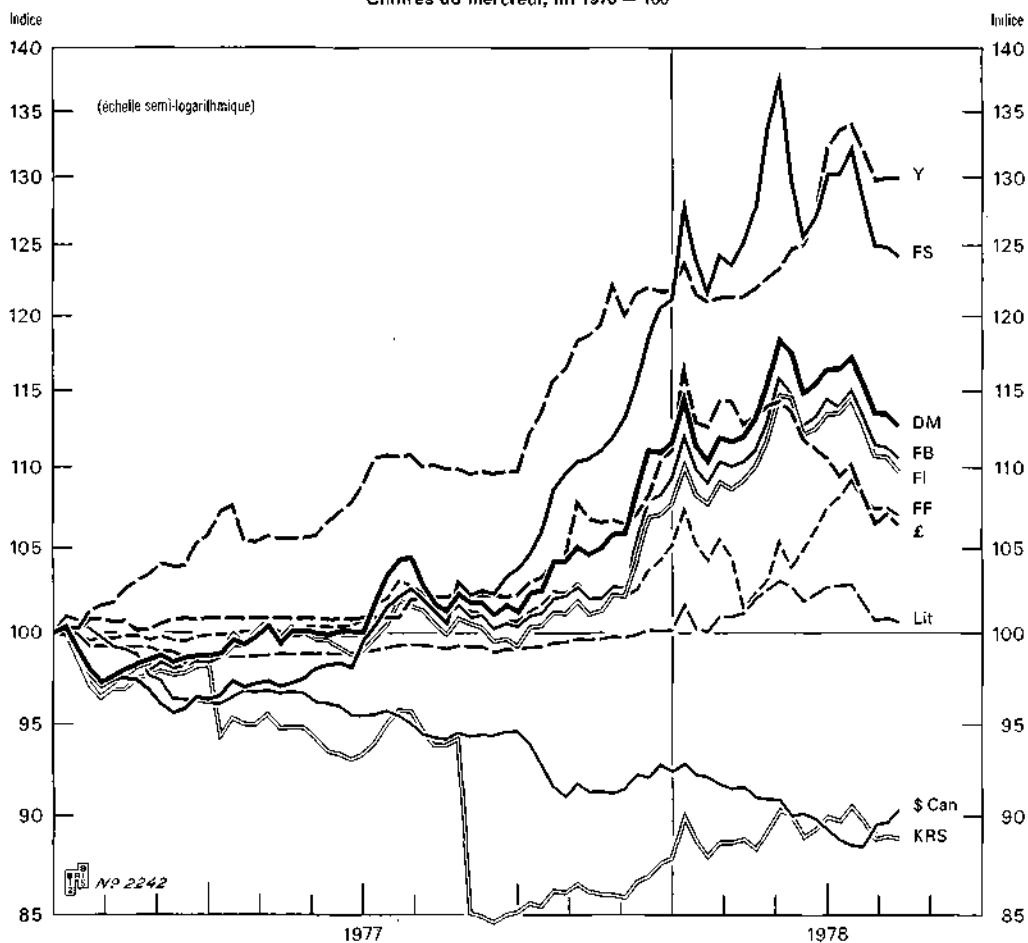
Lorsque le dollar s'est à nouveau trouvé soumis à de fortes pressions au mois d'octobre, la demande de livres sterling s'est intensifiée, bien qu'à la mi-octobre le taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre ait été ramené à 5%. Pendant le mois d'octobre, les réserves officielles du Royaume-Uni ont encore progressé de \$3 milliards, par suite des interventions de l'Institut d'émission britannique et, au fil des jours, il est apparu de plus en plus clairement que la stabilité du taux de change, même sur une base pondérée, n'était plus compatible avec les objectifs de masse monétaire que les autorités britanniques s'étaient assignés. Aussi, à partir du 31 octobre, les efforts visant à stabiliser le taux de change pondéré furent-ils abandonnés. Le cours de la livre est remonté rapidement d'environ \$1,77½ à \$1,85 et le taux effectif a progressé de plus de 3%. Après un léger recul à partir de ce niveau, la livre a de nouveau recommencé à s'apprécier et cette tendance s'est poursuivie jusqu'à la fin de janvier 1978, date à laquelle elle atteignait \$1,95, soit une progression depuis la fin de 1976 de plus de 8½% sur une base pondérée et de 14½% par rapport au dollar. Plus récemment, le redressement du dollar et la hausse concomitante des taux d'intérêt aux États-Unis ont contribué à renverser le mouvement antérieur d'entrées de capitaux. En avril, la Banque d'Angleterre a soutenu la livre sur le marché des changes, à hauteur de plus de \$2 milliards et, fin mai, le taux de change pondéré est retombé légèrement au-dessous de ses niveaux de fin juillet 1977, tandis que, par rapport au dollar, la livre est revenue à \$1,81 environ.

Le franc français, après avoir fléchi de 13,3% au cours de l'année précédente, a affiché une stabilité remarquable en 1977 en ce qui concerne son taux pondéré. Cette stabilité a été essentiellement le fruit du programme de stabilisation interne adopté en septembre 1976, qui a permis de freiner quelque peu le rythme de hausse des prix et d'améliorer sensiblement la balance commerciale.

Tout comme pour d'autres monnaies, l'évolution a été, toutefois, fort différente d'un semestre à l'autre, et a reflété les vicissitudes du dollar EU. Durant les six premiers mois, le franc a fait preuve de stabilité, tant à l'égard du dollar que par rapport à la plupart des autres grandes monnaies, son cours par rapport au dollar s'étant maintenu dans une fourchette de FF 4,92 à FF 5,00 et les fluctuations du taux effectif étant contenues la plupart du temps à l'intérieur d'une marge de 1%. Au second semestre, en revanche, il est remonté à FF 4,71 par rapport au dollar à fin décembre, cependant qu'il perdait 5,8 et 14,1% respectivement par rapport au deutsche mark et au franc suisse, ces deux monnaies faisant l'objet d'une demande beaucoup plus forte sur le marché. Quoi qu'il en soit, le taux effectif est demeuré peu ou prou au même niveau et a pratiquement terminé l'année à son cours de fin 1976, soit à 97,2% de son niveau de décembre 1971.

En février 1978, le cours des événements prit un tour différent lorsque les craintes de voir les partis de l'opposition l'emporter aux élections législatives de mars soumièrent le franc à de fortes pressions à la vente. Le taux de change pondéré a alors fléchi d'environ 3½% au cours de la première semaine, tandis que le dollar se raffermissait à près de FF 4,94. Une nouvelle chute ne fut évitée que grâce à l'action vigoureuse de la Banque de France, qui intervint sur le marché des changes et décida également un resserrement des conditions du marché monétaire. Après la victoire aux élections des partis qui formaient précédemment la majorité, le franc s'est fortement redressé. A la fin du mois de mars, le taux pondéré avait retrouvé son niveau antérieur

Taux de change nominaux:
indices des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU
 Chiffres du mercredi, fin 1976 = 100



et, au début d'avril, le dollar était descendu au-dessous de FF 4,54. Depuis lors, le cours pondéré du franc a continué de se raffermir, en fléchissant toutefois légèrement par rapport au dollar.

A l'instar du franc français, bien qu'à un degré moindre, la *lire italienne* a été beaucoup plus stable au cours de la période sous revue qu'en 1976. Alors que, cette année-là, son taux pondéré avait régressé de 25%, sa baisse a été limitée à 6% l'an dernier et s'est produite dans sa quasi-totalité durant le second semestre, lorsque les autres grandes monnaies se sont valorisées par rapport au dollar; cependant les autorités italiennes n'ont laissé la lire s'apprécier par rapport à cette dernière devise que d'un peu moins de LIT 885 à environ LIT 871,50, chiffre très proche du niveau de fin 1976. La balance des paiements est redevenue excédentaire, et des entrées de capitaux substantielles ont été enregistrées par le canal du système bancaire; aussi la stabilité du cours du dollar a-t-elle été maintenue grâce à des achats officiels massifs de dollars sur le marché, comme cela a été le cas au Royaume-Uni pour la majeure partie de l'année. En janvier et février 1978, la lire s'est raffermie, tant par rapport

au dollar que sur une base pondérée mais, fin mai, la monnaie italienne était pratiquement redescendue à ses niveaux de fin 1977.

Le *dollar canadien* s'est déprécié durant la période sous revue tant sur une base pondérée que par rapport au dollar EU. Il avait déjà commencé à s'affaiblir vers la fin de 1976, à la suite de la victoire du parti séparatiste aux élections du Québec. Moins d'un mois après cet événement, le taux de change pondéré avait fléchi d'environ 4½%, par crainte en grande partie que le Canada n'éprouve de sérieuses difficultés à trouver à l'étranger les fonds nécessaires au financement de son important déficit des paiements courants; en même temps, le cours exprimé en dollar EU passait d'un peu plus de \$EU 1,02 à moins de \$EU 0,97½. De fait, en avril 1977, la cote de crédit du Canada sur les marchés des capitaux des Etats-Unis, source de financement principale du Canada, s'est révélée inchangée; néanmoins, à la fin de 1977, le dollar canadien était tombé à environ \$EU 0,91½. Cette réduction s'est produite en grande partie sous l'effet d'un rétrécissement, de 3½ à ½% seulement, des écarts de taux d'intérêt à court terme entre le Canada et les Etats-Unis. En 1977, les interventions effectuées sur le marché des changes par les autorités canadiennes ont entraîné une perte de réserves de \$EU 1,2 milliard, et le cours pondéré du dollar canadien a fléchi de 10%.

Durant les premiers mois de 1978, le dollar canadien s'est encore déprécié pour s'établir en avril à son niveau le plus bas, soit juste au-dessous de \$EU 0,87, le taux de change pondéré perdant encore 6%. Les pertes de réserves réelles subies au cours du premier trimestre se sont élevées à \$EU 1,4 milliard, compte tenu des \$750 millions tirés sur la facilité de crédit de \$1,5 milliard du type «revolving» conclue avec les banques à charte canadiennes en octobre 1977, et se sont ensuite accélérées, pour atteindre \$2,5 milliards en avril 1978. Le taux d'escompte officiel a été relevé à deux reprises, en mars et en avril 1978, d'un demi point à chaque fois, et, fin mai, le dollar canadien s'était raffermi pour se situer juste au-dessous de \$EU 0,90.

L'évolution de la *couronne suédoise* s'est ressentie de la faiblesse de la balance des paiements ainsi que du taux d'inflation interne élevé et s'est également dépréciée au cours de la période sous revue, non seulement sur une base pondérée, mais aussi par rapport au dollar. En outre, à la fin du mois d'août 1977, la couronne a été retirée du bloc européen de flottement concerté. Au cours du premier trimestre de l'année écoulée, la couronne s'était repliée par rapport au dollar, revenant de KRS 4,11 à près de KRS 4,21, cependant que, tout au long de février et jusqu'aux derniers jours de mars, elle avait été la monnaie la plus faible du «serpent», bien que la Banque de Suède n'ait pas été contrainte d'effectuer d'interventions massives. Le 4 avril, les marchés des changes jouissant d'un calme relatif, le taux central de la couronne a été dévalué de 6% par rapport au deutsche mark, au franc belge et au florin et d'environ 3% par rapport à la couronne norvégienne et à la couronne danoise. Le 5 avril, la Finlande faisait de même en dévaluant le cours pondéré du mark de 5,7%.

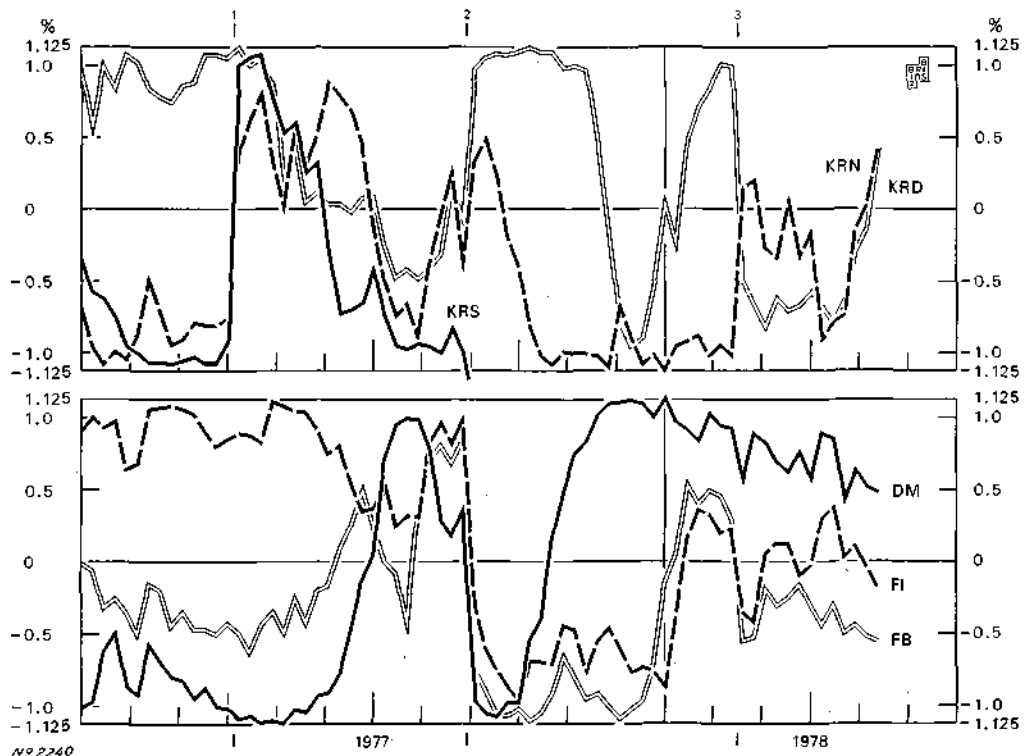
Après s'être redressée durant une courte période, la couronne s'est bientôt mise à fléchir de nouveau au sein du «serpent». A partir de la mi-juin, elle était de nouveau la monnaie la plus faible de ce système, et les autorités durent intervenir massivement, à hauteur d'environ \$2 milliards au total, pour l'y maintenir jusqu'au 29 août, date à laquelle elle fut retirée du bloc de flottement concerté. Décision fut prise en même temps de dévaluer la couronne de 10% par rapport à un panier de

monnaies des quinze principaux partenaires commerciaux de la Suède – ce qui a porté la dépréciation pondérée cumulée de la couronne depuis la fin de 1976 à environ 15% – et, par la suite, de moduler son taux de change en fonction de cet ensemble de monnaies. Depuis lors, le taux de change effectif de la couronne a affiché une stabilité remarquable, se maintenant le plus souvent à l'intérieur d'une marge de 1%, tandis que, par rapport au dollar, la couronne s'est raffermie de KRS 4,85½ à KRS 4,65 à fin mai 1978.

A l'intérieur du *bloc européen de flottement concerté*, trois réalignements des taux de change de monnaies participantes se sont produits au cours de la période sous revue, dont deux ont porté sur la couronne suédoise, comme évoqué ci-dessus. La nécessité de ces réalignements était liée essentiellement à l'existence de taux d'inflation beaucoup plus élevés dans les pays scandinaves participant au «serpent» – dont les répercussions au sein de ce système ont été aggravées, à la fin de 1977 et au début de 1978, par les conversions de dollars en deutsche marks.

Le premier de ces réajustements a été décidé par la Suède au début d'avril et a comporté, outre la dévaluation assez importante de la couronne suédoise, une révision en baisse de 3% des taux centraux de la couronne norvégienne et de la couronne danoise par rapport au deutsche mark, au franc belge et au florin. La seconde

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



¹ Ajustements des taux centraux le 4 avril 1977.
la couronne suédoise s'est retirée du «serpent».

² Ajustements des taux centraux le 29 août 1977. Le même jour,
³ Ajustements des taux centraux le 13 février 1978.

mesure, décidée lors du retrait de la couronne suédoise du «serpent», a entraîné de nouveaux ajustements en baisse de 5% des monnaies danoise et norvégienne par rapport aux trois autres devises du système.

Malgré ces révisions de cours, le «serpent» a été soumis une fois de plus à des pressions au dernier trimestre de 1977. En raison des opérations de conversion de dollars en deutsche marks, cette dernière monnaie s'est à nouveau hissée au sommet du «serpent» en novembre, et toutes les autres banques centrales participantes ont dû vendre des deutsche marks, la Banque Nationale de Belgique et la Banque de Norvège dans des proportions particulièrement importantes, afin de maintenir leur monnaie à l'intérieur de la marge de 2¼%. En même temps, le taux d'escompte officiel était relevé, en novembre, de 3½ à 4½% aux Pays-Bas et, en décembre, de 6 à 9% en Belgique. Après un répit momentané en janvier 1978, la reprise de la hausse du cours du deutsche mark par rapport au dollar a conduit, le 13 février, à une nouvelle dévaluation de 8% de la couronne norvégienne par rapport à toutes les autres monnaies participantes. Depuis lors, les cours des monnaies n'ont à aucun moment atteint leurs limites inférieures ou supérieures, les autorités néerlandaises et belges ont été en mesure d'abaisser de nouveau leur taux d'escompte officiel et l'endettement né des opérations de soutien antérieures a été entièrement remboursé.

Taux de change et compétitivité internationale

L'ampleur des fluctuations des taux de change décrites dans la partie précédente et la persistance d'importants déséquilibres de paiements courants dans certains des pays dont les monnaies étaient concernées au premier chef ont une fois de plus fait germer un doute dans l'esprit de certains observateurs sur l'efficacité du rôle des variations des taux de change dans le processus d'ajustement international. Pourquoi, malgré des réalignements monétaires nominaux de grande envergure, a-t-il été si difficile dans l'ensemble d'obtenir des modifications réelles des taux de change? Et pourquoi, dans les cas où des changements réels sont intervenus dans les positions concurrentielles, les taux de change n'ont-ils pas exercé plus d'effet sur les balances de paiements?

Des éléments de réponse à ces questions sont proposés dans les graphiques des pages suivantes, en ce qui concerne du moins les monnaies des pays du Groupe des Dix et de Suisse, et cela non seulement au cours des dix-huit derniers mois, mais pour l'ensemble de la période écoulée depuis 1971. Pour chacun des pays retenus, la partie supérieure du graphique retrace l'évolution du taux de change effectif ainsi que celle des coûts et des prix intérieurs par rapport à la moyenne pondérée enregistrée dans les autres pays du groupe. Des mouvements ascendants des courbes représentant les indices de coûts et de prix choisis pour un pays donné permettent de voir dans quelle mesure la situation de ce pays s'est améliorée dans ce domaine par rapport au reste du groupe, et inversement. Une évolution parallèle, pour un même pays, du taux de change effectif et des indices des coûts et des prix relatifs donne à penser que sa position compétitive n'a pas varié, tandis qu'une évolution divergente indique que la position réelle du taux de change s'est, selon le cas, détériorée ou améliorée.

Pour un certain nombre de pays, les graphiques montrent que les divers indices de prix et de coûts n'ont certainement pas évolué de façon uniforme. On constate en particulier, dans plusieurs cas, une divergence entre l'évolution des coûts salariaux

unitaires d'un pays – qui, combinée avec celle du taux de change effectif, est considérée comme le principal indicateur de la position concurrentielle – et celle de la valeur unitaire de ses exportations. Cette disparité traduit une modification des marges bénéficiaires de ce pays par rapport à celles des autres pays représentés.

Les coefficients de pondération utilisés pour calculer les indices des taux de change, des prix et des coûts sont établis en fonction de la part des pays en cause dans le commerce international des produits manufacturés, et ils tiennent compte tant de la concurrence qu'ils se font réciproquement sur leurs propres marchés que de celle qui s'exerce sur les marchés tiers.

La partie inférieure des graphiques retrace l'évolution des exportations et des importations (en valeur) de produits manufacturés des différents pays par rapport au total correspondant des pays de l'OCDE. C'est le commerce de ces produits qui est censé réagir le plus rapidement aux modifications des positions concurrentielles, bien que les autres postes de la balance des paiements courants n'y soient pas non plus insensibles. Pour donner une idée de l'importance des influences cycliques et des différences d'évolution à long terme de la croissance, une troisième courbe représente l'indice de variation de la production industrielle de chaque pays par rapport à celle de l'ensemble de l'OCDE.

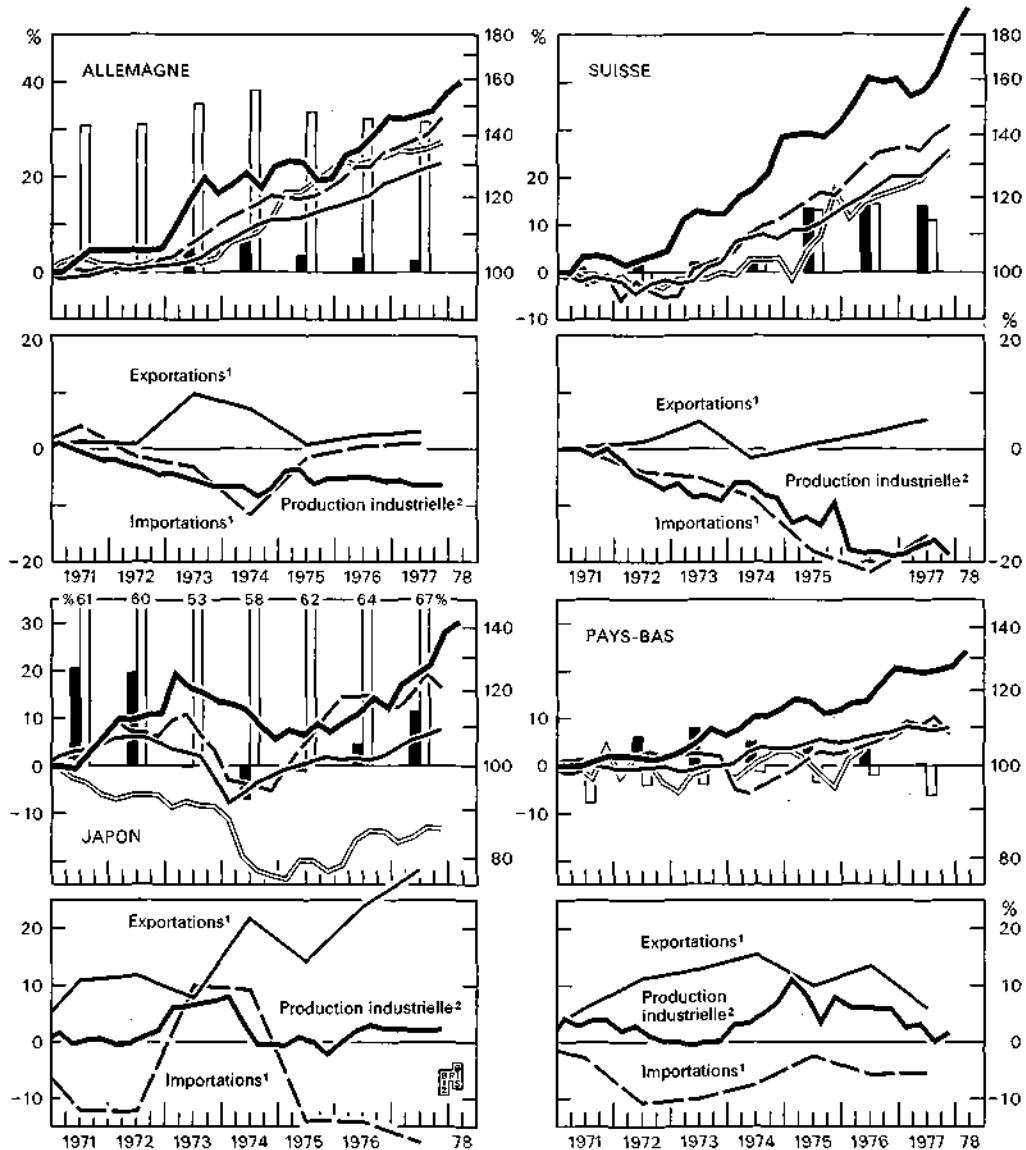
Il convient évidemment d'évaluer ces comparaisons entre pays avec circonspection. Les statistiques de coûts et de prix utilisées, notamment celles qui ont trait aux coûts salariaux unitaires, présentent des imperfections intrinsèques, et leur comparabilité à l'échelle internationale est loin d'être parfaite. Par conséquent, seules des divergences sensibles entre l'évolution du taux de change d'un pays et celle de ses coûts et prix internes peuvent être interprétées avec quelque certitude comme révélatrices d'une modification authentique de sa position concurrentielle. En outre, les prix relatifs ne sont pas l'unique composante de la compétitivité, pas plus que les exportations et les importations de produits manufacturés ne sont – tant s'en faut – les seules transactions affectant les taux de change. Il n'en demeure pas moins que les graphiques illustrent assez clairement un certain nombre d'aspects importants observés au cours des expériences faites en matière de taux de change, que ce soit pendant la période écoulée depuis l'effondrement, en 1971, de l'ancien système ou durant les dix-huit derniers mois.

En ce qui concerne la première des questions soulevées au début de cette partie, l'Italie et le Royaume-Uni fournissent les meilleurs exemples de pays dans lesquels d'amples mouvements des taux de change effectifs se sont accompagnés de faibles variations de la position concurrentielle relative. L'expérience de ces deux pays montre clairement que, dans des économies ouvertes, la dépréciation monétaire, à elle seule, non seulement ne permet pas, s'il n'existe aucune politique de stabilisation interne, d'améliorer la position concurrentielle internationale mais que, de par son incidence sur les coûts et les prix internes, elle déclenche – et tend à perpétuer – un processus cumulatif d'actions et de réactions défavorables entre la valeur externe de la monnaie et sa valeur interne; dans ce processus, les périodes de dépréciation du taux de change sont suivies assez rapidement d'une intensification des pressions inflationnistes, qui engendrent à leur tour un nouveau fléchissement du taux de change. Le Royaume-Uni est bien parvenu à briser ce cercle vicieux en 1976-77, en freinant la hausse des charges

Pays du Groupe des Dix et Suisse:
variations des taux de change effectifs, des prix et des coûts relatifs
et évolution relative des échanges, 1971-78

Echelle de gauche: Balance des paiements courants, en % des recettes brutes des exportations de biens et services, plus ou moins le solde net des transferts unilatéraux
 Balance commerciale des produits manufacturés, en % des recettes brutes des exportations de biens et services, plus ou moins le solde net des transferts unilatéraux

Echelle de droite: (semi-logarithmique) Taux de change effectif Prix relatifs de gros des produits industriels
 Valeur unitaire relative des exportations de produits manufacturés Coûts salariaux relatifs par unité produite dans l'industrie de transformation



N° 2232a

Remarque: pour chaque pays, les indices des prix et des coûts ont été obtenus en divisant la somme des variations des prix et des coûts des autres pays du groupe, pondérés en fonction de leurs échanges commerciaux, par la variation des prix et des coûts du pays en cause. Un mouvement ascendant des indices d'un pays traduit par conséquent une amélioration de sa position en matière de prix et de coûts relatifs.

¹ Evolution des exportations et des importations par rapport respectivement aux exportations et aux importations totales de l'OCDE (chiffres annuels en valeur, 1970 = 100). ² Evolution de la production industrielle par rapport à la production industrielle totale de l'OCDE (chiffres trimestriels désaisonnalisés, moyenne de 1970 = 100).

salariales unitaires par le biais d'une politique de modération des salaires et d'une restriction de la demande interne; vers la fin de 1977, toutefois, l'avantage concurrentiel ainsi obtenu commençait déjà à être grignoté par la nécessité de reconstituer les marges bénéficiaires. Si l'Italie et le Royaume-Uni ont pu sans conteste améliorer considérablement leur balance des paiements courants en 1977, ce résultat a été essentiellement obtenu au moyen d'un arrêt de la croissance de la demande interne et, pour le Royaume-Uni, grâce à la mise en exploitation des gisements pétrolifères de la Mer du Nord.

L'Allemagne a fait depuis 1970 une expérience qui s'apparente fort à celles de l'Italie et du Royaume-Uni, mais en sens opposé, puisqu'elle a été engagée dans un cercle « vertueux » d'appréciation de sa monnaie et d'inflation intérieure relativement modérée. Toutefois, si l'on considère l'ensemble de la période sous revue, on constate qu'à l'évidence la position de l'Allemagne s'est détériorée par rapport à celle de ses concurrents, bien qu'on puisse tenir pour certain que le deutsche mark était sous-évalué en 1971-72. La baisse de compétitivité survenue en 1973 semble avoir été entièrement compensée à la fin de 1975 par la stabilité relative des coûts salariaux unitaires internes. Par la suite, la nouvelle appréciation du deutsche mark en 1976, puis à partir de la fin 1977, a une fois de plus entamé la position concurrentielle de l'Allemagne; cependant, comme les exportateurs allemands se sont efforcés de conserver leur part du marché au prix d'une compression de leurs marges bénéficiaires, l'évolution des valeurs unitaires à l'exportation a été plus favorable que celle des coûts salariaux unitaires. Le graphique montre néanmoins que la part de l'Allemagne dans la valeur totale des exportations des pays de l'OCDE est maintenant plus réduite qu'en 1973-74, alors que sa part dans l'ensemble des importations a augmenté. Et pourtant, la balance des paiements courants continue d'être excédentaire et semble devoir le rester un certain temps, sous l'influence conjointe du taux de croissance relativement faible de la demande intérieure et des effets pervers (courbe en J) exercés par l'appréciation enregistrée récemment par le deutsche mark.

Si, dans certains pays, des fluctuations très amples du taux de change n'ont pas abouti à des modifications durables ou substantielles des positions concurrentielles, dans d'autres, des variations prononcées de la compétitivité n'ont pas entraîné non plus d'effets durables et d'une importance correspondante sur la balance des paiements. C'est plus particulièrement le cas des *Etats-Unis* et du Japon, où l'évolution en sens opposé des taux de change et des coûts intérieurs, ainsi qu'il ressort du graphique, s'est traduite, au total, par des ajustements très importants en matière de compétitivité.

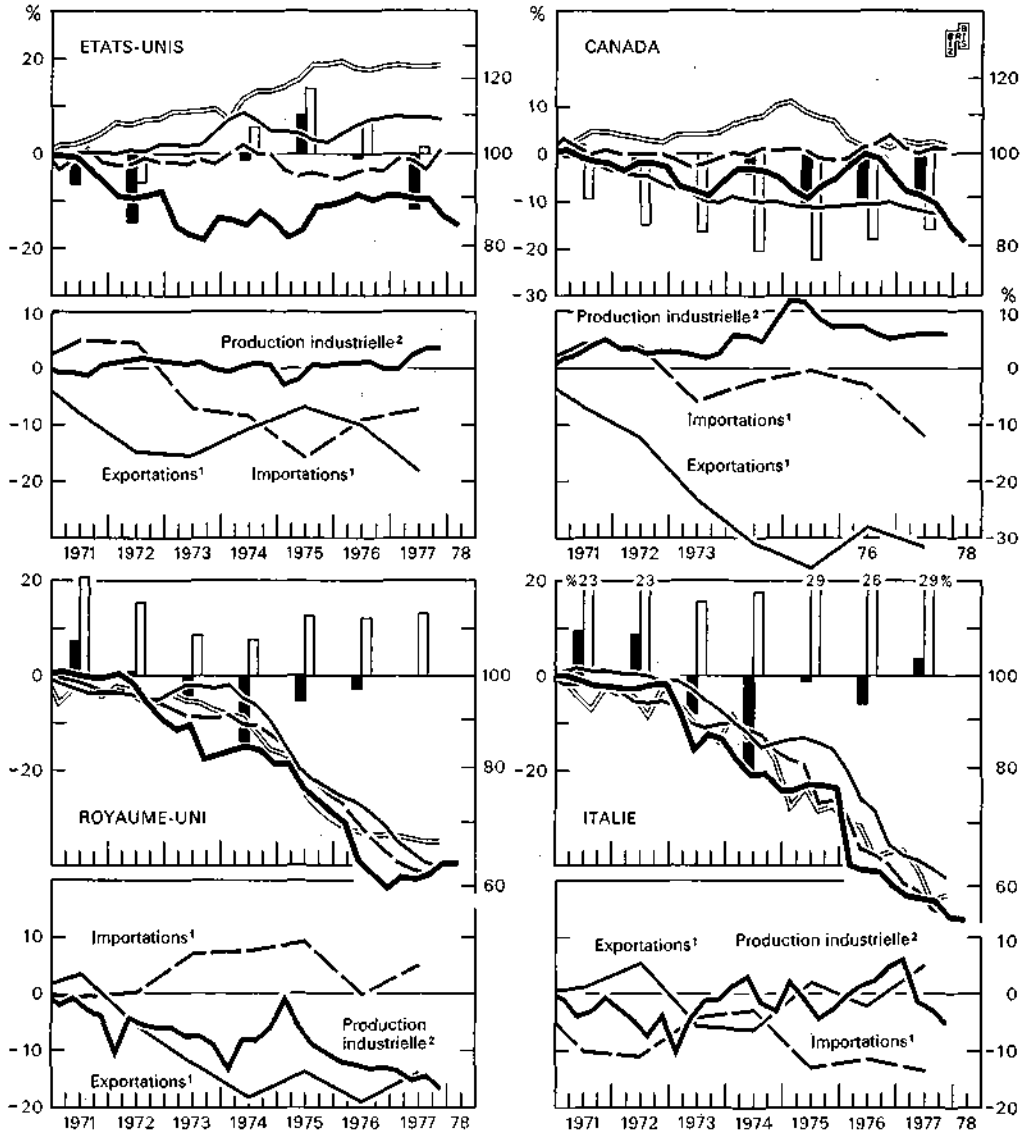
La position compétitive des *Etats-Unis* s'est améliorée de façon spectaculaire à la suite de la dépréciation du dollar entre 1971 et 1973; cette amélioration est certainement l'une des principales raisons, mais non la seule, du revirement considérable de la balance des paiements courants américaine, dont le déficit a fait place à un excédent entre 1972 et 1975. Le maintien ultérieur de l'avantage concurrentiel acquis au début des années soixante-dix n'a pourtant pas empêché la disparition du surplus en 1976 ni son remplacement, l'an dernier, par un déficit de \$20 milliards, qui a engendré à son tour une nouvelle dépréciation du dollar et un renforcement de la position concurrentielle des *Etats-Unis* à partir de la fin de 1977.

L'expérience du Japon a été, à divers égards, l'inverse de celle des *Etats-Unis*. Au début de 1973, sous l'effet conjugué de l'appréciation du yen et de l'accroissement

Pays du Groupe des Dix et Suisse:
variations des taux de change effectifs, des prix et des coûts relatifs
et évolution relative des échanges, 1971-78

Echelle de gauche: Balance des paiements courants, en % des recettes brutes des exportations de biens et services, plus ou moins le solde net des transferts unilatéraux
 Balance commerciale des produits manufacturés, en % des recettes brutes des exportations de biens et services, plus ou moins le solde net des transferts unilatéraux

Echelle de droite: Taux de change effectif Prix relatifs de gros des produits industriels
 Valeur unitaire relative des exportations de produits manufacturés Coûts salariaux relatifs par unité produite dans l'industrie de transformation



N° 2232 b

Remarque: pour chaque pays, les indices des prix et des coûts ont été obtenus en divisant la somme des variations des prix et des coûts des autres pays du groupe, pondérés en fonction de leurs échanges commerciaux, par la variation des prix et des coûts du pays en cause. Un mouvement ascendant des indices d'un pays traduit par conséquent une amélioration de sa position en matière de prix et de coûts relatifs.

¹ Evolution des exportations et des importations par rapport respectivement aux exportations et aux importations totales de l'OCDE (chiffres annuels en valeur, 1970 = 100). ² Evolution de la production industrielle par rapport à la production industrielle totale de l'OCDE (chiffres trimestriels désaisonnalisés, moyenne de 1970 = 100).

relatif des charges salariales unitaires, la position concurrentielle de ce pays s'était fortement détériorée. L'apparition en 1974 d'un important déficit de la balance des paiements courants résulte, toutefois, moins de cette détérioration que du gonflement, à raison de \$14 milliards, de la facture des importations japonaises de pétrole entre 1973 et 1974. Après 1974, bien que la position sur le plan de la concurrence n'ait plus guère varié, la balance des paiements courants a recommencé de s'améliorer et, vers la fin de 1976, elle dégagait de nouveau un important surplus, qui a conduit l'an dernier — surtout par le biais de l'appréciation du yen — à une nouvelle et importante détérioration de la position du Japon sur le plan des coûts relatifs.

Pour les Etats-Unis comme pour le Japon, les variations des positions concurrentielles paraissent nettement moins prononcées si, au lieu d'être évaluées en termes de coûts salariaux unitaires, elles sont mesurées par les mouvements des prix de gros industriels et de la valeur unitaire des exportations; autrement dit, l'évolution des marges bénéficiaires a été plus satisfaisante aux Etats-Unis et moins satisfaisante au Japon par rapport à la moyenne obtenue pour les autres pays. Cette différence dans la situation bénéficiaire tient notamment à la disparité entre les taux de croissance de la demande interne et le degré d'utilisation des capacités de production dans ces deux pays. En outre, les marges de profit au Japon se sont également ressenties de la réticence des entreprises à licencier de la main-d'œuvre en période de stagnation de la demande.

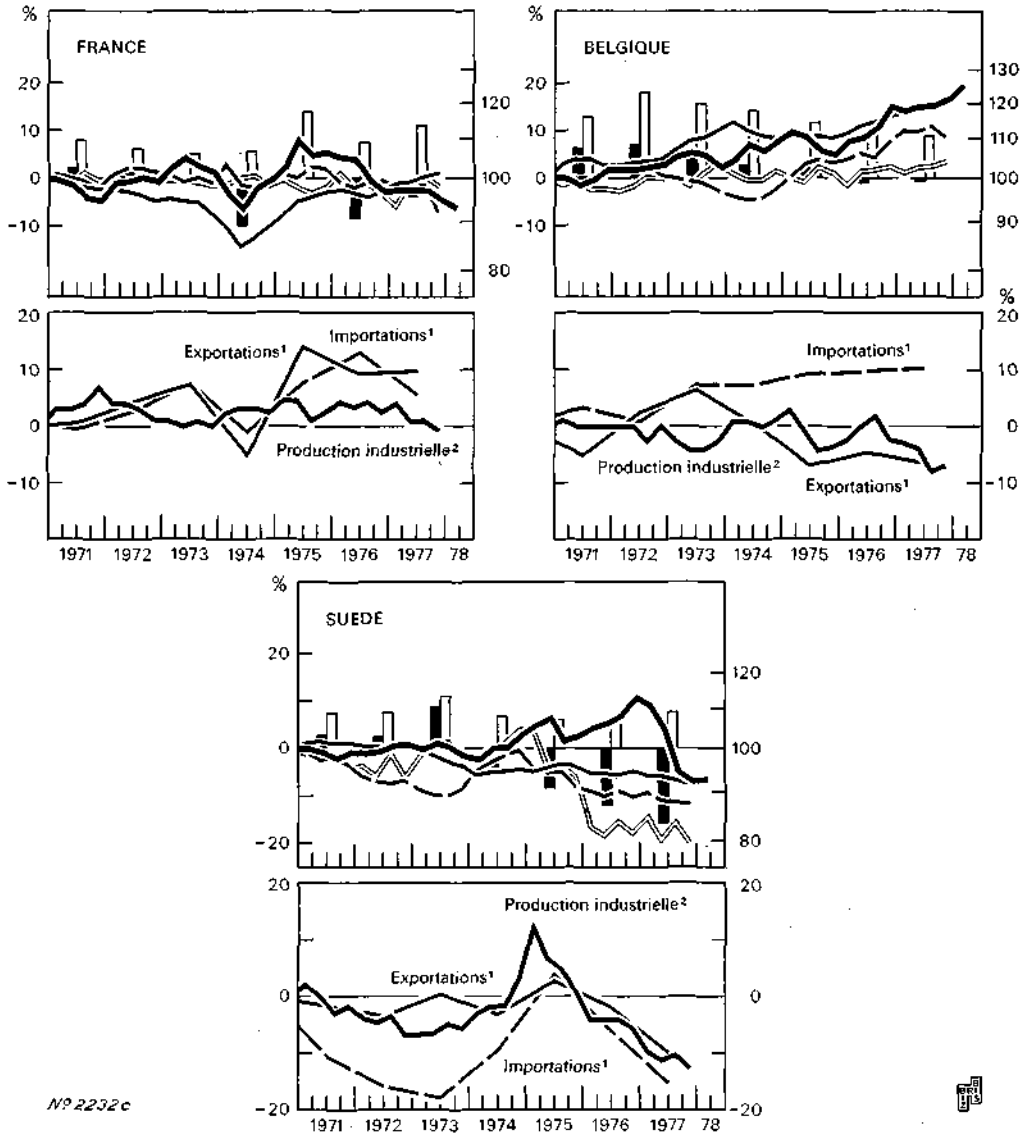
Si la différence entre les taux de croissance de la demande interne de ces deux pays aide à comprendre l'évolution divergente des bénéfices, elle constitue aussi, bien entendu, l'une des principales raisons pour lesquelles, malgré les changements intervenus dans la position concurrentielle des Etats-Unis et du Japon sur le plan international, la balance des paiements courants américaine a été et reste sensiblement déficitaire, tandis que celle du Japon demeure fortement excédentaire. Cette disparité, toutefois, ne suffit nullement à tout expliquer. Des facteurs structurels ont, eux aussi, contribué notablement à compenser les effets des modifications des taux de change réels de ces pays. L'un d'entre eux est la différence d'attitude manifestée par les entreprises à l'égard des exportations, différence qui se reflète dans l'évolution fort contrastée de la valeur unitaire des exportations dans ces deux pays. Pour nombre d'entreprises japonaises, les ventes à l'étranger revêtent une telle importance qu'elles font tout ce qui est en leur pouvoir pour maintenir le niveau des exportations, même avec des marges bénéficiaires fort réduites; pour la plupart des entreprises américaines, au contraire, les dimensions du marché intérieur sont telles que les marges bénéficiaires sur les produits exportés doivent être sensiblement supérieures à celles des ventes à l'économie interne pour justifier un effort supplémentaire en faveur des exportations. L'autre grand facteur structurel, qui ne joue que pour les Etats-Unis, a été la dépendance croissante de l'économie américaine à l'égard des importations pétrolières.

L'autre pays, représenté dans les graphiques, dont la position concurrentielle s'est sensiblement détériorée sans qu'il y ait eu réduction de l'excédent de ses paiements courants est la Suisse. Le mouvement de hausse du franc a été le plus important qu'aucun pays ait connu depuis le début des années soixante-dix, et l'amélioration des prix et des coûts relatifs, bien qu'appréciable en elle-même, n'a jamais pu combler l'écart. En fait, l'amointrissement de la position concurrentielle internationale est probablement aussi important actuellement en Suisse qu'au Japon. De plus, les facteurs qui ont

Pays du Groupe des Dix et Suisse:
variations des taux de change effectifs, des prix et des coûts relatifs
et évolution relative des échanges, 1971-78

Echelle de gauche:
 ■ Balance des paiements courants, en % des recettes brutes des exportations de biens et services, plus ou moins le solde net des transferts unilatéraux
 □ Balance commerciale des produits manufacturés, en % des recettes brutes des exportations de biens et services, plus ou moins le solde net des transferts unilatéraux

Echelle de droite:
 (semi-logarithmique) — Taux de change effectif — Prix relatifs de gros des produits industriels
 - - - Valeur unitaire relative des exportations de produits manufacturés — Coûts salariaux relatifs par unité produite dans l'industrie de transformation



N° 2232c

Remarque: pour chaque pays, les indices des prix et des coûts ont été obtenus en divisant la somme des variations des prix et des coûts des autres pays du groupe, pondérés en fonction de leurs échanges commerciaux, par la variation des prix et des coûts du pays en cause. Un mouvement ascendant des indices d'un pays traduit par conséquent une amélioration de sa position en matière de prix et de coûts relatifs.

¹ Evolution des exportations et des importations par rapport respectivement aux exportations et aux importations totales de l'OCDE (chiffres annuels en valeur, 1970 = 100). ² Evolution de la production industrielle par rapport à la production industrielle totale de l'OCDE (chiffres trimestriels désaisonnalisés, moyenne de 1970 = 100).

permis de maintenir la balance des transactions courantes largement excédentaire sont dans une certaine mesure les mêmes qu'au Japon: efforts soutenus pour maintenir le niveau des ventes à l'étranger en présence d'amputations des marges bénéficiaires et, plus récemment, effets de la courbe en J qui ont compensé la nouvelle détérioration de la position concurrentielle de la Suisse. L'élément le plus important pour ce pays a toutefois été le passage de l'activité économique à un régime de croissance plus lent — par suite d'une diminution de la population active — qui a engendré à son tour une baisse relative des importations presque aussi impressionnante que celle qui s'est produite au Japon.

Quels sont les principaux enseignements à tirer de ces expériences? En premier lieu, si avant 1971 certains grands pays recouraient trop peu, voire pas du tout dans certains cas, au taux de change en tant qu'instrument d'ajustement, on a parfois, depuis lors, beaucoup trop misé sur ce moyen d'action. Cette remarque vaut tout autant pour les cas où les amples mouvements des taux de change ne se sont accompagnés que d'une faible variation, voire d'un maintien, de la position concurrentielle que pour ceux où les déséquilibres de paiements ont persisté malgré d'importantes modifications de l'avantage concurrentiel. Dans les deux séries de cas, divers facteurs sont venus s'ajouter aux effets des variations des taux de change: lorsque aucune modification ne s'est produite dans la position concurrentielle; c'est l'absence de politique interne d'ajustement appropriée qui en fut la cause; et lorsque la position concurrentielle s'est améliorée mais que la balance des paiements est restée sensiblement déséquilibrée, d'autres éléments sont alors intervenus dont les plus importants ont été les différences de niveau de la demande interne d'un pays à l'autre, les facteurs structurels tels que le degré d'orientation de l'économie vers l'exportation, et les délais de réaction aux variations des prix relatifs, autrement dit les «effets pervers» (courbe en J).

Théoriquement, même en l'absence d'une réaction adéquate de la balance des paiements courants aux ajustements de taux de change (accompagnés ou non d'une modification de la compétitivité), des fluctuations déstabilisatrices des taux de change du genre de celles que l'on a connues ces dernières années peuvent être évitées grâce à des mouvements autonomes de capitaux à caractère compensatoire. De tels mouvements ne peuvent toutefois se produire que si les opérateurs du marché sont capables de se faire une idée suffisamment optimiste et réaliste du niveau d'équilibre probable à plus long terme du taux de change d'un pays donné. Ces dernières années, il a souvent été difficile de se prononcer à ce sujet. Cela était dû en partie aux divers facteurs déjà cités, qui ont eu tendance à compenser les effets des fluctuations des taux de change nominaux ou réels; mais il faut y ajouter l'absence d'engagements fermes à l'égard du taux de change et, dans certains cas, la réticence des autorités à attacher un véritable intérêt à la valeur externe de leur monnaie, même lorsque la confiance du marché était sérieusement ébranlée. Aussi les mouvements de capitaux, au lieu de stabiliser les marchés des changes, ont-ils souvent amplifié l'incidence exercée sur ces marchés par les déséquilibres des paiements courants. Ils ont de ce fait constitué un obstacle supplémentaire au bon fonctionnement du processus d'ajustement, puisqu'une dépréciation accélérée du taux de change aggrave l'inflation interne induite par les coûts dans les pays déficitaires, tandis que l'appréciation de la monnaie renforce les influences récessionnistes dans les pays excédentaires.

Certes, ce schéma général a comporté des exceptions, notamment parmi les membres du bloc européen de flottage concerté; ces derniers ont montré à plusieurs reprises, en associant des mesures énergiques de politique interne à des interventions sur les marchés des changes, l'importance qu'ils accordent à la stabilité des taux de change — et, ce faisant, ont assez rapidement reconquis la confiance des marchés.

D'une façon générale, l'expérience de ces dernières années semble avoir conduit certains observateurs à douter de l'utilité des ajustements des taux de change. Il est cependant indéniable, l'expérience récente en témoigne, que les ajustements de taux de change ont véritablement un rôle à jouer, mais ils ne peuvent le faire que si d'autres facteurs — en particulier les politiques économiques internes, qu'il s'agisse de celle qui est menée dans chaque pays pris isolément ou des décisions prises globalement par les principaux pays — agissent dans le même sens. Cette vérité était reconnue dans les textes des accords de Bretton Woods, qui ne prévoyaient des ajustements de taux de change que dans les cas de déséquilibre fondamental, lorsqu'il eût été trop coûteux, sur le plan économique et social, de s'en remettre exclusivement aux mesures d'ordre interne pour corriger les déséquilibres extérieurs. Dans les statuts amendés du Fonds monétaire international, la question est envisagée d'une manière assez différente puisque le rôle prépondérant, dans la recherche de la stabilité des taux de change, est plutôt attribué aux mesures d'ordre interne qu'à la discipline des parités. Sous ce nouveau régime, étant donné précisément que les pays ne sont pas soumis en matière de taux de change à des obligations aussi strictes envers le Fonds que dans le système de Bretton Woods, il faudra qu'en contrepartie la politique économique interne soit conduite d'une façon beaucoup plus énergique, si l'on veut qu'elle témoigne que les autorités attachent tout autant d'importance à la stabilité des taux de change.

L'actuel régime des changes comporte en fait une difficulté intrinsèque que l'on peut exposer comme suit: les variations — mais non l'instabilité — des taux de change constituent un élément nécessaire du processus d'ajustement international; pour la plupart des pays, l'engagement direct de défendre la stabilité du taux de change se limite maintenant aux règles générales contenues dans les statuts amendés du Fonds monétaire international; or, à elle seule, la politique économique interne peut difficilement fournir une assurance résolue et claire de cet engagement. Dans un certain sens, par conséquent, les taux de change flottants imposent aux politiques internes un fardeau plus lourd dans le maintien d'une stabilité raisonnable du taux de change que ne le faisait le système des parités fixes.

Production d'or et marché de l'or

En 1977, la production mondiale d'or (à l'exclusion de celle de l'URSS, des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine continentale et de la Corée du Nord) s'est élevée à 965 tonnes métriques, soit au même chiffre qu'en 1976. La production sud-africaine a encore fléchi de 13,5 tonnes, pour revenir à 700 tonnes, chiffre inférieur de 30% à son record de 1970; sa part dans la production totale de métal jaune du monde occidental se retrouve ainsi ramenée légèrement au-dessous de 73%. Cette baisse a été compensée par les progrès réalisés dans un certain nombre de pays producteurs de moindre importance, notamment en Australie, en Papouasie-Nouvelle-Guinée et aux Philippines.

Production d'or dans le monde

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1974	1975	1976	1977
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	758,6	713,4	713,4	699,9
Canada	60,0	165,9	86,5	126,1	74,9	52,8	51,4	52,6	53,1
Etats-Unis	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	35,1	32,7	32,6	32,5
Papouasie- Nouvelle-Guinée	0,7	21,5	18,4	19,2	22,1
Rhodésie	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0	20,0
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	16,2	16,4	15,7	19,3
Philippines	5,1	34,9	—	14,9	18,7	16,7	15,6	15,6	17,4
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	19,1	16,3	16,6	16,9
Colombie	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	8,3	9,7	9,4	9,3
Brésil	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	7,6	7,8	8,2	8,2
Japon	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,3	4,5	4,3	4,4
Zaire	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	4,1	3,2	2,7	2,4
Total	511,9	947,9	598,8	680,8	1.230,9	964,3	909,4	910,3	905,5
Autres pays	58,6	217,1	67,7	73,4	36,6	39,4	43,9	54,7	58,0
Production mondiale (estimations)*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	1.003,7	953,3	965,0	963,5

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

La baisse du niveau de la production d'or de l'Afrique du Sud, l'an dernier, traduit une diminution de 2,2% de la quantité de minerai traitée, sa teneur moyenne en or — qui s'était réduite au cours des années précédentes — n'ayant pratiquement pas varié par rapport à 1976. Les coûts moyens d'exploitation, qui s'étaient accrus de 26,8 et 15½% respectivement en 1975 et en 1976, se sont encore alourdis, de 23,7%, par suite de nouvelles hausses massives des salaires et du coût du matériel. Cependant, par suite de l'augmentation du prix payé en dollars à l'industrie minière pour sa production, les bénéfices moyens tirés de l'extraction de l'or, qui avaient baissé de 31% en termes de dollars en 1976, ont progressé de 20% l'an passé.

En plus de la production occidentale, l'approvisionnement du marché de l'or en 1977 a bénéficié de l'apport sensible des ventes des pays communistes, que l'on peut évaluer à 450 tonnes — niveau le plus élevé depuis 1965 — et d'un nouveau fléchissement des réserves officielles des pays occidentaux. Selon les chiffres fournis, cette réduction a été de 280 tonnes, compte tenu d'une diminution de 90 tonnes de l'encaisse métallique de l'Afrique du Sud, due essentiellement, pense-t-on, à des opérations de swap contre or conclues entre la Banque de Réserve d'Afrique du Sud et un groupe de banques commerciales. Déduction faite de cette modification des réserves métalliques sud-africaines, qui n'ont pas eu pour effet d'accroître l'offre d'or sur le marché, la baisse recensée de l'encaisse officielle des pays occidentaux a atteint 190 tonnes en 1977; sur ce total, les ventes effectuées au marché par le Fonds monétaire international pendant l'année ont représenté 187,5 tonnes, réparties sur onze adjudications publiques. Au total, la quantité recensée d'or offert en 1977 pour satisfaire la demande non monétaire peut être estimée à 1.605 tonnes, chiffre nettement plus élevé que celui de l'année précédente. La demande non monétaire a été influencée l'an dernier par un sensible regain d'intérêt des investisseurs pour le métal jaune, en partie par réaction devant

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1974	1975	1976	1977
	en tonnes métriques			
Production	1.005	955	965	965
Ventes des pays communistes (estimations)	150	150	350	450
Diminution des encaisses officielles des pays occidentaux (chiffres nets)	35	35	155*	190*
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.190	1.140	1.470	1.605

* Non compris la diminution des réserves d'or de l'Afrique du Sud de 160 tonnes en 1976 et de 90 tonnes en 1977.

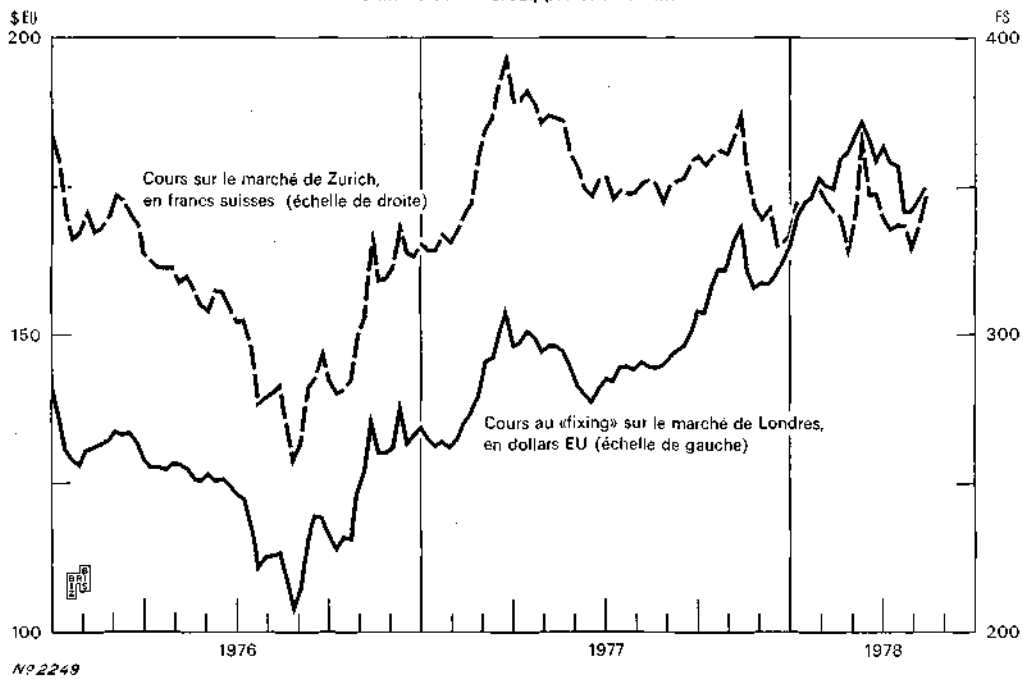
la tenue décevante des bourses de valeurs mobilières dans la plupart des grands pays, en partie à cause de la faiblesse du dollar. La demande industrielle a eu tendance, en revanche, à se tasser dans le courant de l'année, en raison de la montée des cours sur le marché. On a noté des achats massifs en provenance du Moyen-Orient, ainsi qu'une expansion de la demande, tant de barres que de pièces, aux Etats-Unis. Le volume d'or traité sur le compartiment à terme des bourses de commerce de New York et de Chicago a vivement progressé.

La vigueur de la demande d'or non monétaire en 1977 et dans les premiers mois de 1978 est attestée par l'augmentation de la quantité de métal absorbée par les utilisateurs autres que des organismes officiels ainsi que, à ce qu'il semble, par la hausse du cours de l'or exprimé en dollars pendant la période sous revue. Toutefois, pour une part importante, mais non en totalité, cette hausse résulte simplement de l'affaiblissement du dollar par rapport à d'autres grandes monnaies durant cette période. Le graphique montre ainsi que le cours de l'or en francs suisses, après avoir fortement monté dans la première partie de 1977, dépassait de moins de 10%, vers la fin de mai 1978, son niveau de fin 1976.

Dans le mouvement ascendant du cours de l'or exprimé en dollars pendant la période sous revue, on peut distinguer deux grandes phases: la première, de février à mars 1977 et l'autre, de septembre 1977 à mars 1978. Après avoir coté \$136,10 l'once de fin tout au début de 1977, le cours sur le marché de Londres (fixing) a en fait fléchi à \$129,40 le 11 janvier. Ce recul constituait une réaction momentanée à la flambée de hausse qui avait marqué les quatre mois précédents, depuis le creux de \$103 enregistré à la fin d'août 1976. Vers la mi-février, le cours a repris son évolution ascendante et, vers la fin de mars, il s'était hissé à \$153,60. Il est ensuite tombé en dessous de \$140 à la mi-juin. Malgré un léger raffermissement ultérieur, la cote s'est maintenue dans des limites assez étroites de part et d'autre du niveau de \$145, de la mi-juillet jusqu'au début de septembre. A ce moment, comme le dollar commençait à s'affaiblir de plus en plus par rapport aux autres grandes monnaies, un nouveau mouvement ascendant s'est amorcé, qui a porté le cours sur le marché de Londres, le 11 novembre, à plus de \$168, niveau record depuis mai 1975.

Une réaction passagère s'est alors produite, avec une baisse du « fixing » à Londres supérieure à \$10 en un peu plus d'une semaine. Ce mouvement s'explique à l'évidence

Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1976-78
Chiffres du vendredi, par once de fin



par des prises de bénéfices, mais, en outre, le volume des ventes de l'Union soviétique s'est accru. Il n'a toutefois pas fallu attendre longtemps pour que la faiblesse persistante du dollar se traduise par une nouvelle tension du cours de l'or qui est remonté, à la fin de l'année, à \$165 sur le marché londonien. La recrudescence de la hausse des cotations de l'or en dollars s'est poursuivie, avec quelques légères interruptions, jusqu'au début de mars 1978. Le 23 janvier, l'annonce de l'expiration à la fin du mois de l'accord conclu en août 1975 entre les pays du Groupe des Dix, la Suisse et le Portugal, qui prévoyait de ne pas accroître leur encaisse globale ni celle du FMI, n'a pas influencé de façon notable le mouvement ascendant. Le 8 mars 1978, la cote a atteint, avec \$190, son plus haut niveau depuis trois ans.

Il s'ensuivit un mouvement de recul assez prononcé, qui a ramené le cours à \$177 le 21 mars, sous l'effet en partie de la meilleure tenue du dollar sur les marchés des changes, mais également en raison de bruits relatifs à une vente imminente d'or du Trésor américain sur le marché. Quatre semaines plus tard, le 19 avril, le cours a encore reculé un peu, s'établissant juste au-dessous de \$175. Le même jour, le Département du Trésor des Etats-Unis annonçait qu'il prévoyait de procéder au minimum à six adjudications mensuelles, de 300.000 onces chacune, à partir du 23 mai. A la suite de cette nouvelle, le cours de l'or est tombé brusquement à environ \$168; vers la fin de mai, toutefois, il est de nouveau remonté à près de \$180 l'once de fin.

Réserves et liquidité internationale

La croissance des réserves globales, mesurée en dollars courants, n'a jamais été aussi forte qu'en 1977. Le montant total des avoirs officiels (or, devises, droits de tirages spéciaux et positions créditrices envers le FMI) de l'ensemble des pays s'est

accru de \$58,7 milliards, pour atteindre \$317,7 milliards à la fin de l'année. En termes relatifs, cependant, le taux d'accroissement des réserves l'an passé (23%) dépasse à peine la moitié de celui qui avait été enregistré en 1971 (43%).

L'expansion globale des réserves en 1977 s'explique à raison de \$6,8 milliards, soit près de 12%, par l'incidence des mouvements de taux de change sur la valeur en dollars des autres catégories d'actifs de réserve. On estime que ces variations de change ont abouti à accroître la valeur en dollars des avoirs en devises de près de \$3,5 milliards, les stocks d'or de \$1,9 milliard, les positions créditrices envers le Fonds de presque \$1 milliard et les créances en DTS des divers pays de \$0,4 milliard.

L'examen des diverses catégories d'actifs révèle que la croissance des réserves a encore porté principalement sur les avoirs officiels en devises, en progression de \$55,6 milliards. Ce montant traduit, à concurrence de \$34,1 milliards, le renforcement des réserves en dollars détenues aux Etats-Unis. Sur les \$21,5 milliards restants, près

Variations des réserves globales de 1975 à 1977*

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Total
	en millions de dollars EU				
Groupe des Dix + Suisse					
1975	- 1.605	+ 935	+ 1.620	- 235	+ 715
1976	- 260	+ 5.870	+ 4.345	+ 15	+ 9.970
1977	+ 1.840	+ 34.255	+ 1.100	- 265	+ 36.930
Montants à fin 1977	35.395	105.125	13.815	7.510	161.845
Autres pays développés					
1975	- 220	- 1.360	- 355	- 85	- 2.020
1976	- 240	+ 550	+ 400	- 125	+ 585
1977	- 25	+ 1.635	+ 15	- 25	+ 1.600
Montants à fin 1977	3.940	23.165	1.075	720	28.900
Pays en voie de développement autres que les pays exportateurs de pétrole					
1975	- 80	- 1.270	- 100	- 215	- 1.665
1976	+ 90	+ 11.110	- 135	- 110	+ 10.775
1977	+ 180	+ 9.145	+ 55	+ 25	+ 9.405
Montants à fin 1977	2.200	44.915	535	1.165	48.815
Ensemble des pays importateurs de pétrole					
1975	- 1.905	- 1.695	+ 1.165	- 535	- 2.970
1976	- 590	+ 17.530	+ 4.610	- 220	+ 21.330
1977	+ 1.995	+ 45.035	+ 1.170	- 265	+ 47.935
Montants à fin 1977	41.535	173.205	15.425	9.395	239.560
Pays exportateurs de pétrole					
1975	- 50	+ 7.340	+ 2.785	- 50	+ 10.025
1976	+ 75	+ 8.005	+ 1.220	+ 15	+ 9.315
1977	- 40	+ 10.535	+ 205	+ 85	+ 10.785
Montants à fin 1977	1.485	69.580	6.555	485	78.105
Ensemble des pays					
1975	- 1.955	+ 5.645	+ 3.950	- 585	+ 7.055
1976	- 515	+ 25.535	+ 5.830	- 205	+ 30.645
1977	+ 1.955	+ 55.570	+ 1.375	- 180	+ 58.720
Montants à fin 1977	43.020	242.785	21.980	9.880	317.665

* Compte tenu des variations de change.

de \$10 milliards peuvent être identifiés comme ayant été déposés par les autorités monétaires sur le marché des euro-monnaies au sens étroit et en devises étrangères auprès de banques sises au Canada et au Japon ainsi que dans les succursales des banques américaines aux Bahamas et aux îles Caïmans. On peut également préciser qu'un montant supplémentaire de \$2,5 milliards a été placé par les autorités monétaires en monnaies autres que le dollar, principalement en deutsche marks et en yens, sur les marchés financiers des pays des monnaies concernées. De cet accroissement total identifié de \$12,5 milliards des réserves de change détenues en dehors des Etats-Unis, \$5 milliards environ étaient libellés en dollars EU et \$7,5 milliards en autres monnaies; ce dernier chiffre comprend une appréciation de \$3,5 milliards en termes de dollars, due à la baisse de la monnaie américaine par rapport aux autres monnaies détenues dans les réserves.

En ce qui concerne les modifications intervenues dans les autres catégories d'actifs de réserve l'an passé, on constate que l'accroissement de la valeur en dollars courants de l'encaisse-or des divers pays est presque entièrement imputable aux variations des taux de change. Malgré un apport de \$0,5 milliard d'or mis en vente par le FMI dans le cadre du programme de restitution, le volume du stock d'or des divers pays n'a augmenté que de l'équivalent de \$0,1 milliard en 1977.

Si l'on exclut les variations de change, les positions créditrices envers le FMI n'ont progressé au total que de \$0,4 milliard en 1977, contre \$6 milliards l'année précédente. Du côté de la demande, les tirages des pays développés ont été ramenés de \$4,5 milliards à \$1 milliard, en chiffres nets, tandis que les pays en voie de développement, qui avaient prélevé plus de \$2 milliards en chiffres nets en 1976, ont effectué des remboursements nets de \$0,4 milliard. Du côté de l'offre, la facilité pétrolière du Fonds est venue à terme, et le sixième relèvement général des quotes-parts des pays membres n'est entré en vigueur qu'en avril 1978. En août 1977, il a été décidé de créer à titre temporaire, auprès de cette organisation, une facilité de financement supplémentaire au bénéfice des pays membres qui enregistrent des déséquilibres de paiements élevés par rapport à leur quote-part et dont le redressement ne peut être réalisé que sur une période assez longue. Pour l'heure, quatorze pays membres, ainsi que la Banque Nationale Suisse, se sont déclarés prêts à mettre un montant total équivalant à \$11 milliards à la disposition de cette facilité dont on espère l'entrée en application pour le courant de 1978.

L'accélération de la croissance des réserves globales, l'an passé, n'a guère été le fait des pays exportateurs de pétrole. Avec \$10,8 milliards, le renforcement notifié de leurs avoirs officiels est à peine plus prononcé qu'en 1976 (\$9,3 milliards). Pour la première fois depuis le relèvement du prix du pétrole, c'est l'Iran qui a enregistré, avec \$3,4 milliards, les gains les plus importants. Les réserves de l'Arabie Saoudite ont encore progressé, de \$3 milliards, cependant que quatre autres pays de l'OPEP ont fait apparaître des progressions sensibles — l'Iraq (\$2,4 milliards), la Libye (\$1,7 milliard), le Koweït (\$1,1 milliard) et l'Indonésie (\$1 milliard). Par contre, les réserves des Emirats arabes unis ont fléchi de \$1,1 milliard, et celles du Nigeria, déjà en baisse de \$0,4 milliard en 1976, ont encore reculé de \$1 milliard.

La différence essentielle entre la croissance des réserves observée l'an dernier et celle de 1976 est due au groupe des pays importateurs de pétrole, dont le total des

avoirs officiels s'est accru de \$47,9 milliards en 1977, après avoir accusé une augmentation substantielle (\$21,3 milliards) l'année précédente. Dans ce groupe, l'accélération sensible de l'expansion des réserves l'an passé a été principalement le fait des pays du Groupe des Dix et de la Suisse, le montant global de leurs réserves ayant progressé de \$37 milliards, contre \$10 milliards en 1976.

On peut distinguer essentiellement deux phases dans l'expansion des réserves des pays du Groupe des Dix et de la Suisse en 1977. Au cours de la première période (janvier à fin septembre), le montant total de leurs réserves s'est renforcé de \$16,9 milliards, du fait presque exclusivement de la reconstitution des avoirs officiels du Royaume-Uni et de l'Italie, à concurrence de \$13 milliards et \$3,4 milliards respectivement. Pendant la seconde (dernier trimestre de l'année), les réserves totales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse ont augmenté de \$20 milliards. Alors que celles du Royaume-Uni se sont élargies de \$3 milliards en octobre, avant la décision prise par les autorités britanniques de laisser la livre flotter assez librement, et que celles de l'Italie ont enregistré un gain de \$1,5 milliard, cette seconde période a été principalement marquée par un renforcement de \$5,2 milliards et \$5 milliards respectivement des réserves de l'Allemagne et du Japon ainsi que par une progression de \$3,3 milliards en Suisse (qui s'explique pour près d'un quart par des swaps de fin d'année avec les banques); toutes ces additions aux réserves résultent d'interventions officielles visant à modérer la hausse du cours de change de la monnaie de ces pays par rapport au dollar EU.

La même évolution a été constatée, mais sur une échelle plus réduite, pendant le premier trimestre de 1978. Les pays du Groupe des Dix et la Suisse ont encore accru leurs réserves globales de \$7,1 milliards, le Japon ayant renforcé les siennes de \$6,4 milliards et l'Allemagne enregistrant un gain de \$2,5 milliards. L'expansion aurait été plus forte sans le dénouement des opérations de fin d'année de la part des banques commerciales suisses, qui s'est traduit par un léger fléchissement des avoirs en devises de la Banque Nationale pendant ce trimestre.

Parmi les autres pays importateurs de pétrole, les variations des réserves de change par groupe de pays n'ont été guère différentes en 1977 de la tendance relevée en 1976: accroissement de \$1,6 milliard, contre \$0,6 milliard, dans les autres pays développés et de \$9,4 milliards, contre \$10,8 milliards, dans les pays en voie de développement non producteurs de pétrole.

Dans le groupe des «Autres pays développés», les principaux gains ont été le fait de l'Espagne (\$1,3 milliard), du Danemark (\$0,8 milliard) et de l'Irlande (\$0,5 milliard). Les réserves australiennes ont baissé de \$0,8 milliard et celles de la Turquie de \$0,3 milliard.

Dans le groupe des pays en développement autres que les exportateurs de pétrole, trois de ceux qui avaient réalisé les principaux gains en 1976 ont encore considérablement renforcé leurs réserves: l'Inde (\$2,1 milliards), l'Argentine (\$1,7 milliard) et la Corée du Sud (\$1,3 milliard). D'autres accroissements notables ont été enregistrés par la Colombie (\$0,7 milliard), le Mexique et Singapour (\$0,5 milliard chacun), ainsi que par la Malaisie (\$0,4 milliard).

En dépit de son ampleur, on ne peut pas considérer que l'expansion globale de la liquidité internationale, l'an passé, constitue dans l'immédiat une menace inflationniste. Dans le cas des pays importateurs de pétrole qui ont reconstitué leurs réserves,

l'accroissement de la liquidité a été en général souhaité et souhaitable, tandis que le renforcement des avoirs officiels de change des pays de l'OPEP et des principaux pays excédentaires du monde industrialisé ne fait manifestement courir aucun risque inflationniste au système dans son ensemble. A vrai dire, une augmentation du niveau des importations de ces pays serait accueillie avec grande satisfaction par les autres importateurs de pétrole.

La différence la plus importante entre la croissance des réserves l'an dernier et celle qui s'est produite en 1976 réside dans les facteurs qui l'ont engendrée à l'extérieur du groupe des pays exportateurs de pétrole. Pendant l'année 1976, le gonflement des réserves des pays importateurs de pétrole s'était accompagné d'un endettement extérieur considérable auprès des banques commerciales, celles des Etats-Unis comprises; de ce fait, les gains nets de réserves de ces pays avaient été relativement modestes; en même temps ces accroissements des réserves répondaient au désir des autorités. Si, en 1977, un certain nombre de pays ont continué à renforcer leurs réserves de cette manière, la principale source de liquidité internationale a été constituée par le déficit des paiements courants des Etats-Unis. En d'autres termes, les gains de réserves des autres pays importateurs de pétrole ne se sont plus accompagnés autant que précédemment d'un accroissement de leur endettement extérieur. Cela signifie également, pour certains pays qui n'étaient guère disposés à accepter une appréciation illimitée de leur monnaie, que le renforcement de leurs réserves a revêtu une ampleur nettement plus forte que ce qu'ils auraient souhaité. L'expansion des réserves a donc exercé l'an dernier une incidence déstabilisatrice soit potentielle, soit réelle, sur le système monétaire international, et cela de deux façons différentes. En premier lieu, elle s'est traduite par une création nette de liquidités beaucoup plus grande, bien que les implications inflationnistes qui peuvent en découler à l'avenir aient été atténuées par le fait qu'une bonne partie de ces gains ont profité à des pays industrialisés à faible taux d'inflation et à balance de paiements courants fortement excédentaire. En second lieu, le gonflement de la liquidité internationale en 1977 s'est accompagné de mouvements erratiques des taux de change, qui ont provoqué une nouvelle et importante réduction de la valeur du dollar EU par rapport à un certain nombre d'autres grandes monnaies. Ce dernier développement pose une fois de plus la question de la composition des réserves globales.

Cette question ne concerne pas seulement le volume actuel des réserves; elle est tout aussi importante pour son accroissement ultérieur. Il apparaît en effet très clairement, et ce depuis quelques années déjà, que le passage du système des parités fixes, instauré à Bretton Woods, à la situation actuelle, marquée par une quasi-généralisation du flottement contrôlé des taux de change, n'a pas influencé la demande de réserves des divers pays autant qu'on ne l'avait supposé lors de l'abandon, en 1973, du système des parités fixes.

La vigueur de cette demande au cours des années récentes est illustrée par le comportement des pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Au cours des années 1976 et 1977, pendant lesquelles ces pays ont enregistré globalement des déficits considérables des paiements courants, ils ont reconstitué leurs réserves à raison de \$10,8 milliards et \$9,4 milliards respectivement. Un autre aspect des besoins continus de réserves est mis en lumière par le niveau des interventions officielles sur les marchés des changes. Selon les estimations publiées par la Banque de Réserve fédérale de New York, le montant brut des interventions effectuées sur les marchés

des changes par les autorités monétaires des pays du Groupe des Dix et de Suisse s'est élevé au total à \$40 milliards au cours des douze mois allant de février 1975 à janvier 1976, à \$73 milliards pendant la période correspondante de 1976-77, et à \$101 milliards durant la même période de 1977-78. Dans ces chiffres sont compris, en particulier pour la période 1977-78, les montants substantiels de dollars acquis bon gré mal gré par les pays excédentaires dont la « demande » de réserves était uniquement due au désir de modérer le mouvement de hausse de leur monnaie sur le marché des changes. Mais ils incluent également les sommes très élevées déboursées en 1976 par des pays déficitaires, tels que l'Italie et le Royaume-Uni, pour éviter une baisse excessive de leur taux de change, ainsi que les rachats considérables de dollars opérés en 1977 par ces pays pour regarnir leurs réserves.

Etant donné la persistance d'une forte demande de réserves au sein du système, l'expérience de l'an passé a renforcé les doutes qu'on nourrissait précédemment sur la possibilité de la satisfaire simplement par un accroissement des réserves en dollars, tout en assurant une stabilité raisonnable sur les marchés des changes. On peut ajouter que, même sous le régime de Bretton Woods, le dollar n'était considéré comme acceptable en tant que principal élément de renforcement des réserves que dans la mesure où, parallèlement, le stock d'or monétaire progressait également de façon adéquate, tant pour servir de couverture au dollar EU que pour satisfaire la demande des pays pour lesquels l'or constituait un actif de réserve essentiel. Etant donné que l'or n'entre plus dans la croissance des réserves, il peut se révéler nécessaire d'explorer maintenant d'autres sources pour compléter le dollar dans son rôle d'élément de réserve mondial. Il apparaîtrait, à cet égard, que le choix se situe entre les DTS ou un autre actif créé à l'échelle internationale, et l'utilisation comme actifs de réserve de monnaies autres que le dollar.

Dans quelle mesure les DTS pourraient-ils contribuer à la croissance future des réserves? Les statuts amendés du Fonds monétaire international laissent espérer que, le moment venu, les DTS deviendront le principal élément de réserve du système, et les membres du Fonds ont accepté de s'engager d'une façon générale dans cette direction. Cependant, cet objectif se conçoit sans doute beaucoup mieux sur une longue période et, dans un avenir prévisible, il ne paraît pas vraisemblable que les DTS puissent faire davantage que remplir le rôle qui leur a été dévolu à l'origine, à savoir compléter les autres catégories d'actifs dans l'expansion des réserves. Dans ce rôle complémentaire, cependant, les DTS devraient permettre de renforcer utilement les réserves propres, puisqu'ils constituent désormais le seul type d'actifs de réserve qui ne soit pas en même temps un engagement pour un autre pays membre du système.

La question se pose de savoir si des monnaies autres que le dollar pourraient aussi contribuer utilement à l'accroissement futur des réserves. Dans l'affirmative, serait-il souhaitable qu'il en soit ainsi? Les pays dont la monnaie peut jouer ce rôle sont soucieux, pour des raisons bien compréhensibles, d'éviter de devenir d'importants centres de réserves et ont pris des mesures énergiques pour empêcher pareille évolution. Cependant, on assiste depuis quelques années, et cela se conçoit également fort bien, à une vive demande de ces monnaies de la part des banques centrales; aussi, malgré tous les obstacles, les montants détenus en ces monnaies dans les réserves officielles se sont-ils fortement accrus en valeur absolue, et peut-être même en valeur relative, par rapport à l'ensemble des différentes catégories d'actifs de réserve. Evidemment,

dans la mesure où l'utilisation comme actifs de réserve de monnaies autres que le dollar continue de s'étendre, et même si la devise américaine demeure de loin la principale monnaie du système, il serait d'autant plus important de maintenir la stabilité entre les diverses monnaies de réserve, et les dangers inhérents aux modifications dans les préférences des détenteurs d'actifs pour telle ou telle monnaie iraient croissant.

Deux conclusions semblent se dégager de ces considérations. En premier lieu, comme on ne voit dans un avenir prévisible aucune solution de rechange au dollar en tant que principal actif de réserve du système monétaire, des mesures appropriées devraient être prises pour rétablir totalement la confiance dans la monnaie américaine. Pour ce faire, il importerait avant tout de réduire l'actuel déficit des paiements courants des États-Unis, qui a provoqué un accroissement, à un rythme difficilement acceptable, des réserves nettes en dollars dans le reste du monde. De plus, la confiance serait encore renforcée si le dollar pouvait s'appuyer aussi sur des avoirs de réserves aux États-Unis, et non pas uniquement sur le réseau actuel des facilités de swaps à court terme. Quant à l'approvisionnement futur du système en réserves sous forme de dollars, il serait bon, tant pour la stabilité de cette monnaie que pour celle du système monétaire dans son ensemble, qu'elles ne proviennent qu'en partie du déficit des paiements courants des États-Unis et que, pour le reste, on ait recours à l'emprunt de façon que l'accroissement des réserves brutes en dollars des autres pays s'accompagne à due concurrence d'une augmentation de leur endettement extérieur.

La seconde conclusion est que le redressement du dollar, tout en étant nécessaire et souhaitable, peut ne pas être suffisamment prononcé pour permettre de satisfaire convenablement tous les besoins futurs de réserves. Il peut se révéler indispensable de compléter, en temps voulu, cette évolution en développant la fonction de réserve d'autres actifs, si l'on veut répondre aux préférences des divers pays en ce qui concerne la composition de leurs réserves. En d'autres termes, c'est peut-être manquer de réalisme que d'exiger un dollar fort et de poursuivre en même temps des politiques visant pratiquement à maintenir la monnaie américaine dans le rôle d'unique élément de l'accroissement des réserves.

VII. 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. 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, 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 de leurs transactions sur or dans le cadre des arrangements pris entre les pays du Groupe des Dix jusqu'à l'expiration de ces dispositions à la fin de janvier 1978.

La Banque a également 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'intervention 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; enfin, un groupe ayant pour tâche d'étudier l'harmonisation des instruments de politique monétaire utilisés par les Etats membres (ce groupe est commun au Comité monétaire de la CEE et au Comité des Gouverneurs).

Comme au cours des années précédentes, ces comités et groupes se sont réunis à de nombreuses reprises en 1977-78, le plus souvent à Bâle, soit de façon régulière, soit ad hoc, en vue généralement de préparer les délibérations des gouverneurs. En

effet, le Comité des Gouverneurs et le Conseil d'administration du Fonds européen, dans le cadre de leurs compétences et dans l'exercice de leurs missions, qui sont voisines et complémentaires, s'appuient sur les travaux des comités et groupes précités pour prendre diverses décisions ou pour élaborer des rapports et des avis, périodiquement ou pour des questions spécifiques. Les documents sont destinés à la Commission des Communautés européennes ou, le plus souvent, aux Ministres des Finances des pays de la CEE. L'année dernière, cette activité a porté, en particulier, sur les relations de change intracommunautaires et les mécanismes de concours mutuel au sein de la Communauté, la coordination des politiques monétaires internes poursuivies par les pays membres de la CEE et les aspects monétaires de la nouvelle relance de l'union économique et monétaire, que la Commission des Communautés européennes a proposée au cours du second semestre de 1977.

La Banque a continué de prendre part, en qualité d'observateur, aux réunions des Ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse, ainsi qu'à celles de leurs suppléants. Par ailleurs, la Banque a continué d'assumer les fonctions qui lui ont été confiées en août 1964 par les ministres et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse, 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 et de la Suisse. 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, en servant, en particulier, de secrétariat au Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, institué par les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix en décembre 1974.

Enfin, la Banque assure toujours le secrétariat du Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse, facilitant ainsi les discussions et les échanges de renseignements entre les responsables des différents services informatiques et d'organisation des banques centrales en question. L'activité dans les domaines, en rapide évolution, de la commutation des messages et du traitement électronique des paiements internationaux a été suivie avec un intérêt particulier. Les experts ont poursuivi, dans ce contexte, l'étude des questions de sécurité et de fiabilité et examinent actuellement les systèmes de paiements et les possibilités de les automatiser. Le secrétariat continue de participer, en qualité d'organisme de liaison, aux travaux de l'Organisation internationale de normalisation en matière de paiements internationaux et suit de près les développements dans ce domaine. Au cours de l'année, les banques centrales ont achevé d'évaluer le fonctionnement technique d'une banque de données macro-économiques centralisée et les services qu'elle serait en mesure de leur rendre. Leurs conclusions ont été tout à fait favorables à la poursuite du projet, et il a été décidé de conférer un caractère permanent, à partir du début de 1978, à la banque de données expérimentale exploitée par la BRI. Les capacités de cette banque de données ne pourront, toutefois, être pleinement utilisées qu'à partir du moment où la BRI aura installé un ordinateur dans ses propres locaux, ce qu'elle compte faire à la fin de 1978.

2. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1978, 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 1978 s'établit au chiffre de F 59.334.066.542
contre, au 31 mars 1977, F 48.846.308.213

Il enregistre ainsi une augmentation de F 10.487.758.329
— soit de 21½% — qui dépasse très nettement, en chiffres absolu et relatif, celle de l'exercice précédent (5.420 millions et 12½%).

Il convient cependant d'observer que le huitième environ de l'accroissement du total du bilan est dû à l'appréciation de certaines monnaies, du franc suisse tout particulièrement.

Au cours de l'exercice, le total de la situation mensuelle a, dans l'ensemble, progressé de manière assez régulière; son maximum a été atteint fin février avec 60.192 millions, dépassant ainsi pour la première fois le cap des 60 milliards.

BRI: évolution 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	14.643	+ 2.602	+ 22
1970	20.699	+ 6.056	+ 41
1971	23.956	+ 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
1978	59.334	+ 10.488	+ 22

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 Banque pour le compte de déposants, qui s'inscrivait à 1.018 millions de francs au 31 mars 1978, contre 1.311 millions au 31 mars 1977.

* 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 franc or = \$EU 0,3941 ...; tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis au cours central ou au cours du marché par rapport au dollar EU.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

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

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
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
1978*	1.493	57.150	691	59.334

* Après la répartition proposée à l'Assemblée générale.

A. Capital, réserves, provisions et passifs divers

a) Capital libéré F 300.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé; il en est de même du capital émis, qui se subdivise en 481.125 actions libérées de 25%. Les 1.000 actions de l'émission albanaise, qui étaient détenues jusqu'ici par la Banque de l'Etat albanais, Tirana, ont été cédées par cette institution à un groupe de banques centrales membres; la Banque de l'Etat albanais a renoncé en même temps à l'ensemble de ses droits au titre de sa participation à la BRI; l'opération en question n'a pas modifié la répartition des droits de vote et de représentation entre les autres institutions membres.

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 1977-78 F 519.847.193
contre 471,8 millions de francs; un transfert de 48 millions a en effet été proposé par prélèvement sur le bénéfice en question; le renforcement ainsi envisagé de cette réserve est conforme aux dispositions de l'article 51(3) des Statuts.

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

Cette réserve est demeurée inchangée depuis 1973.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1977-78 F 567.118.200
contre 495,1 millions de francs, l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 72 millions.

Après répartition du bénéfice net de 1977-78, les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi à F 1.192.211.487 contre 1.072,2 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 131 millions pour l'exercice 1975-76 et, comme pour le présent exercice, de 120 millions pour 1976-77.

c) Le poste «Divers» se monte à F 595.442.887 contre 456,9 millions de francs, soit une majoration de 138,5 millions.

d) Provision pour immeubles F 24.932.478 contre 34,4 millions de francs; cette diminution de 9,5 millions résulte de dépenses encourues se montant à 28,6 millions, partiellement compensées par la décision du Conseil d'administration d'affecter à cette provision un montant additionnel de 13 millions et par une différence de change de 6,1 millions.

e) Compte de profits et pertes, *avant* répartition F 191.050.134 montant qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1977-78; ce dernier est en hausse de 23,2 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 167,9 millions et qui lui-même était en baisse de 11 millions par rapport à celui de l'exercice 1975-76; la section 6 ci-après donne, pour le bénéfice 1977-78, 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 propos de l'évolution des réserves, une somme de 71.050.134 francs - contre 47.920.050 francs pour l'exercice antérieur - sera en particulier prélevée sur le bénéfice au titre du dividende payable le 1er juillet 1978, soit à raison de 110 francs suisses par action, contre 100 francs suisses par action pour l'exercice précédent; exprimé en francs or, le montant du dividende enregistré ainsi un accroissement nettement supérieur (+48%) à celui qu'il montre quand il est exprimé en francs suisses (+10%); la raison en est la hausse très sensible de la valeur franc or du franc suisse, dont il a été fait état plus haut.

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
	1977	1978	
	en millions de francs		
Dépôts des banques centrales	45.894	56.360	+ 10.466
Dépôts des autres déposants	1.040	790	- 250
Total	46.934	57.150	+ 10.216

La croissance des «Dépôts des banques centrales» est très marquée, en valeur relative également (+22,8% contre 14,8% pour l'exercice antérieur); elle porte à nouveau essentiellement sur les dollars EU, bien que les progressions dans la plupart des autres monnaies, en particulier en deutsche marks, soient parfois assez appréciables; le franc suisse présente un cas à part, en ce sens que l'augmentation qu'il a enregistrée est due au fait que son appréciation en franc or a été supérieure aux remboursements nets effectifs opérés en cette monnaie.

Les «Dépôts des autres déposants» continuent à décliner, mais de manière moins sensible qu'au cours de l'exercice précédent, où la baisse avait légèrement dépassé le tiers de l'encours.

Du fait des mouvements, de sens opposés, enregistrés par les deux rubriques précitées, la part prédominante prise parmi les fonds empruntés par les «Dépôts des banques centrales» continue à s'accroître; elle passe de la sorte de 97,8 à 98,6%.

BRI: fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Total		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1977	1978		1977	1978		1977	1978	
en millions de francs									
A vue	2.509	3.708	+ 1.199	753	1.235	+ 482	3.262	4.943	+ 1.681
A 3 mois au maximum	1.032	159	- 873	35.523	37.918	+ 2.395	36.555	38.077	+ 1.522
A plus de 3 mois . . .	24	91	+ 67	7.093	14.039	+ 6.946	7.117	14.130	+ 7.013
Total	3.565	3.958	+ 393	43.369	53.192	+ 9.823	46.934	57.150	+ 10.216

Bien que les dépôts en or s'accroissent quelque peu, leur pourcentage par rapport au total des engagements continue à se réduire; il fléchit de 7,6 à 6,9% tandis que, corrélativement, celui des dépôts en monnaies monte de 92,4 à 93,1%.

a) Dépôts en or F 3.957.761.261

contre 3.565 millions de francs, soit une progression de 393 millions, nettement supérieure à celle - 45 millions - qui était apparue au cours de l'exercice précédent; les dépôts à vue augmentent de près de moitié, partiellement en raison de la réception de fonds additionnels, mais surtout du fait du retransfert en comptes à vue d'or qui, précédemment, était sous forme de dépôts échéant dans trois mois au maximum; cette catégorie de dépôts régresse dès lors des cinq sixièmes; la raison pour laquelle ces dépôts n'ont pas été renouvelés provient de ce que, au cours de l'exercice, la Banque a vu se restreindre graduellement ses possibilités d'utilisation d'or à terme; l'expansion des dépôts échéant dans plus de trois mois est due à un nouveau dépôt confié à la Banque pour une assez longue période.

b) Dépôts en monnaies F 53.191.965.170

contre 43.369 millions de francs; l'accroissement ainsi enregistré, soit 9.823 millions (+22,7%), est particulièrement prononcé et sensiblement supérieur à celui qui s'était

dégagé lors de l'exercice précédent (5.272 millions et +13,8%); il est surtout attribuable aux fonds échéant dans plus de trois mois, dont l'encours double pratiquement; le solde se répartit entre les fonds à vue, qui progressent de près des deux tiers, et les engagements échéant dans trois mois au maximum, dont l'accroissement est notable en montant, mais relativement modeste en pourcentage.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)

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

**BRI: répartition d'après leur *nature* des avoirs à vue
et des autres placements**

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1977	1978	
	en millions de francs		
Avoirs à vue			
Or	4.046	5.069	+ 1.023
Monnaies	81 4.127	329 5.398	+ 248 + 1.271
Bons du Trésor			
Monnaies	133	288	+ 155
Dépôts à terme et avances			
Or	76	—	— 76
Monnaies	40.720 40.796	50.253 50.253	+ 9.533 + 9.457
Titres à terme			
Monnaies	3.551	2.456	— 1.095
Total			
Or	4.122	5.069	+ 947
Monnaies	44.485 48.607	53.326 58.395	+ 8.841 + 9.788

a) Or F 5.069.414.415

contre 4.046 millions de francs en début d'exercice; l'accroissement assez prononcé enregistré, 1.023 millions, trouve son origine dans diverses opérations: réception de nouveaux dépôts, échéances de swaps or - cédé au comptant - contre monnaies, enfin venue à échéance de dépôts d'or qui avaient été constitués sur le marché.

D'autre part, il convient de remarquer que, comme le relève la note 3 complémentaire au bilan, l'or faisant l'objet d'un nantissement s'établit à 129 millions de francs, contre 857 millions au 31 mars 1977.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 328.595.064

contre 81 millions de francs; cette progression de 248 millions provient du fait que la Banque a reçu des fonds à court préavis, qu'elle a dû garder en encaisse.

c) Bons du Trésor F 287.962.424

contre 133 millions de francs; cet accroissement de 155 millions – supérieur à l'encours en début d'exercice – traduit la reprise d'achats par la Banque, à partir de juillet 1977, de bons du Trésor exprimés en dollars EU.

d) Dépôts à terme et avances F 50.252.922.918

contre 40.796 millions de francs; la progression qui apparaît ainsi – 9.457 millions ou 23,2% – correspond à la majeure partie de l'accroissement du total de l'actif; elle est entièrement le fait des monnaies, l'élément en or ayant au contraire disparu à la suite des échéances de dépôts à terme mentionnées plus haut sous point a).

La rubrique en monnaies, en passant de 40.720 millions à 50.253 millions, enregistre une augmentation de 9.533 millions, donc encore plus prononcée qu'au cours de l'exercice antérieur, soit 6.190 millions; la progression en cause porte essentiellement sur des dollars EU – placés dans de nombreux marchés – dans une moindre mesure sur des deutsche marks et sur la plupart des autres monnaies de l'actif; comme tel était le cas des ressources empruntées, la majoration enregistrée par les francs suisses est due au fait que l'appréciation de la valeur de cette monnaie a été plus importante que la baisse effective des investissements en francs suisses.

e) Titres à terme F 2.456.540.360

contre 3.551 millions de francs; ce repli marqué, de 1.095 millions ou 30,8%, représente pour l'essentiel une différence entre, d'une part, des échéances de certificats de dépôt bancaires, d'acceptations bancaires – le tout acquis sur le marché des Etats-Unis et exprimés en dollars EU – et d'effets libellés en francs suisses et, d'autre part, des achats de divers papiers en dollars EU.

Il est à noter que le poste analysé, qui, en début d'exercice, constituait encore 7,3% du total de l'actif, n'en représente plus que 4,1% en fin d'exercice; inversement, en ce qui concerne la rubrique dépôts à terme et avances, le pourcentage passe de 83½ à 84,7%.

L'accroissement du total des avoirs figurant au tableau ci-dessous est surtout attribuable aux placements échéant dans plus de trois mois; leur encours progresse

**BRI: dépôts à terme et avances, titres à terme,
d'après leur durée restant à courir**

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1977	1978	
en millions de francs			
A 3 mois au maximum	31.815	33.663	+ 1.848
A plus de 3 mois	12.532	19.046	+ 6.514
Total	44.347	52.709	+ 8.362

en effet très fortement en termes absolu et relatif (d'un peu plus de moitié) et est à rapprocher de l'allongement des périodes des ressources empruntées; au contraire, la majoration des investissements échéant dans trois mois au maximum, tout en étant d'un montant appréciable, est en comparaison assez modeste en pourcentage.

f) Divers F 938.631.360

contre 239 millions de francs; dans sa quasi-totalité et comme pour le précédent exercice, cette très forte progression – 700 millions – est la conséquence d'ajustements comptables; en effet, des tonnages nets d'or acquis en swap contre monnaies ont été portés en compte sur la base de la définition statutaire du franc or, alors que les opérations en cause ont été conclues à des prix dérivés de ceux du marché.

Opérations à terme sur or

Ces opérations, qui figurent à la note 2 complémentaire au bilan, montrent un solde net négatif (or à livrer à terme) de F 449.645.239 alors qu'en début d'exercice le solde net était positif (or à recevoir à terme); il s'inscrivait à 105 millions de francs.

Ce retournement du solde net s'élève ainsi à 554 millions; il provient de l'échéance – citée précédemment sous point a) de l'Actif – de swaps or (racheté à terme) contre monnaies et de la conclusion, en chiffres nets, de swaps or (revendu à terme) contre monnaies, ces derniers swaps permettant une mobilisation temporaire des réserves en or des banques centrales.

D'autre part, les activités traditionnelles de la Banque dans le domaine de l'or se sont poursuivies.

* * *

D'une manière générale, l'activité opérationnelle de la Banque s'est intensifiée au cours de l'exercice 1977-78 et s'est haussée à un niveau non encore atteint.

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, les obligations de conversion en circulation sont venues à échéance en octobre 1969 et 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, du 10 octobre 1924, le Trustee a remboursé

au gouvernement allemand, en 1977, les montants non encore réclamés par les porteurs des obligations de consolidation encore existantes et des coupons d'intérêt y relatifs.

Pour l'Emprunt Young, l'exercice 1977-78 a été clos le 1er juin 1978. Les intérêts au titre de l'exercice 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 1977-78 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 1976-77	1977-78	
allemande . . .	DM	14.509.000	4.231.000	336.000	9.942.000
américaine . . .	\$	86.144.000	27.179.000	2.219.000	56.746.000
belge	FB	202.872.000	61.695.000	4.803.000	136.374.000
britannique . . .	£	42.091.000	12.709.000	992.000	28.390.000
française	FF	644.438.000	197.179.000	15.303.000	431.956.000
néerlandaise . .	FL	52.581.000	15.673.000	1.231.000	35.677.000
suédoise	KRS	128.380.000	39.456.000	3.091.000	85.833.000
suïsse	FS	58.393.000	17.355.000	1.364.000	39.674.000

* Valeur provisoire au 1er mai 1978, 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 de 1961 et 1969, ni des appréciations ultérieures de certaines monnaies d'émission, intervenues en dehors d'une modification officielle des parités.

La Bundesschuldenverwaltung (Administration fédérale de la dette publique) a informé le Trustee que, à la suite de l'entrée en vigueur, le 1er avril 1978, du deuxième amendement aux statuts du Fonds monétaire international, elle avait décidé de faire application de la clause de garantie de change dont l'Emprunt Young est assorti et de calculer dorénavant les montants dus aux porteurs d'obligations de conversion et de coupons correspondants sur la base de l'article 13(c) de l'Accord de Londres sur les dettes extérieures allemandes du 27 février 1953. Les montants payables au titre des obligations de conversion et des coupons correspondants seront ainsi établis, selon chaque cas particulier, sur la base des cours de change des monnaies d'émission de l'Emprunt Young en vigueur sur le marché à chaque échéance. Jusqu'à l'amendement précité, la Bundesschuldenverwaltung avait maintenu que seules les parités déclarées auprès du Fonds monétaire international étaient susceptibles d'être retenues pour l'application de la clause de garantie de change. Au moment de la communication au Trustee de la nouvelle base de calcul des montants dus, c'est le franc belge qui constituait, de l'avis de l'Administration fédérale de la dette publique, la monnaie «la moins dépréciée» au sens de l'alinéa 2(e) de la Section A de l'Annexe I à l'Accord de Londres.

Le Trustee, tout en se félicitant de la décision de la Bundesschuldenverwaltung de recalculer les montants dus aux porteurs d'obligations, est néanmoins d'avis que ces montants auraient déjà dû être ajustés antérieurement, pour ce qui est des dépréciations de facto des monnaies, en vue de compenser les pertes subies depuis 1971 par les porteurs d'obligations de diverses tranches dont les monnaies de paiement se sont progressivement dépréciées. Cette question ainsi que celle, plus générale, de savoir si des appréciations de facto des monnaies devraient également donner lieu à l'application de la garantie de change, ont été soumises à l'attention des gouvernements des pays d'émission des tranches de l'Emprunt, auxquels le Trustee a demandé d'étudier le problème et de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour parvenir à une solution appropriée.

La question de savoir si la garantie de change 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 l'Accord de Londres; la procédure arbitrale suit son cours.

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

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

Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche

Tranche	Monnaie	Valeur nominale				
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Remboursement anticipé 1978	Solde après amortissement
			1959 à 1976	1977		
américaine . . .	\$	1.667.000	1.503.000	21.000	143.000	—
anglo-néerlandaise	£	856.600	745.700	56.000	—	54.900
suisse	FS	7.102.000	5.589.000	445.000	—	1.068.000

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 1977-78, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 5 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 33 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 81 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 1978	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	13.000.000	3 ⁷ / ₈	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	56.000.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	6.965.000	3 ³ / ₄	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	5.600.000 —	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank Saar Girozentrale, Sarrebruck	DM 2.977.450 ²	—	4 ¹ / ₄	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	—	4 ¹ / ₄	1974
7 ^e	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8 ^e			Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^e			Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	34.532.882	5 ³ / ₈	1982
11 ^e	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	2.800.000	5	1978
12 ^e			Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^e	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	5.200.000	5 ³ / ₈	1980
14 ^e			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1963
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1964
			Emission publique	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	51.008.942	5 ¹ / ₄	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	13.150.000	4 ¹ / ₂	1981

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

² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

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 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 fonctions relatives à l'exécution des transactions 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; un nouveau soutien monétaire de \$EU 482,54 millions, qui avait été accordé à la Banca d'Italia en mai 1976, a été annulé en juin 1977 sans jamais avoir été utilisé par la banque centrale bénéficiaire.

Au cours de l'exercice 1977-78, 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 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 adoptés par le Conseil des Communautés européennes en février 1975, la Banque remplit essentiellement les tâches suivantes:

- elle assure l'exécution des paiements liés à ces opérations d'emprunt et de prêt;
- elle ouvre dans 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.

Au cours de l'exercice 1977-78, la Banque en sa qualité d'Agent a, d'une part, assuré l'exécution des paiements des intérêts échus sur les emprunts contractés par la CEE depuis 1976, d'autre part, participé à l'exécution de deux nouvelles opérations. La première, qui s'élevait à un montant de \$EU 100 millions, a été destinée à transformer en emprunt à taux fixe le dernier tiers de la facilité bancaire à taux variable de \$EU 300 millions contractée par la CEE en avril 1976, les deux autres tranches ayant déjà été consolidées au cours de l'exercice précédent. La seconde opération a été l'émission, par la CEE, d'un emprunt public d'un montant de \$EU 500 millions; le produit de cet emprunt, qui a été lancé sur le marché de l'euro-dollar, a été reprêté à l'Italie.

Compte tenu de ces deux nouvelles opérations, les emprunts et les prêts communautaires gérés par la Banque en tant qu'Agent du Fonds représentaient au 31 mars 1978 un ensemble de sept opérations s'élevant à l'équivalent d'environ \$EU 1,8 milliard, dont \$EU 1,5 milliard ont été prêtés à l'Italie et \$EU 300 millions à l'Irlande. Tous les emprunts et les prêts correspondants sont assortis d'un taux d'intérêt fixe - lequel s'échelonne entre 7¼ et 8¼% selon la durée des crédits, leur libellé et la date de conclusion des opérations - et leur durée moyenne est supérieure à 5 ans.

6. Bénéfice net et répartition

Les comptes du quarante-huitième exercice clos le 31 mars 1978 font apparaître un excédent net d'exploitation de 204.477.506 francs, contre 175.776.466 francs au titre de l'exercice précédent et 184.464.774 francs pour l'exercice 1975-76. L'augmentation enregistrée pendant l'exercice sous revue est due à une progression sensible du volume des opérations de la Banque durant cette période, compensée toutefois dans une certaine mesure par l'accroissement des frais d'administration de la Banque résultant en partie de l'emménagement dans ses nouveaux locaux.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 427.372 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et 13.000.000 de francs à la «Provision pour immeubles». A la suite de ces transferts, le bénéfice net atteint 191.050.134 francs, contre 167.920.050 francs pour l'exercice précédent et 178.876.749 francs pour l'exercice 1975-76. 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 191.050.134 francs de la manière suivante:

- 1) une somme de 71.050.134 francs est affectée au paiement du dividende de 110 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.

L'augmentation du montant en francs or du dividende par rapport à l'exercice précédent s'explique non seulement par son relèvement de 100 à 110 francs suisses par action, recommandé par le Conseil d'administration, mais aussi par la hausse de la valeur du franc suisse exprimée en francs or.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1978 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1978.

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 1978 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

A la séance du Conseil tenue le 13 juin 1977, le Président a annoncé que le Dr Emminger avait nommé M. Karl Otto Pöhl pour être son suppléant.

M. Carl-Henrik Nordlander, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1978, a été réélu, conformément à l'article 27 (3) des Statuts, à la séance du Conseil du 14 mars 1978, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1981.

Lord O'Brien of Lothbury, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 6 mai 1978, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27 (2) des Statuts, par M. Gordon Richardson, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, en avril 1978 pour une nouvelle période de trois ans.

A la séance du Conseil du 13 septembre 1977, le Dr Günther Schleiminger, qui était Secrétaire Général de la Banque depuis le 1er janvier 1975, a été nommé Directeur Général Adjoint à compter du 1er janvier 1978, et le Dr Giampietro Morelli a été nommé Secrétaire Général avec effet au 1er juin 1978. Outre ses nouvelles fonctions de Directeur Général Adjoint, le Dr Schleiminger a continué d'exercer celles de Secrétaire Général jusqu'au 31 mai 1978. A la même séance, le Conseil a nommé le Dr Antonio d'Aroma Conseiller spécial pour une période d'un an à compter du 1er janvier 1978.

Le Président a annoncé, à la séance du Conseil tenue le 14 mars 1978, qu'il a été décidé de promouvoir MM. André Bascoul et P. Hauser au grade de Directeur Adjoint à compter du 1er avril 1978.

CONCLUSION

L'affaiblissement de l'activité économique dans le monde au cours de l'année écoulée a généralement surpris les observateurs. Existe-t-il un risque de voir l'évolution du commerce et de la production se poursuivre à un rythme aussi peu satisfaisant ? Comment, dans ce cas, intervenir sans attiser l'inflation ?

A l'évidence, un certain nombre de facteurs dépressifs influencent toujours l'économie mondiale. Ce sont les mêmes qui, l'an dernier, ont fait pencher la balance vers un ralentissement de la croissance, tout au moins hors des Etats-Unis : l'excédent pétrolier, en diminution certes, mais toujours élevé ; les déséquilibres des paiements entre les pays industriels avec, pour corollaire, les remous sur les marchés des changes ; l'inflation persistante des coûts et des prix ; enfin, des problèmes structurels dans certains pays industrialisés hautement développés, dont l'activité est tournée vers l'exportation.

En revanche, les forces qui pourraient relancer l'expansion semblent s'être raffermies. De nombreux pays, tant en Europe occidentale que parmi les nations en voie de développement, sont parvenus à redresser sensiblement leur balance des paiements et à renforcer leurs réserves extérieures. Aucun indice de raréfaction des ressources destinées au financement des balances de paiements ne se manifeste. Au Japon et en Allemagne, on prend de plus en plus conscience de l'importance que revêt une croissance saine et soutenue de la demande interne, tant pour leur propre économie qu'à l'égard du reste du monde. Et l'on s'attend, aux Etats-Unis, à une poursuite de l'expansion, à un rythme probablement ralenti, il est vrai.

Il est donc peu vraisemblable, tout compte fait, que les influences dépressives se révèlent suffisamment fortes pour plonger l'économie mondiale davantage dans la récession. Mais il semble tout aussi improbable que l'activité économique puisse retrouver un rythme de croissance satisfaisant si elle ne bénéficie pas d'une nouvelle dose de stimulants, qui devraient lui être administrés en tenant dûment compte des déséquilibres relatifs des paiements et de la nécessité de poursuivre la lutte contre l'inflation. Si aucun changement n'intervient dans les politiques suivies présentement, il y a de fortes chances que l'activité économique et le commerce mondial continuent de se développer à une allure fort réduite.

Bien qu'un tel développement puisse difficilement être qualifié de crise mondiale, ou être comparé à la dépression des années trente, il comporterait certaines implications lourdes de conséquences aussi bien pour le monde industrialisé que pour les pays en voie de développement.

L'une d'elles serait, sans conteste, la persistance généralisée de taux de chômage élevés, surtout si, par suite des hausses continues de salaires réels, les politiques d'investissement restaient fortement orientées vers des économies de main-d'œuvre. En pareil cas, les progrès de la productivité du travail pourraient égaler, voire dépasser, ceux de la production.

En second lieu, le processus normal de transfert permanent des ressources productives — facteur entreprise, main-d'œuvre et capital — des secteurs en perte de

vitesse vers les activités en expansion, bien loin de s'accélérer, risquerait en fait de se ralentir. En effet, pour des raisons complémentaires, la stagnation de l'activité économique rendrait difficile la recherche d'une solution aux problèmes structurels, en ce qui concerne en particulier les problèmes nés des progrès de l'industrialisation dans certains pays en voie de développement. La première de ces raisons est que, dans une économie à croissance ralentie, il est malaisé de mesurer la part des capacités excédentaires résultant des modifications permanentes des avantages comparés et la part due simplement à la quasi-stagnation de l'activité. Aussi les pouvoirs publics seraient-ils davantage tentés d'accorder une protection douanière et une assistance financière, non seulement aux activités dont la « retraite anticipée » mérite d'être réalisée de manière ordonnée, mais également à certaines industries de croissance véritable, qui devraient pouvoir se tirer d'affaire toutes seules. La seconde raison est que maints chefs d'entreprise, paralysés par les incertitudes générales qui accompagnent une croissance indécise, hésiteraient à investir massivement dans des secteurs dont l'avenir pourrait être prometteur. Les changements de structure souhaitables seraient ainsi différés. De la main-d'œuvre et du capital se trouveraient immobilisés dans les entreprises en déclin qui réalisent des investissements défensifs sous le couvert d'un protectionnisme envahissant, sans qu'en compensation une évolution suffisamment dynamique se produise par ailleurs.

En troisième lieu, il faut probablement se rendre à l'évidence qu'une économie en semi-stagnation n'apporterait guère de contribution efficace à la lutte contre la spirale des coûts et des prix. Certes, le maintien de capacités excédentaires et la persistance du chômage éviteraient la résurgence de l'inflation par la demande. Il est tout aussi vrai que, comme le souvenir de périodes prolongées de suremploi et d'inflation virulente demeure bien présent dans les esprits, ce serait une erreur de vouloir parvenir à un degré d'utilisation des ressources comparable à celui de l'âge d'or des années soixante. Mais on peut également penser que, après avoir recueilli les fruits de plusieurs décennies de croissance rapide et régulière, les agents économiques ne se contenteront vraisemblablement pas de menus accroissements de leurs revenus réels et moins encore d'une stagnation de leurs gains. Des groupes de pression rivaux s'efforceraient de s'approprier une part sans cesse plus importante d'un gâteau qui aurait cessé de s'agrandir. Il pourrait en résulter une pression continue à la hausse sur les salaires, les coûts et les prix; devant la persistance du chômage, les pouvoirs publics auraient alors fort à faire pour ne pas entériner ce mouvement. Les gouvernements n'auraient-ils pas plus de chances de freiner l'inflation, voire de la réduire, s'ils s'attachaient à satisfaire le désir d'amélioration du niveau de vie grâce à un rythme acceptable de croissance réelle?

Enfin, la stagnation de la production dans le monde industrialisé aurait inmanquablement des répercussions néfastes sur les pays en voie de développement. Au sein de ce groupe, ceux qui sont le plus lourdement endettés et qui ont réussi à ramener leur déficit des paiements courants à un niveau supportable risqueraient d'assister à l'anéantissement de ces efforts, tandis que les autres verraient leurs chances de développement économique sérieusement compromises. Cette évolution pourrait exercer à son tour des effets préjudiciables sur le monde occidental industrialisé, en général, et sur son système bancaire, fortement impliqué dans le financement des balances de paiements, en particulier.

Sur le plan international, on peut donc en conclure qu'il serait erroné de se résigner à une perspective de croissance médiocre. Les conséquences que risque d'entraîner une quasi-stagnation sont suffisamment sérieuses pour justifier un effort concerté à l'échelle internationale, visant à ramener l'économie mondiale sur la voie d'une expansion plus satisfaisante. A n'en pas douter, même en présence du plus heureux concours de circonstances favorables et de politiques avisées, les pays industrialisés du monde occidental seraient incapables de retrouver le rythme de progression qui fut le leur jusqu'en 1973. La poursuite d'objectifs ambitieux en matière d'expansion serait vouée à l'échec par l'amenuisement du potentiel productif résultant de la faiblesse prolongée de l'investissement; pareil dessein serait en outre dangereux, car rien n'est plus facile que de ranimer l'inflation induite par la demande. Mais il existe certainement une voie médiane entre la progression probablement très lente que laisse présumer l'évolution actuelle et les risques inhérents à des objectifs de croissance irréalistes.

Les recommandations de politique économique qui suivent s'inspirent de l'analyse des facteurs dépressifs qui sont à l'origine du ralentissement actuel du développement du commerce et de la production dans le monde.

Il s'agit tout d'abord de l'excédent pétrolier. Bien qu'il se soit contracté à un rythme très rapide durant l'année passée, la réduction ainsi obtenue n'est pas entièrement le fruit d'un véritable ajustement; elle s'explique en partie par le rythme d'expansion trop lent de l'économie mondiale. En d'autres termes, faute d'un nouvel et important effort d'ajustement réel, toute reprise de l'activité économique se trouverait à nouveau contrecarrée par un accroissement du déséquilibre pétrolier. L'expérience a clairement montré que le recyclage de l'excédent, pour nécessaire qu'il soit, n'en demeure pas moins un palliatif; c'est le déséquilibre lui-même qui exerce une influence dépressive sur l'activité économique. La réalisation de l'une des conditions de l'ajustement réel — l'absorption de biens et de services par les pays producteurs de pétrole — devra être étalée sur une période assez longue. La charge d'un nouvel effort dans ce domaine devra donc être supportée par les pays consommateurs de pétrole, qui n'ont guère d'autre choix que de réduire le montant total de leur facture pétrolière. Pour ce faire, point n'est besoin de recourir exclusivement à des mesures visant à diminuer la consommation énergétique globale; ce résultat peut en effet être obtenu en substituant d'autres formes d'énergie au pétrole, ou, dans certains pays, en développant la production pétrolière nationale.

Le deuxième élément dépressif important est le déséquilibre des balances de paiements au sein des pays industrialisés — plus spécialement entre les Etats-Unis, d'une part, et le Japon, l'Allemagne et la Suisse, de l'autre. Ce déséquilibre a engendré des modifications excessives des taux de change, qui ont accéléré la hausse des prix aux Etats-Unis et mis en péril les investissements et la reprise dans les pays dont les monnaies s'appréciaient. Qui plus est, l'intensité de ces variations, ainsi que le dérèglement des marchés où elles se sont produites, ont porté un nouveau coup à la confiance des chefs d'entreprise, qui avait déjà été fortement ébranlée.

La réduction de ce déséquilibre requiert des mesures d'ajustement, tant de la part des Etats-Unis que des pays excédentaires. Ce serait toutefois manquer de réalisme et faire courir des risques à l'économie mondiale que de recommander aux

Etats-Unis de soumettre leur économie à une cure générale d'austérité et, inversement, de prôner pour l'Allemagne et le Japon une relance vigoureuse dans tous les secteurs de l'activité interne. Le caractère irréaliste d'une telle proposition tient au fait qu'aucun de ces pays ne paraît disposé à subordonner ses objectifs de politique intérieure à des considérations de balance des paiements: les Etats-Unis ne freineront pas leur croissance s'ils n'y sont pas contraints pour des raisons impératives d'équilibre interne; de même l'Allemagne et le Japon ne prendront pas de mesures de relance qui, à leurs yeux, risqueraient de raviver l'inflation. Mais semblable recommandation constituerait également un risque pour l'économie mondiale. Parmi les grands pays industriels, seuls les Etats-Unis connaissent un régime satisfaisant de croissance spontanée, alors que le Japon comme l'Allemagne ont toutes les peines du monde à amorcer un mouvement de reprise autonome de la demande interne. Cette divergence est illustrée de façon saisissante par le niveau comparativement beaucoup plus élevé du déficit du secteur public en Allemagne et au Japon qu'aux Etats-Unis.

L'enseignement pratique de ce qui précède est que, bien qu'une accélération de l'expansion interne dans les pays excédentaires soit à coup sûr la bienvenue, l'incertitude subsiste néanmoins quant à l'ampleur que revêtira en fait ce mouvement. Aussi longtemps que ce doute demeurera, le reste du monde ne désirera guère voir les Etats-Unis s'efforcer de freiner la demande intérieure plus qu'il n'est vraiment nécessaire pour contenir l'évolution des prix et des salaires dans la phase actuelle d'une reprise conjoncturelle déjà bien avancée. Il importe donc d'autant plus que les Etats-Unis s'efforcent avant tout de réduire leurs importations de pétrole. Qu'un tel résultat soit à la portée de l'économie américaine est clairement démontré par la forte diminution de la consommation de pétrole par unité de produit national brut constatée dans certains autres grands pays industrialisés.

Il n'en est pas moins certain qu'un redressement durable du commerce et de la production dans le monde ne peut être réalisé que si certains autres pays reprennent progressivement le rôle de moteur de l'expansion assumé par l'économie américaine. En principe, la responsabilité d'une telle tâche semblerait devoir incomber au premier chef au Japon et à l'Allemagne, puisque ces deux pays ont obtenu des résultats remarquables dans leur lutte contre l'inflation et qu'une stimulation de leur demande interne servirait au mieux les intérêts de l'équilibre international. Dans la pratique, cependant, aucun de ces deux pays ne réussira probablement à raffermir notablement la demande mondiale sans l'appui d'un certain nombre d'autres pays. De par la structure même des appareils productifs allemand et japonais, tournés vers l'exportation, il n'est guère possible, compte tenu de la stagnation de l'activité mondiale, d'obtenir à court terme une relance satisfaisante de la demande interne par le biais des investissements; et il ne serait pas réaliste non plus d'escompter un ajustement suffisamment rapide en s'en remettant uniquement aux investissements publics et à la consommation des ménages. Par conséquent, il y a peut-être lieu de relancer l'expansion intérieure, à un rythme plus modéré toutefois, dans d'autres pays également — là où les contraintes exercées par les balances de paiements ont été atténuées et où l'inflation a nettement régressé.

Que faire pour stimuler la demande interne? Bien qu'il soit risqué de généraliser en matière de régulation de la demande, on peut néanmoins avancer deux propositions globales. La première doit être formulée en termes négatifs: la relance de l'expansion

ne devrait pas s'opérer par le biais d'un assouplissement de la politique monétaire, et cela pour plusieurs raisons. D'abord, la liquidité du secteur privé s'est améliorée dans la plupart des pays au cours des récentes années, et l'offre de ressources financières semble suffisante. Ensuite, une politique monétaire expansionniste peut n'entraîner qu'une baisse temporaire des taux d'intérêt et, de toute façon, ni les investissements ni la consommation ne paraissent réagir fortement à un recul du loyer de l'argent. Quoi qu'il en soit, le véritable risque ne réside pas dans l'inefficacité d'une politique monétaire plus libérale, mais dans l'intensification de la hausse des prix qui en résulterait. L'opinion publique en est venue à associer l'évolution escomptée des taux d'inflation à la croissance des agrégats monétaires; par conséquent, toute politique s'orientant durablement vers une expansion monétaire plus rapide serait susceptible d'intensifier les anticipations inflationnistes.

La seconde proposition générale peut s'énoncer de façon plus positive: comparées aux politiques monétaires, les mesures budgétaires de relance risqueraient moins, dans les circonstances actuelles, de susciter des réactions compensatrices sur les marchés. Ce danger serait d'autant plus réduit que les politiques budgétaires seraient axées davantage sur les allègements fiscaux que sur l'accroissement des dépenses publiques, à l'exception, peut-être, de diverses catégories de dépenses d'investissement à rendement élevé et immédiat. Trois considérations étayent ce point de vue. Tout d'abord, dans beaucoup de pays industrialisés occidentaux, le secteur public occupe désormais dans l'économie une place dont l'importance même exerce généralement un effet dissuasif sur la croissance économique; de plus, un élargissement des dépenses publiques pourrait laisser présager un nouveau tour de vis fiscal, qui ne ferait qu'envenimer la situation. Deuxièmement, seul un assouplissement des barèmes de l'impôt sur le revenu semble en mesure d'accroître le revenu disponible des ménages, de répondre aux aspirations d'amélioration du niveau de vie et de stimuler les dépenses de consommation, sans simultanément exacerber la pression à la hausse des coûts ni provoquer une nouvelle érosion des marges bénéficiaires. Or, compte tenu de la réticence affirmée des chefs d'entreprise à développer leurs investissements dans le climat d'incertitude actuel, il y a peu d'espoir de parvenir, sans une accélération des dépenses des ménages, à susciter une expansion de la demande interne. La troisième considération est que des réductions de l'impôt sur les bénéfices des entreprises contribueraient à une amélioration hautement nécessaire de la situation bénéficiaire de celles-ci et renforceraient, ce faisant, la propension à investir.

La question principale est évidemment de savoir si une telle politique est compatible avec la nécessité de réduire encore les taux d'inflation; le simple fait de la poser indique déjà les limites auxquelles sont manifestement soumises les politiques de stimulation de la demande. Comme mentionné précédemment, ces contraintes existent dans les pays où la stagnation des investissements a ralenti l'expansion des capacités productives. Elles sont encore plus accentuées dans les pays qui n'ont réussi que très récemment à freiner l'inflation et où la réapparition prématurée de goulots d'étranglement pourrait conduire rapidement à une accélération de la hausse des prix. Etant donné que la plupart des pays se trouvent dans ce dernier cas, les objectifs de croissance du monde industrialisé occidental doivent, par la force des choses, demeurer modestes.

Cependant, si l'expansion budgétaire est assurée à un rythme modéré, en tenant dûment compte de la solidité de la position extérieure et du taux d'inflation de chaque

pays, il est peu probable qu'elle déclenche une recrudescence de l'inflation par la demande, compte tenu du sous-emploi qui caractérise présentement les économies industrielles occidentales, à l'exception des Etats-Unis. Dans la mesure où la réduction des taux d'imposition parvient à accroître efficacement les dépenses de consommation et, partant, à stimuler l'activité, elle pourrait ne provoquer que passagèrement une moins-value des rentrées fiscales et un élargissement du déficit du secteur public. Et quand bien même ce serait le cas, il y a actuellement de fortes chances que, du fait de l'ampleur du revirement survenu dans tous les grands pays, sauf aux Etats-Unis, dans le rapport épargne/investissement du secteur privé, l'accroissement des besoins de financement du secteur public puisse être couvert sans qu'il y ait lieu de recourir à un important financement monétaire supplémentaire. C'est là finalement que se situe le cœur du problème, vu sous l'angle des anticipations inflationnistes et de la gestion de la demande. Il convient toutefois d'ajouter que, une fois amorcée une reprise vigoureuse des investissements dans le secteur privé, les besoins de financement des déficits du secteur public pourraient ne plus être couverts aussi largement à l'aide des excédents financiers du secteur privé. Il serait donc bon de faire en sorte que les mesures d'allégement fiscal visant à porter remède à la situation actuelle d'insuffisance de la demande puissent être rapportées dès que cette situation aura disparu.

La question de savoir comment il faut s'attaquer à la spirale des coûts et des prix reste entière. On commettrait une grave erreur en ne tenant pas compte de la vigueur fondamentale de ces pressions inflationnistes, étant donné qu'elles risqueraient, si elles persistaient, de stopper prématurément toute reprise de la croissance. Malheureusement, il n'existe pas de recette miracle dans ce domaine, et il ne fait aucun doute que c'est à chaque pays de mettre en œuvre les moyens d'action qui correspondent à sa propre situation politique, sociale et institutionnelle. L'expérience prouve qu'il en va tout spécialement ainsi des politiques de revenus dont les modalités d'application et l'efficacité ont considérablement varié d'un pays à l'autre. D'un autre côté, la réduction des barèmes de l'impôt sur le revenu devrait ouvrir la voie à une plus grande modération en matière de salaires, puisqu'elle offre une solution de rechange pratique à l'augmentation des rémunérations avant impôt. De même, la publication d'objectifs de croissance des agrégats monétaires et l'obtention de résultats satisfaisants en ce qui concerne leur réalisation créent un climat favorable à une modération des revendications salariales et des hausses de prix.

Cet ensemble de propositions de politique économique — réduction de la facture pétrolière, action de relance concertée à l'échelle internationale axée sur la diminution des taux d'imposition et poursuite de la lutte contre l'inflation — pourrait contribuer à réactiver la croissance. Il permettrait également de ramener les déséquilibres des paiements courants à un niveau supportable, ce qui signifie que, avec l'adoption de mesures appropriées concernant les mouvements de capitaux, la disponibilité de moyens de financement à court terme et l'approvisionnement en réserves internationales, les déséquilibres restants ne constitueraient plus une source importante d'agitation monétaire et n'engendreraient plus des politiques d'ajustement exerçant des effets dépressifs asymétriques. Autrement dit, les politiques de financement des balances de paiements retrouveraient leur fonction normale qui est de compléter et de faciliter l'ajustement des paiements courants plutôt que de se substituer à ce processus. L'expérience de ces dernières années montre en effet clairement que, mis à part le

transfert traditionnel de ressources réelles des pays hautement développés vers les pays en développement, la persistance d'importants déséquilibres courants aboutit en dernier ressort à une pénible confrontation avec la réalité, soit pour les pays déficitaires, soit pour les pays excédentaires, soit pour les deux à la fois.

Si l'on peut admettre que la situation des paiements courants dans le monde est en voie d'amélioration, que peut-on dire du rôle qui revient aux politiques monétaires et financières au niveau international?

Une première remarque concerne l'aide et les flux de capitaux à long terme à destination des pays en voie de développement. Comme mentionné précédemment, un déficit modéré de la balance des paiements courants de ces pays constitue l'une des caractéristiques normales de la structure internationale des échanges et des paiements. Ce qui l'est moins, c'est que les prêts bancaires à moyen terme, souvent assortis de taux d'intérêt variables, contribuent de plus en plus à financer ces déficits. Un tel financement se traduit pour les pays concernés par des charges annuelles élevées et imprévisibles au titre du service de la dette; en outre, il accroît de plus en plus la vulnérabilité des banques prêteuses elles-mêmes à l'égard des risques par pays. En règle générale, les moyens de financement devraient être constitués en majeure partie d'aide, de prêts à long terme et d'investissements directs.

Une deuxième préoccupation a trait à la position extérieure des Etats-Unis. Le déficit excessif accusé l'an passé par la balance des paiements courants a été sérieusement aggravé par les sorties de capitaux, d'où une chute accélérée du dollar et une vaste agitation monétaire, en dépit d'acquisitions considérables de dollars par les banques centrales étrangères. Certes, si des mesures correctrices appropriées sont prises maintenant, tant aux Etats-Unis que dans les autres pays, il se peut que la contraction du déficit des paiements courants fasse à elle seule refluer les capitaux privés vers les Etats-Unis. Il est possible par ailleurs que les capitaux privés retournent vers les Etats-Unis si des perspectives optimistes se font jour sur l'adoption de telles mesures; à en juger par le redressement du dollar en avril et en mai de cette année, on peut même penser qu'un revirement de cette nature s'est déjà produit. A l'effet cependant de conserver la maîtrise des flux de capitaux et pour renforcer la crédibilité de ces mesures d'ajustement fondamentales, les autorités devront maintenir les écarts de taux d'intérêt et les taux de croissance des agrégats monétaires à des niveaux appropriés et se tenir prêtes à intervenir activement sur les marchés des changes au cas où le besoin s'en ferait à nouveau sentir.

Un troisième et important aspect de la politique économique concerne l'adéquation du volume et de la composition de la liquidité internationale. Le fait que tant de pays aient entrepris délibérément de renforcer leurs réserves en recourant à l'emprunt pourrait donner à penser qu'on se trouve en présence d'une demande authentique de réserves additionnelles. Il faut toutefois noter que cette demande a en partie porté sur des actifs de réserve libellés en devises autres que le dollar. Laisser subsister un déficit élevé de la balance des paiements courants des Etats-Unis constituerait à coup sûr une réponse erronée à cette demande à double dimension, car on ne peut créer de cette façon d'importantes quantités de réserves sans mettre le dollar lui-même en péril et, partant, sans renforcer le désir de diversification. Ainsi, cinq années après l'effondrement du système de Bretton Woods, il semble que nous nous retrouvions

au même point qu'à l'époque des parités fixes: nous nous apercevons que l'approvisionnement en réserves par l'intermédiaire d'un déficit élevé de la balance des paiements courants des Etats-Unis est de nature à exercer de dangereux effets déstabilisateurs sur la croissance de l'activité mondiale.

RENÉ LARRE
Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1978

ACTIF

BILAN AU

(Avant et après répartition)

	Francs or
Or	5.069.414.415
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	328.595.064
Bons du Trésor	287.962.424
Dépôts à terme et avances	
A 3 mois au maximum	31.592.963.506
A plus de 3 mois	<u>18.659.959.412</u>
	50.252.922.918
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	2.070.382.507
A plus de 3 mois	<u>386.157.853</u>
	2.456.540.360
Divers	938.831.360
Terrain, immeubles et installations	t
	<u>59.334.066.542</u>

Note 1: Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin — Article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif exprimés en dollars EU sont convertis sur la base de 1 franc or = \$ EU 0,394 1... ; tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis au cours central ou au cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2: Au 31 mars 1978, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 449.645.239 francs or.

Note 3: Au 31 mars 1978, un montant d'or équivalant à 128.602.926 francs or était nanti en liaison avec des dépôts reçus.

31 MARS 1978

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

	<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
	<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
Capital		
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune ...	<u>1.500.000.000</u>	
Emis: 481.125 actions	<u>1.202.812.500</u>	
libérées de 25%	300.703.125	300.703.125
Réserves		
Fonds de réserve légale	30.070.313	30.070.313
Fonds de réserve générale	471.847.193	519.847.193
Fonds spécial de réserve de dividendes	75.175.781	75.175.781
Fonds de réserve libre	<u>495.118.200</u>	<u>567.118.200</u>
	1.072.211.487	1.192.211.487
Dépôts (or)		
Banques centrales		
A vue	3.674.919.870	
A 3 mois au maximum	158.694.584	
A plus de 3 mois	91.064.122	
Autres déposants		
A vue	<u>33.082.685</u>	
	3.957.761,261	3.957.761.261
Dépôts (monnaies)		
Banques centrales		
A vue	1.172.468.412	
A 3 mois au maximum	37.334.072.988	
A plus de 3 mois	13.928.683.550	
Autres déposants		
A vue	62.920.651	
A 3 mois au maximum	583.558.534	
A plus de 3 mois	<u>110.261.035</u>	
	53.191.965.170	53.191.965.170
Divers	595.442.887	595.442.887
Provision pour immeubles	24.932.478	24.932.478
Compte de profits et pertes	191.050.134	-
Dividende payable le 1er juillet 1978	-	71.050.134
	<u>59.334.066.542</u>	<u>59.334.066.542</u>

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

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1978 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.

Zürich, le 24 avril 1978

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES pour l'exercice social clos le 31 mars 1978

	Francs or
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	256.441.348
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	546.679
Direction et personnel	38.723.852
Frais de bureau et divers	12.693.311
	51.963.842
Excédent net d'exploitation	204.477.506
Moins: Montants transférés:	
à la Provision pour frais d'administration exceptionnels	427.372
à la Provision pour immeubles	13.000.000
	13.427.372
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1978	191.050.134
Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée Générale ordinaire de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:	
Dividende: 110 francs suisses par action sur 481.125 actions	71.050.134
	120.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale	48.000.000
	72.000.000
Transfert au Fonds de réserve libre	72.000.000
	—

Évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1978

	Francs or
Solde au 1er avril 1977	34.450.867
Plus: Différence de change	6.119.450
Transfert du compte de profits et pertes	13.000.000
	53.570.317
Moins: Amortissement des dépenses encourues	28.637.839
Solde au 31 mars 1978, selon bilan...	24.932.478

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Henri Deroy, Paris	Vice-Président
Baron Ansiaux, Bruxelles	
Prof. Paolo Baffi, Rome	
Bernard Clappier, Paris	
Dr Otmar Emminger, 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 Mario Ercolani, Rome, ou
Dr Giovanni Magnifico, Rome
Georges Janson, Bruxelles
Christopher W. McMahon, Londres, ou
M. J. Balfour, Londres
Karl Otto Pöhl, Francfort-sur-le-Main, ou
Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
Marcel Théron, Paris, ou
Gabriel Lefort, Paris

DIRECTION

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