

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

QUARANTE-NEUVIÈME RAPPORT ANNUEL

1ER AVRIL 1978 – 31 MARS 1979

BÂLE

11 juin 1979

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
 I. Perturbations monétaires et inflation dans les pays industrialisés du monde occidental.	3
La crise du dollar de 1978 (p. 3); la recrudescence de l'inflation (p. 6); structure du Rapport (p. 8).	
 II. Production et demande dans les pays industrialisés du monde occidental.	11
Evolution de la demande globale (p. 12); dépenses de consommation (p. 13), investissement du secteur privé (p. 17); politique budgétaire (p. 18); pressions relatives de la demande interne et ajustement extérieur (p. 20); le dilemme de la gestion de la demande (p. 26); la baisse des gains de productivité (p. 29); évolution de la situation au début de 1979 (p. 33); conclusion (p. 35).	
 III. Inflation et chômage	37
Diversité d'évolution de la hausse des prix à la consommation (p. 37); les indicateurs sensibles des prix à l'échelon national et international (p. 40); la recrudescence de l'inflation aux Etats-Unis (p. 44); interaction entre taux de change et prix internes (p. 47); salaires, prix, productivité et chômage (p. 51); quelques implications de l'évolution récente (p. 57).	
 IV. Évolution de la situation monétaire et du crédit et politiques suivies dans les divers pays	60
Evolution des agrégats et problèmes de politique monétaire (p. 60); les agrégats monétaires (p. 60), évolution des taux d'intérêt (p. 62); Etats-Unis: objectifs prioritaires de la politique économique et contrôle monétaire (p. 64); problèmes des marchés de change et politiques monétaires (p. 67); les nouveaux conflits en matière de politique monétaire: expansion monétaire, taux d'intérêt et taux de change (p. 69); financement du secteur public et du secteur privé (p. 73); situation financière du secteur privé (p. 78); objectifs monétaires et évolution des agrégats monétaires (p. 80).	
 V. Échanges et paiements internationaux.	86
Commerce mondial (p. 86); balances des paiements (p. 91); pays développés (p. 94), pays exportateurs de pétrole (p. 112), pays en voie de développement non producteurs de pétrole (p. 113), économies à planification centralisée (p. 114).	

VI. Marchés internationaux du crédit et des capitaux 115

Eléments marquants (p. 115); le secteur bancaire international (p. 118): *principaux facteurs d'influence* (p. 118), *l'incidence des perturbations des marchés des changes* (p. 121); ensemble des flux bancaires internationaux: *origines et emplois* (p. 123); évolution des marchés européens (p. 129): *répartition par monnaie* (p. 129), *diverses catégories d'avoirs et d'engagements* (p. 132), *rôle des différentes places financières* (p. 133), *dimension nette du marché des euro-monnaies* (p. 136); banques des Etats-Unis et leurs succursales dans les centres offshore (p. 139); banques sises au Japon (p. 140); évolution des taux d'intérêt (p. 141); les marchés des obligations internationales en 1978 (p. 143).

VII. La scène monétaire internationale 149

Evolution des taux de change (p. 149); le Système monétaire européen (p. 159): *principales caractéristiques du système pendant la période transitoire* (p. 160), *les premiers mois de fonctionnement du système* (p. 163); engagement accru des principaux pays à l'égard de la stabilité des taux de change (p. 164); production d'or et marché de l'or (p. 165); réserves et liquidité internationale (p. 169); situation actuelle sur le plan de la liquidité internationale (p. 174).

VIII. Activités de la Banque 178

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 178); opérations du Département bancaire (p. 179): *passif (composition des ressources)* (p. 181), *actif (utilisation des ressources)* (p. 184); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 186); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier (p. 188); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (p. 189); abrogation de l'Accord de garantie de change de l'OCDE (p. 191); bénéfice net et répartition (p. 192); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 193).

Conclusion 195

* * *

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1979.

LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
Production et demande dans les pays industrialisés du monde occidental	
Pays de l'OCDE: croissance, inflation, chômage et déséquilibre extérieur*	11
Grands pays industriels: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	13
Autres pays industriels: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	14
Rémunérations et prix	15
Revenu disponible et dépenses de consommation	16
Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible	17
Soldes des créances et dettes des administrations publiques et chômage	19
Pressions relatives de la demande et soldes extérieurs réels *	22-23
Soldes des créances et dettes des administrations publiques, 1966-78	27
Soldes des créances et dettes des divers secteurs	28
Croissance de la productivité de la main-d'œuvre et du produit national brut: écarts par rapport à la tendance 1960-73 *	30
Croissance réelle de l'investissement productif *	31
Volume des ventes au détail	33
Production industrielle *	34
 Inflation et chômage	
Hausse des prix à la consommation *	38
Evolution des prix à la consommation	39
Prix et salaires *	41
Cours mondiaux des matières premières: indice de l'«Economist» *	43
Écarts de taux d'inflation et évolution des taux de change: comparaisons par rapport aux Etats-Unis *	48
Rémunérations nominales et réelles dans l'industrie	51
Taux de chômage	52
Chômage et prix à la consommation, 1960-78 *	54
Emploi et productivité de la main-d'œuvre	56
 Évolution de la situation monétaire et du crédit et politiques suivies dans les divers pays	
Taux de croissance de la masse monétaire	61
Taux de base, rendements des obligations et évolution des prix à la consommation *	63
Taux d'intérêt à court terme, taux de change effectifs et taux de croissance monétaire *	70
Variations de la masse monétaire au sens large et contributions de ses contreparties «concours à l'économie» et «extérieur»	73
Financement des administrations publiques	77
Fonds collectés sur les marchés du crédit par les emprunteurs nationaux non financiers	79
Agrégats monétaires: objectifs et taux d'expansion	80
Objectifs monétaires et taux d'expansion monétaire *	81

Échanges et paiements internationaux

Commerce mondial	87
Incidence des variations de volume et de prix sur les balances commerciales en 1977 et 1978 (estimations).	90
Transactions courantes dans le monde	92
Etats-Unis: balance des paiements, 1976-78	95
Etats-Unis: balance des biens et services, 1977-78	97
Etats-Unis: incidence des dépréciations du dollar	98
Pays développés: balances des paiements	100
Pays développés: positions monétaires extérieures	110
Transactions courantes des pays développés extérieurs au Groupe des Dix et de la Suisse	111

Marchés internationaux du crédit et des capitaux

Prêts sur les marchés internationaux (estimations), variations des créances des banques sur l'étranger en monnaie nationale et en monnaies étrangères et des émissions d'obligations internationales	116
Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore de banques américaines (par zone)	125
Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore de banques américaines (ventilation par pays)	126-127
Structure par monnaie de l'euro-marché: avoirs extérieurs en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes *.	130
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes déclarantes	131
Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants et de certaines succursales offshore des banques américaines	134/136
Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants et de certaines succursales offshore des banques américaines	135/137
Origines et emplois des fonds en euro-monnaies (estimations)	138
Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux *.	141
Taux des dépôts en euro-dollars et rendements des obligations libellées en euro-dollars *.	142
Emissions d'obligations internationales	145
Rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux et intérieurs *.	146

La scène monétaire internationale

Taux de change nominaux: Indice des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU *.	150
---	-----

	Page
Variations des taux de change effectifs enregistrées depuis les Accords de Washington de décembre 1971 *	153
Variations des taux de change au comptant à l'intérieur du bloc de flottement concerté des monnaies européennes *	159
Composition du panier de monnaies Ecu	161
Taux de change au comptant dans le SME *	164
Production d'or dans le monde	166
Origine et utilisation de l'or (estimations)	167
Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1977-79 *	168
Variations des réserves globales de 1976 à 1978	171

Activités de la Banque

Évolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices	180
Évolution de la composition des ressources au cours des dix derniers exercices	181
Fonds empruntés d'après leur origine	182
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	183
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements	184
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir	185
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	187
Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche	188
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier	189

QUARANTE-NEUVIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE
de la
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX
tenue à
Bâle, le 11 juin 1979

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante-neuvième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1978 et clos le 31 mars 1979.

Après transfert de 1.716.058 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels», le bénéfice net de l'exercice s'élève à 220.576.151 francs or, contre 191.050.134 francs or au titre du précédent exercice et 167.920.050 francs or pour l'exercice 1976-77.

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 79.576.151 francs or au paiement d'un dividende de 110 francs suisses par action.

Le Conseil recommande en outre de transférer 56.400.000 francs or au «Fonds de réserve générale», 8.000.000 de francs or au «Fonds spécial de réserve de dividendes» et le reliquat du bénéfice net, soit 76.600.000 francs or, au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1978-79 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1979.

Le Chapitre VIII du Rapport présente de manière détaillée les activités de la Banque durant l'exercice, ainsi que le bilan et les résultats financiers.

I. PERTURBATIONS MONÉTAIRES ET INFLATION DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS DU MONDE OCCIDENTAL

Deux séries d'événements ont préoccupé les banques centrales des pays industrialisés au cours de l'année dernière: l'agitation monétaire, maîtrisée vers la fin de 1978 et suivie d'une stabilisation durant les premiers mois de 1979 et, plus récemment, l'apparition de signes d'une recrudescence généralisée de l'inflation. Ces deux phénomènes ont révélé l'existence de problèmes profondément ancrés. Les désordres monétaires sont le reflet des déséquilibres de grande envergure enregistrés précédemment et, en particulier, du déficit très élevé des paiements des Etats-Unis. L'accélération de la hausse des prix, pour sa part, jette un doute sur l'aptitude de l'économie mondiale à se développer à un rythme relativement rapide sans raviver l'inflation. Les réactions des autorités aux secousses monétaires se sont avérées jusqu'à présent efficaces mais, sur le plan de la lutte contre l'inflation, le moins qu'on puisse dire est que les résultats ne sont pas probants. Les préoccupations suscitées par les mouvements des taux de change et des prix continueront d'imprimer aux politiques monétaires nationales et internationales des orientations qui risquent d'avoir des conséquences importantes non seulement pour les pays directement concernés, mais pour l'ensemble de l'économie mondiale. C'est pour ces raisons que l'accent a été mis principalement, dans le présent Rapport, sur l'analyse de l'agitation monétaire et de l'inflation. L'objet de ce chapitre d'introduction est d'expliquer en détail ces raisons.

La crise du dollar de 1978

Au premier trimestre de 1978 et durant les mois de septembre et d'octobre, les marchés des changes ont connu des perturbations qui ne sont comparables, en ampleur, qu'à celles qui ont conduit à l'effondrement, au début de 1973, du système des taux de change fixes instauré à Bretton Woods. Ces désordres ont été essentiellement caractérisés par un fléchissement prononcé du taux de change du dollar EU par rapport à l'ensemble des autres grandes monnaies, qu'il s'agisse des monnaies traditionnellement fortes ou des autres, à l'exception seulement du dollar canadien. Ces monnaies ne se sont pas toutes appréciées au même rythme ni dans les mêmes proportions (la dernière série d'appréciations a commencé avec le yen et s'est poursuivie avec le franc suisse pour s'achever avec le deutsche mark, dont la progression a amplifié les tensions préexistantes au sein du «serpent»); le mouvement de hausse a toutefois été suffisamment général pour qu'on puisse qualifier de véritable crise du dollar cette période de troubles monétaires.

Deux faits méritent d'être examinés avec attention en analysant cette crise. Le premier est qu'elle est survenue alors que les principales monnaies flottaient toutes, pas librement certes, mais flottaient quand même. Elle se différencie donc très nettement des crises de 1971 et du début de 1973, qui se sont produites l'une et l'autre sous un régime de parités fixes. A cette époque, nombre d'économistes – et même quelques dirigeants de banques centrales – en étaient venus à penser que les taux flottants

offraient au moins le mérite, malgré leurs imperfections, d'empêcher l'apparition de crises de change. L'expérience acquise avec les taux flottants depuis 1973 a conduit à une révision progressive de ce point de vue, qui a abouti en fin de compte à la réaction des autorités américaines aux événements de l'année dernière, caractérisés non seulement par un recul prononcé du dollar, mais également par des fluctuations erratiques sur les marchés des changes et par des situations où les opérateurs du marché n'ont tout simplement pas trouvé de contrepartie.

La conclusion évidente qui se dégage d'emblée de cette analyse de l'évolution des taux de change en 1978 est que ni le régime des parités fixes, ni le système des taux de change flottants ne peuvent fonctionner correctement lorsque la confiance dans la valeur interne et externe de la principale monnaie internationale de réserve et d'échange vient à s'effriter. La thèse soutenue dans le présent Rapport – et qu'annonçait déjà l'avertissement donné il y a deux ans au sujet des dangers inhérents à l'important déséquilibre extérieur que les Etats-Unis commençaient alors à enregistrer – est que, quel que soit le système de change en vigueur, ni les Etats-Unis, ni l'économie mondiale ne peuvent s'accommoder d'un déficit élevé et durable de la balance américaine des paiements courants. Le cas des Etats-Unis diffère, en effet, sensiblement de celui des autres pays, et ce à plusieurs égards: en premier lieu, le dollar joue un rôle de monnaie de réserve et d'échange, ce qui signifie qu'un montant substantiel d'actifs financiers libellés en dollars est détenu en dehors des Etats-Unis; en second lieu, les Américains bénéficient depuis janvier 1974 d'une entière liberté en ce qui concerne les mouvements de capitaux avec l'étranger; enfin, le montant total des avoirs en dollars détenus par les résidents et les non-résidents représente une partie importante de la masse monétaire mondiale. En conséquence, le cours du dollar est devenu particulièrement sensible aux décisions prises par les détenteurs de portefeuilles d'actifs liquides de procéder à des diversifications en faveur ou au détriment d'avoirs libellés en d'autres monnaies. Une perte de confiance dans le dollar, engendrée par un déficit élevé des paiements courants, est donc susceptible d'entraîner une dépréciation désordonnée et excessive, de nature à alimenter l'inflation aux Etats-Unis et à provoquer des revalorisations exagérées dans d'autres pays, sans parler des répercussions exercées sur les prix du pétrole et des autres matières premières.

Cette thèse comporte cependant un corollaire: le monde doit également éviter que les pays de l'OPEP ou certaines nations industrialisées n'accumulent des excédents de paiements courants élevés et persistants. Qui d'autre que les Etats-Unis, en effet, prendra à sa charge, en contrepartie, la part des déficits qui dépasse les déficits «normaux» – c'est-à-dire supportables – des pays en voie de développement non producteurs de pétrole?

Le second fait qu'il faut garder présent à l'esprit en tirant les enseignements de la crise du dollar est que l'agitation monétaire a atteint son paroxysme au moment même où des signes évidents – et non simplement des prévisions – laissaient entrevoir que l'économie mondiale s'acheminait vers une structure des paiements courants plus équilibrée que jamais depuis la crise pétrolière de 1973-74. L'excédent de l'OPEP se réduisait au point de devenir supportable; plusieurs pays, précédemment déficitaires, enregistraient des surplus; le déficit de la balance des paiements courants aux Etats-Unis était en voie de résorption progressive. Enfin, même la balance courante «réelle» du

Japon s'orientait vers l'équilibre, le retard pris à cet égard par la balance «monétaire» s'expliquant par l'amélioration prononcée, mais probablement temporaire, des termes de l'échange. Le fait que les marchés n'ont pas su déceler ces progrès avant la fin de l'année dernière ne peut être mis simplement sur le compte d'un défaut d'information ou d'un manque de discernement. N'importe qui pouvait disposer de ces renseignements, et les marchés ne sont pas myopes à ce point. On manquait en revanche de preuves convaincantes attestant que les autorités américaines se préoccupaient réellement de la valeur interne et externe du dollar. Ces preuves furent fournies par les mesures annoncées le 1er novembre, qui traduisaient un durcissement délibéré de la politique monétaire devant les contraintes externes, ainsi qu'un engagement formel d'intervenir sur les marchés des changes. Au terme d'une période expérimentale de quelques mois, les marchés sont parvenus à la conclusion que les autorités américaines, conjointement avec celles des autres pays concernés, étaient résolues à garder la situation bien en main. D'où le revirement d'opinion du marché et le retournement spectaculaire des flux de capitaux spéculatifs au cours des premiers mois de 1979.

Le Rapport se félicite qu'il soit unanimement reconnu que, pour éviter des crises de change et spécialement une crise du dollar, il faut à la fois que les comptes extérieurs présentent une structure satisfaisante et que les autorités prennent des engagements crédibles à l'égard de la stabilité des taux de change; en d'autres termes, il faut qu'il y ait une situation fondamentalement saine et une volonté résolue d'intervenir sur les marchés des changes. Ces *deux* éléments sont indispensables et aucun ne suffit à lui seul. Après avoir été mis à l'épreuve, l'engagement d'intervenir est maintenant une réalité. Il manque encore la confirmation que les paiements courants continueront d'évoluer dans la bonne direction. Les développements tout récents conduisent malheureusement à tempérer l'optimisme que la situation de 1978 pouvait justifier. Le relèvement des prix pétroliers renforcera certainement l'excédent de l'OPEP, ce qui pose de nouveau la question, fort délicate, de savoir qui devra supporter les déficits correspondants. A cette difficulté s'ajoute la recrudescence de l'inflation qui pourrait engendrer, au niveau de la politique économique, des réactions susceptibles de freiner, voire d'inverser, le processus d'ajustement des comptes extérieurs. L'examen de cette question est abordé plus loin ainsi que dans la Conclusion.

L'engagement pris par les autorités américaines d'intervenir massivement comporte également des implications pour l'évolution à plus long terme du système monétaire international. L'une des composantes de la nouvelle politique des Etats-Unis a été l'acquisition de réserves de change non seulement par des opérations de swaps avec des banques centrales, mais également par le recours à l'emprunt auprès du FMI et, à moyen terme, sur les marchés internes allemand et suisse. Un pas modeste et officiel a ainsi été fait dans la voie de la création d'un système à plusieurs monnaies de réserve; cette orientation pourrait s'exprimer de façon plus explicite encore si les Etats-Unis décidaient d'acquérir des réserves de change par le biais d'interventions sur le marché.

Une autre conséquence, moins directe, de la crise du dollar a été l'instauration du Système monétaire européen. On peut évidemment faire valoir que, pour des pays étroitement interdépendants sur le plan des échanges commerciaux, l'idée de créer une zone de stabilité relative en matière de changes est tout à fait naturelle. Mais il y a également tout lieu de croire que la crise du dollar a joué un rôle déterminant à cet

égard, en montrant combien une telle tentative était souhaitable dans un monde déstabilisé. Au stade actuel, le SME ne représente encore rien d'autre qu'un ensemble de règles, clairement définies et fort détaillées, relatives aux interventions sur les marchés des changes et qu'une espérance, plus ou moins largement partagée, de voir les ajustements des taux-pivots non seulement s'effectuer de façon ordonnée et au moment opportun, mais aussi devenir en fait de moins en moins nécessaires, grâce à la convergence des politiques mises en œuvre et des résultats obtenus. Mais même sous cette forme modeste il peut aider à rétablir le calme sur les marchés des changes intra-européens si les pays membres sont disposés à accepter les règles du jeu. A plus longue échéance toutefois, le SME pourrait devenir plus qu'une simple zone de stabilité relative: il pourrait s'ériger en partenaire des Etats-Unis en contribuant à élaborer une politique commune d'interventions en dollars, favorisant ainsi l'avènement d'une plus grande stabilité des changes à travers le monde.

La recrudescence de l'inflation

Si le changement d'attitude des pouvoirs publics à l'égard de la stabilisation des taux de change et la détente qui en est résultée sur les marchés des changes au cours des premiers mois de 1979 paraissent justifier une confiance prudente, la détérioration observée plus récemment au niveau des prix n'incite guère à l'optimisme.

L'inflation s'est de nouveau accélérée dans la plupart des pays industriels. Aux Etats-Unis, ce mouvement se poursuit depuis plus de deux ans, alors que la hausse des prix à la consommation s'est ravivée plus récemment au Royaume-Uni, en Italie, en Allemagne et en Suisse; dans ces pays comme dans beaucoup d'autres, les prix de gros se sont nettement tendus. Enfin et surtout, on note une augmentation sensible des cours de nombreux produits de base, notamment des matières premières industrielles et du pétrole. Cette évolution est préoccupante à plusieurs titres.

En premier lieu, elle s'est souvent produite dans des pays présentant, selon les critères d'évaluation traditionnels, un faible coefficient d'utilisation des capacités productives et un taux de chômage élevé. La seule exception d'importance à cette règle générale est constituée par les Etats-Unis où, depuis un certain temps, des signes d'une demande excédentaire de biens, de services et même de main-d'œuvre apparaissent clairement. Faut-il en conclure que les moyens classiques d'évaluation des capacités excédentaires et du chômage ne sont plus fiables? Ou bien, devant la persistance des anticipations inflationnistes, devrait-on toujours en appeler à la distinction, quelque peu discréditée il est vrai, mais si séduisante, entre inflation par la demande et inflation par les coûts? Le même dilemme se pose pour les matières premières, dont les cours ont enregistré de fortes hausses sur les marchés mondiaux, même lorsque les capacités de production — sauf dans le cas du pétrole — semblaient loin d'être complètement utilisées.

Second fait inquiétant: certaines hausses, des plus inattendues et des plus brutales, des prix à la consommation ou des prix de gros ont eu lieu dans les pays qui, précédemment, avaient le mieux réussi à maîtriser l'inflation. C'est particulièrement vrai pour l'Allemagne et la Suisse et, dans une moindre mesure, pour le Japon, où la décélération de l'inflation — assez spectaculaire au demeurant — était plus récente. Etant

donné que le retour en force de l'inflation dans ces pays a coïncidé avec le fléchissement du taux de change effectif de leur monnaie, on est naturellement amené à se demander si leurs succès antérieurs n'étaient pas en partie imputables à l'appréciation de leur monnaie plutôt qu'à une véritable résorption de l'inflation d'origine interne. Sinon, comment les récentes montées des prix à l'importation auraient-elles pu se transmettre avec une telle rapidité et une telle intensité aux prix intérieurs? A moins que ces augmentations ne confirment simplement la vieille hypothèse selon laquelle les prix sont rigides à la baisse mais élastiques à la hausse — illustrant ainsi l'«effet de cliquet» des fluctuations de taux de change?

Enfin, la constatation la plus troublante est la généralisation de cette recrudescence de l'inflation. Le fait que la hausse des prix se soit intensifiée sous une forme ou sous une autre dans presque tous les pays donne à penser que les causes sont, en général, également les mêmes et tend simultanément à jeter un doute sur les tentatives, par trop commodes, d'explications de circonstance. Peut-on trouver une origine commune dans l'accélération de la croissance de la masse monétaire? Faut-il incriminer l'expansion beaucoup trop rapide des liquidités internationales? Ou bien doit-on, plus modestement, en imputer la responsabilité au brusque renversement des termes de l'échange des pays industrialisés, qui a mis fin au bonheur illusoire que connaissaient certains d'entre eux depuis deux ans?

Le présent Rapport s'efforce d'apporter des éléments de réponse, que l'on espère toutefois plausibles, à certaines de ces questions. Les autorités ont déjà fait connaître indirectement leurs positions, en envisageant d'adopter ou en adoptant effectivement des politiques anti-inflationnistes. Sur le plan international, les principaux sujets de préoccupation sont l'incidence inflationniste, effective ou potentielle, exercée par l'accroissement très rapide des réserves de change au cours des toutes dernières années et, parallèlement, le développement tout aussi rapide de l'activité des prêts bancaires internationaux. Devrait-on s'orienter vers une modération de l'expansion des prêts bancaires internationaux en général, et de leur composante euro-monnaies en particulier?

Les autorités nationales se préoccupent depuis beaucoup plus longtemps du problème de l'inflation dans leur pays, et elles ont été amenées à adopter une série de mesures dans ce domaine. Depuis l'automne dernier, la politique monétaire aux Etats-Unis a pris une tournure plus restrictive devant l'aggravation de la hausse des prix internes. Deux des pays dégageant traditionnellement d'importants excédents — l'Allemagne et le Japon — ont relevé leur taux d'escompte et ne sont apparemment que trop heureux de voir que le renversement des mouvements de capitaux, intervenu dans les tout premiers mois de 1979, les a déchargés de la lourde tâche d'éponger les liquidités excédentaires créées, l'an dernier, par leurs interventions de soutien en faveur du dollar. D'autres pays ne semblent pas encore avoir actionné énergiquement les freins, qu'ils n'avaient d'ailleurs jamais complètement desserrés. Nombre d'entre eux s'en tiennent à leurs objectifs monétaires, qui exercent sans aucun doute un effet restrictif, au même titre que les politiques des revenus et des salaires que divers pays continuent d'appliquer, directement ou indirectement.

Est-il besoin de souligner que l'inflation est néfaste à toute économie considérée isolément? Elle engendre en effet des injustices dans la répartition des revenus et crée un climat d'incertitude qui compromet le choix de décisions rationnelles dans le

domaine des investissements destinés à favoriser la croissance réelle. Aussi les mesures anti-inflationnistes sont-elles particulièrement bienvenues. Il conviendrait toutefois de les coordonner à l'échelon international pour éviter la résurgence de déséquilibres de paiements et une répétition des crises monétaires. L'un des principaux thèmes qui forment la trame du présent Rapport – et qui sont plus amplement développés dans la Conclusion – est que les récents relèvements des prix du pétrole et la flambée des cours des matières premières industrielles, ajoutés au retour en force de l'inflation dans divers pays, laissent présager de nouveaux dangers. Ces facteurs risquent de donner naissance à une série de développements et de conduire à des politiques conjoncturelles qui, tout en n'atténuant pas d'emblée l'inflation *mondiale*, pourraient saper le fonctionnement du processus d'ajustement des paiements courants amorcé il y a un an et provoquer, ce faisant, un nouvel accès d'agitation monétaire *et* une grave récession. C'est ce qui pourrait bien arriver si les mesures restrictives étaient prises essentiellement dans les pays à monnaie forte, au comportement traditionnellement prudent, plutôt qu'aux Etats-Unis.

Structure du Rapport

Le Chapitre II retrace l'évolution récente de la production dans les principaux pays industrialisés, en analysant le comportement des composantes de la demande globale. Trois observations de caractère général y sont formulées. Premièrement, si aucune preuve convaincante ne semble justifier un pessimisme généralisé à l'égard de l'efficacité de la politique de régulation de la demande, les divergences de conception du rôle de la gestion de la demande dans un monde dominé par l'inflation sont principalement à l'origine des déséquilibres de paiements entre les pays industriels – et ont donc probablement contribué à l'agitation monétaire. En second lieu, et plus récemment, la régulation de la demande a eu dans l'ensemble une action positive sur le fonctionnement du processus d'ajustement des balances de paiements, tant dans les pays déficitaires que dans les économies excédentaires. Enfin, la recrudescence de l'inflation et la médiocrité des gains de productivité dans de nombreux pays limitent les possibilités de relancer la demande.

Le Chapitre III attire d'abord l'attention sur les modifications profondes qui ont affecté, ces deux dernières années, les rythmes d'inflation. Il examine ensuite certaines raisons qui pourraient expliquer le retour en force de l'inflation aux Etats-Unis et son corollaire, la chute du dollar. Puis il passe en revue les éléments des cercles « vicieux » et « vertueux » du couple taux de change/inflation qui ont accentué, l'an dernier, les perturbations sur les marchés des changes et amplifié les écarts d'inflation. Les aménagements apportés depuis la fin de 1978 aux politiques économiques ont enrayé, et dans une certaine mesure inversé, le cours de ces mouvements. Mais une des principales conclusions de cet examen est que, dans un monde évoluant sous un régime de taux de change flottants, et fortement interdépendant, l'économie américaine ne semble plus pouvoir s'écarter sensiblement des orientations suivies dans le reste du monde en matière de production réelle et de prix. De surcroît, étant donné la sensibilité des prix et des salaires aux impulsions de la demande et des coûts, les pays industriels devront peut-être se résigner à adopter des politiques de croissance prudentes. Il s'ensuit également que les autorités vont devoir redoubler

d'efforts pour lutter contre le chômage — qui demeure préoccupant dans de nombreux pays — en adoptant des mesures structurelles visant à améliorer les qualifications, à accroître la mobilité de la main-d'œuvre et à encourager l'investissement et la productivité.

La situation sur les marchés monétaires et du crédit (Chapitre IV) reflète les profondes divergences qui sont apparues d'un pays à l'autre dans les politiques économiques appliquées et dans les résultats obtenus. Elle s'est toutefois fortement ressentie également des vicissitudes du dollar et, plus récemment, de la détérioration générale des perspectives en matière d'inflation. Le chapitre explique pour quelles raisons, malgré l'utilisation d'objectifs monétaires, la politique monétaire des Etats-Unis et le volume global du crédit ont permis une croissance rapide de la demande interne nominale, accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt légèrement supérieure à celle de l'inflation. D'autres pays, notamment l'Allemagne, la Suisse et le Japon, ont obtenu de meilleurs résultats dans leurs efforts visant à stabiliser puis à réduire progressivement leur taux d'expansion monétaire. Par suite cependant de la baisse du dollar, qu'ont accentuée d'importantes modifications dans la composition des portefeuilles de monnaies détenues à l'échelle internationale, la politique monétaire de ces pays s'est trouvée de plus en plus en conflit avec leur désir de limiter les fluctuations excessives des taux de change et de maintenir l'élan de la reprise. Les autorités monétaires ont ainsi été amenées à axer davantage leur politique sur la stabilité du cours de change. Elles se sont vues contraintes, en outre, d'imprimer une orientation légèrement plus restrictive à cette politique, aux Etats-Unis d'abord, puis, par suite du raffermissement du dollar et de la recrudescence de l'inflation, également en Allemagne, au Japon et en Suisse. La plupart des autres pays industriels ont maintenu leur politique monétaire sur une voie assez prudente, qui leur paraissait toujours compatible dans l'ensemble avec les considérations à la fois d'ordre interne et externe.

Le Chapitre V, qui décrit l'évolution des balances de paiements, s'articule autour de deux thèmes principaux. Le premier concerne la réduction, en 1978, de l'excédent des paiements courants des pays exportateurs de pétrole qui a engendré, l'an passé, une structure mondiale des balances de paiements guère différente de celle qui prévalait avant les relèvements du prix du pétrole en 1973. Le second est l'existence de déséquilibres de paiements considérables pour l'année 1978 dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse ainsi que le passage progressif, dans le courant de l'année et durant la première partie de 1979, à une position plus équilibrée au sein de ce groupe, notamment au Japon et aux Etats-Unis; cette amélioration a cependant été masquée pendant un certain temps par les effets des variations des taux de change sur les termes de l'échange. Plus récemment, un autre élément perturbateur s'est manifesté, à la suite des nouvelles augmentations des prix du pétrole et des cours d'autres matières premières. Ces majorations vont encore renforcer l'excédent des pays exportateurs de pétrole et risquent de rendre plus difficile la poursuite des efforts entrepris pour obtenir un meilleur équilibre entre les principaux pays industriels.

Le Chapitre VI retrace l'évolution des marchés financiers internationaux, caractérisée l'an passé, dans le domaine du crédit bancaire, à la fois par une croissance très rapide et par une très grande aisance des conditions du marché. Il tente d'analyser les forces qui sont à l'origine de cette situation, comme la modification de la structure des

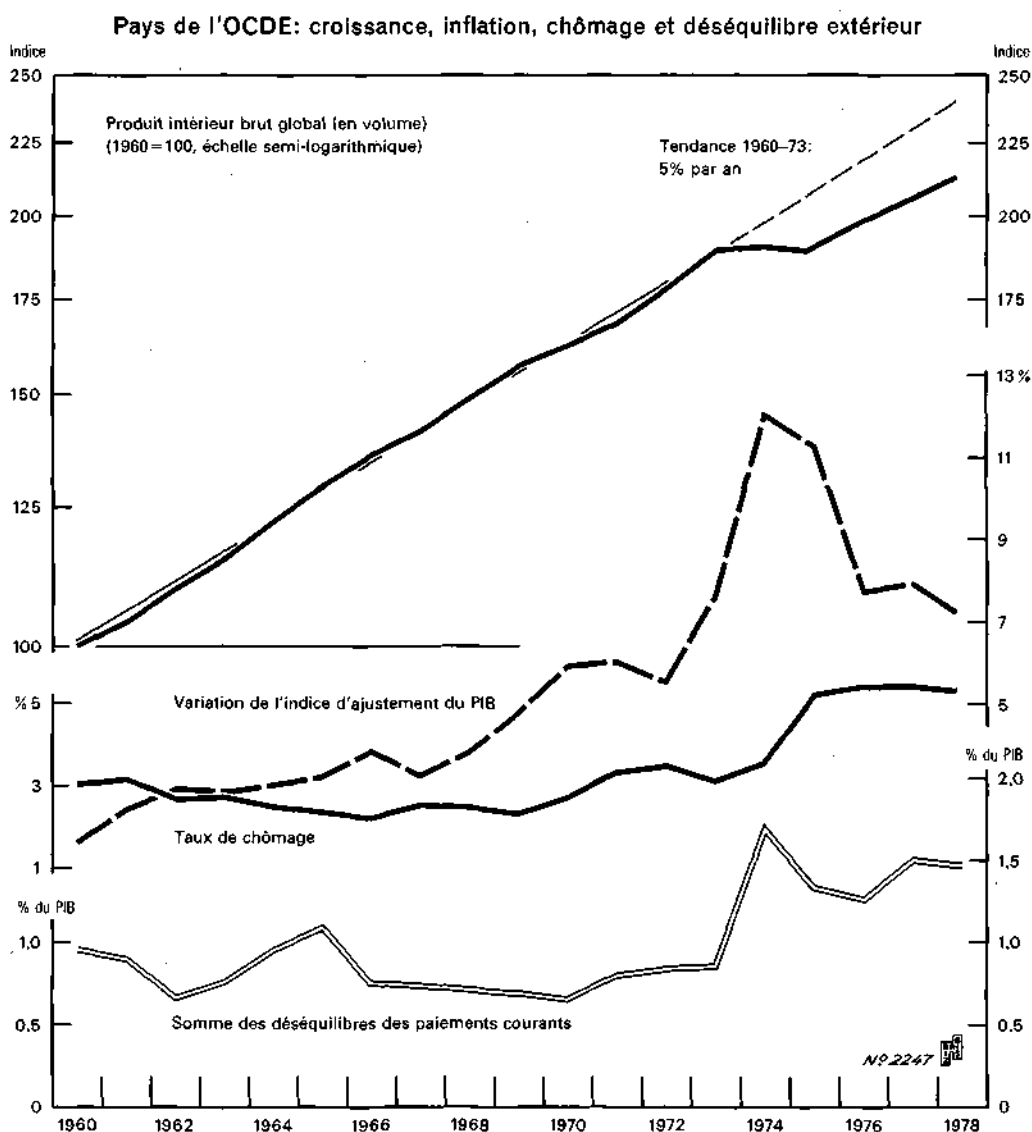
déséquilibres des paiements internationaux et l'incidence créatrice de liquidités du déficit considérable de la balance des règlements officiels des Etats-Unis. Une attention particulière est accordée au rôle des banques dans l'agitation monétaire et, inversement, à l'influence des incertitudes en matière de taux de change sur l'évolution des divers compartiments du marché.

Dans le Chapitre VII, qui traite des principaux développements intervenus au sein du système monétaire international au cours de la période sous revue, l'accent est mis sur deux thèmes: en premier lieu, la crise monétaire caractérisée de l'année dernière, centrée sur la faiblesse du dollar, et les modifications qu'elle a entraînées dans le comportement des autorités ainsi que dans les orientations politiques visant à accorder une plus grande importance à la stabilité du cours de change; ce changement d'attitude est plus particulièrement illustré par les mesures annoncées en novembre dernier par l'Administration américaine, mais aussi par les actions des autorités suisses et la création du Système monétaire européen; le second thème est la poursuite de la croissance rapide de la liquidité internationale, l'année passée, liée dans une large mesure à la crise du dollar, avec les problèmes de politique économique que cette évolution risque d'engendrer.

La Conclusion résume les principales recommandations en matière de politique économique.

II. PRODUCTION ET DEMANDE DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS DU MONDE OCCIDENTAL

Si l'on considère l'année dans son ensemble, on constate, à première vue, que la situation économique générale a fait preuve d'une stabilité assez remarquable en 1978. Comme le montre le graphique, le taux d'accroissement de la production dans la zone OCDE a été pratiquement le même qu'en 1977, soit environ 3½%. Cependant, bien que ce chiffre soit inférieur au rythme d'expansion des capacités productives enregistré avant la crise pétrolière, le niveau moyen du chômage n'a quasiment pas varié. De



même, le recul du taux moyen de l'inflation interne – mesuré par l'indice d'ajustement du PIB – ne s'est guère accentué, comme on aurait pu l'espérer du fait de la persistance d'un chômage élevé et de la faiblesse des cours des matières premières, du moins pendant le premier semestre. Le déséquilibre brut des paiements courants des pays de l'OCDE est également demeuré sensiblement plus important qu'avant 1973, bien que l'excédent des principaux pays exportateurs de pétrole soit tombé à moins de \$10 milliards, contre \$65 milliards environ en 1974.

Cependant, si l'on examine à la fois les résultats obtenus durant l'année et les divergences d'un pays à l'autre, les variations apparaissent sensibles. C'est ainsi que l'activité économique aux Etats-Unis a conservé un dynamisme surprenant tout au long de l'année, le rythme de croissance du PNB, qui avait atteint 5% l'année précédente, ne reculant qu'à 4% environ. Ailleurs, on note une accélération, induite en Europe par le Royaume-Uni d'abord, puis par l'Allemagne fédérale. Au Japon, les progrès ont été faibles en termes de production, mais appréciables sur le plan de la demande interne, qui s'est accrue de 4% à 7%. Cette évolution vers des comportements plus convergents a eu tendance à mieux équilibrer les soldes des exportations nettes en volume. Elle n'a toutefois pas suffi, ou bien est intervenue trop tardivement, pour empêcher l'apparition au second semestre d'une crise sévère d'instabilité monétaire (à laquelle d'autres facteurs ont, bien entendu, également contribué) qui s'est traduite par une dépréciation considérable du dollar.

Evolution de la demande globale

D'une manière générale, les pays industriels considérés dans leur ensemble n'ont, en 1978, reçu de l'extérieur qu'une faible stimulation nette qui, dans sa quasi-totalité, a pris la forme d'une amélioration des termes de l'échange. Il en est résulté une légère atténuation des pressions à la hausse des coûts ainsi qu'une progression des revenus réels; à noter toutefois que, vers la fin de l'année, cet effet semble s'être inversé avec l'amorce de la remontée des cours des matières premières. De plus, les pays dont la monnaie s'est fortement dépréciée, notamment les Etats-Unis et le Canada, ont vu s'évanouir leurs espoirs de gains dans ce domaine, tandis que, pour les pays dont le taux de change s'appréciait, les avantages tirés des termes de l'échange se sont trouvés amplifiés.

Sur le plan interne, on peut dire – là encore de façon très générale – que l'évolution à court terme de la demande globale a été principalement influencée par les variations du rapport épargne/investissement, tant dans le secteur privé que dans le secteur public. Le solde dégagé par ce dernier – qui est essentiellement un indicateur de la politique budgétaire – a certainement apporté, en moyenne, un léger soutien aux économies autres que celle des Etats-Unis, et il devrait en être de même cette année. Les deux cas les plus notoires sont évidemment ceux du Japon et de l'Allemagne, bien qu'en fait plusieurs autres pays d'Europe aient assez sensiblement accentué le caractère expansionniste de leur politique budgétaire, après deux années d'orientation quelque peu restrictive. Dans le secteur privé, en revanche, il ne semble pas que l'évolution des dépenses nettes ait globalement beaucoup varié. Les taux d'épargne des ménages n'ont apparemment pas enregistré de fluctuations majeures, bien que le solde des dépôts se

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

Pays	Année (4ème tri- mestre)	Produit national brut en volume	Demande finale*	Consommation		Formation brute de capital fixe			Expor- tations	Impor- tations
				secteur privé	secteur public	secteur privé		secteur public		
						investis- sements pro- ductifs	logement			
variations annuelles en % pour la période de douze mois se terminant au quatrième trimestre										
Etats-Unis . .	1975	2,4	3,4	5,1	1,9	- 9,9	6,6	7,6	- 1,2	- 7,1
	1976	4,6	4,1	5,7	0,8	8,6	23,6	-13,0	4,6	18,9
	1977	5,5	4,9	4,8	5,5	9,1	15,3	2,5	- 1,3	10,3
	1978	4,3	4,4	4,1	0,4	8,5	- 0,2	9,6	16,4	9,4
Japon . . .	1975	3,4	3,5	4,4	5,8	- 4,2	7,9	0,1	- 0,9	- 8,6
	1976	5,0	4,2	4,1	2,2	2,9	- 3,0	- 3,4	21,7	14,7
	1977	5,7	6,3	3,7	5,1	1,5	5,8	22,3	5,5	- 3,3
	1978	5,8	5,6	6,5	5,2	11,9	8,0	21,8	- 2,5	20,6
Allemagne fédérale . .	1975	1,6	2,1	4,1	5,1	7,2	- 2,7	- 2,5	- 1,0	6,4
	1976	4,1	2,6	3,0	0,0	5,5	8,3	- 3,9	11,0	13,1
	1977	2,8	3,5	3,2	2,3	4,8	1,7	1,4	3,1	1,6
	1978	3,7	3,2	3,5	2,8	10,3	3,4	6,7	5,4	10,0
France . . .	1975	2,2	3,6	7,3	1,1		2,3		- 0,7	6,4
	1976	4,9	1,8	2,6	2,7		4,7		10,1	15,7
	1977	2,7	3,6	2,3	0,2		- 1,8		6,4	3,7
	1978	4,4	2,4	4,1	1,2		1,4		6,0	10,3
Royaume-Uni	1975	- 0,6	1,0	- 3,1	5,0	- 4,9	- 0,2	- 3,1	1,8	- 7,2
	1976	4,5	2,0	2,8	0,3	2,0	- 6,3	-13,4	9,3	6,0
	1977	2,3	2,1	- 0,6	0,0	7,4	10,6	-16,7	2,9	- 4,3
	1978	1,5	2,4	5,4	1,7	3,5	0,2	-12,6	3,9	8,0
Italie . . .	1975	0,6	.		2,3		-11,4		10,3	5,9
	1976	0,3	.		4,3		7,4		12,3	5,7
	1977	- 1,4	.	- 2,6			- 5,1		3,1	- 3,6
	1978	5,6	.		5,7		5,2		7,7	4,6
Canada . . .	1975	2,8	7,2	8,8	2,6	7,8	18,0	- 1,3	- 3,4	- 1,8
	1976	4,6	3,2	5,8	1,2	- 1,2	2,6	- 7,7	9,0	7,0
	1977	3,5	3,6	1,2	2,6	- 0,3	- 6,2	8,3	8,1	- 0,5
	1978	3,1	1,7	2,9	1,5	5,7	- 3,7	0,4	10,5	11,9

* Correspond à la variation du produit national brut en volume, moins les investissements nets sous forme de stocks.

soit inscrit en hausse, exerçant ainsi un effet de contraction. Dans le secteur des entreprises, les dépenses d'investissement ont fait preuve d'une assez grande vigueur, notamment en Allemagne, aux Etats-Unis, au Japon et aux Pays-Bas. D'autre part, l'amélioration des termes de l'échange, évoquée au paragraphe précédent, et le ralentissement de la progression des charges salariales (par exemple, en Allemagne, au Japon et en Italie) semblent avoir permis en partie d'améliorer les bénéfices plutôt que d'être intégralement affectés au ralentissement de la hausse des prix. Les dépenses d'investissement ont peut-être trouvé là l'élément de soutien qui leur faisait défaut depuis si longtemps. Au Royaume-Uni, où la hausse des coûts de la main-d'œuvre s'est accélérée l'an dernier, le rapport entre les prix et les coûts a évolué en sens opposé.

Dépenses de consommation. Le volume des dépenses de consommation dans les pays industriels a vraisemblablement progressé en moyenne d'environ 3½% l'an dernier, soit à peu près au même rythme qu'en 1977. Si l'on considère les grands pays

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

Pays	Année	Produit national brut en volume	Demande finale ¹	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations
				secteur privé	secteur public	secteur privé investissements productifs	logement	secteur public		
		variations annuelles, en %								
Autriche . . .	1975	- 1,5	1,6	3,0	3,7	- 5,0 ²	- 4,5 ³	. ⁴	- 3,7	- 5,8
	1976	6,2	1,6	4,6	3,7	9,7 ²	2,0 ³	. ⁴	12,2	20,7
	1977	3,7	4,2	6,2	1,9	11,3 ²	2,5 ³	. ⁴	6,1	9,5
	1978	1,4	2,1	- 1,5	2,1	- 7,0 ²	2,6 ³	. ⁴	6,4	- 1,3
Belgique . . .	1975	- 2,0	1,0	0,3	5,2	- 0,5	- 4,1	. ⁴	- 8,8	- 9,9
	1976	5,8	4,8	6,0	5,0	- 2,4	16,1	. ⁴	8,4	9,2
	1977	1,2	1,3	2,1	3,4	- 1,3	0,6	. ⁴	3,5	4,4
	1978	2,2	2,5	1,6	6,5	3,9	- 5,0	. ⁴	3,5	3,1
Danemark . .	1975	- 1,2	.	3,7	5,3	- 12,4	- 16,8	- 1,9	- 2,4	- 4,2
	1976	6,3	.	5,5	5,1	13,9	25,4	2,8	3,4	16,8
	1977	1,9	.	0,4	3,1	1,0	- 10,0	- 1,5	4,6	- 1,2
	1978	1,0	.	- 0,8	3,8	1,0	- 2,0	3,5	3,8	1,7
Espagne . . .	1975	0,7	1,4	1,8	6,0	- 2,9 ²	- 2,0 ³	. ⁴	- 1,3	- 2,6
	1976	2,0	2,6	2,6	5,5	1,7 ²	- 3,9 ³	. ⁴	9,4	5,7
	1977	2,6	2,4	0,2	4,5	- 2,2 ²	- 1,0 ³	. ⁴	10,4	- 5,3
	1978	2,9	2,6	0,7	7,4	- 9,3 ²	- 2,4 ³	. ⁴	13,4	- 5,8
Finlande . . .	1975	0,9	1,0	3,7	6,4	12,1	- 3,6	5,5	- 14,0	0,4
	1976	0,3	2,7	0,5	4,7	- 10,7	- 11,5	- 2,0	13,7	- 3,3
	1977	0,4	2,5	- 2,2	4,7	- 8,7	4,2	- 2,2	9,9	- 6,0
	1978	2,3	2,9	0,0	5,0	- 8,0	- 0,3	1,5	8,4	- 3,0
Norvège . . .	1975	5,5	6,6	5,0	6,2	14,2	7,8	10,0	3,0	5,4
	1976	6,8	6,9	6,4	6,5	13,1	2,5	3,8	11,3	12,3
	1977	3,6	5,2	4,7	9,8	1,0	4,6	5,9	3,8	2,8
	1978	3,5	4,6	- 2,5	3,7	- 21,3	0,3	9,1	8,8	- 12,5
Pays-Bas . . .	1975	- 0,8	2,0	3,4	3,9	- 7,5	- 7,5	7,7	- 3,0	- 4,1
	1976	4,5	2,8	3,8	4,0	14,7	2,5	- 1,9	10,6	10,9
	1977	2,4	2,3	4,3	3,6	- 3,1	15,9	- 7,5	- 2,1	3,6
	1978	2,3	4,2	4,5	1,3	6,2	3,0	- 2,0	2,8	5,8
Suède	1975	0,7	- 0,7	3,0	4,9	- 1,7	- 0,1	1,0	- 11,5	- 1,6
	1976	1,2	2,1	4,1	4,2	1,4	- 8,8	- 0,3	4,7	7,4
	1977	- 2,5	0,9	- 0,6	2,3	- 4,9	- 2,5	- 0,2	0,6	- 3,3
	1978	2,5	2,9	- 1,1	3,2	- 15,9	18,6	5,4	7,0	- 6,0
Suisse	1975	- 7,7	- 3,2	- 2,9	0,7	- 17,7 ²	- 11,1 ³	. ⁴	- 6,8	- 14,3
	1976	- 1,2	- 1,2	0,5	4,0	- 14,6 ²	- 8,6 ³	. ⁴	10,1	11,2
	1977	2,7	3,0	2,8	- 0,1	4,1 ²	0,2 ³	. ⁴	9,4	8,5
	1978	1,2	1,1	1,8	2,2	6,0 ²	1,0 ³	. ⁴	5,4	9,6

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

séparément, on obtient un chiffre un peu plus élevé. Les tableaux des pages 15 et 16 font apparaître, grosso modo, les principales influences qui ont affecté l'évolution de la dépense réelle dans les sept plus grands pays industriels au cours des deux dernières années. Dans quatre d'entre eux, et notamment en Italie et au Canada, on constate un certain ralentissement, l'an passé, de la progression des rémunérations par personne employée, tandis qu'aux Etats-Unis et en France le rythme s'est maintenu et que, au Royaume-Uni, il s'est quelque peu accéléré. Dans tous les cas toutefois, on note une

Rémunérations et prix

Pays	Variations annuelles									
	Rémunérations moyennes (1)		Emploi civil (2)		(1) x (2) (3)		Prix à l'importation (4)		Prix à la consommation (5)	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
	en %									
Etats-Unis	8,6	8,6	3,5	4,2	12,4	13,2	8,2	8,7	6,5	7,7
Japon	9,5	6,9	1,3	1,2	10,9	8,2	-2,9	-17,9	8,1	3,8
Allemagne fédérale	7,5	5,1	-0,2	0,2	7,3	5,3	1,4	- 4,0	3,9	2,6
France	12,7	13,1	0,8	0,6	13,6	13,8	11,7	0,9	9,5	9,3
Royaume-Uni	10,3	14,5	0,4	0,1	10,7	14,6	16,3	4,3	15,9	8,3
Canada	10,8	7,2	1,9	3,3	12,9	10,7	11,7	12,6	8,0	9,0
Italie	27,9	16,2	1,0	0,4	29,2	16,7	16,0	5,2	18,1	12,5

nouvelle augmentation des effectifs au travail, en particulier en Amérique du Nord, de sorte que l'accroissement du revenu nominal avant impôt est resté relativement fort. En fait, ce développement important de l'emploi explique la légère accélération du rythme de progression du revenu nominal aux Etats-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni. Le pouvoir d'achat réel résultant de ces variations du revenu est affecté aussi bien par l'évolution des prix que par les modifications intervenues en matière de fiscalité et de transferts. Dans la plupart des pays, la hausse des prix à la consommation a été un peu plus faible l'an dernier, grâce en partie à l'évolution favorable des prix à l'importation (colonne 4). Il s'agit là de l'incidence des termes de l'échange, dont il a déjà été question. Cet effet a été amplifié dans certains pays par l'appréciation de leur monnaie, notamment au Japon, en Allemagne et en Suisse. Pour les Etats-Unis et le Canada, en revanche, la dépréciation du taux de change a joué en sens inverse; de fait, l'augmentation des prix à l'importation s'est accélérée l'an dernier au Canada et, pour ces deux pays, celle des prix à la consommation a été plus élevée qu'en 1977. Les variations du revenu réel avant impôt (voir tableau ci-après), très prononcées dans l'ensemble, ont donc eu des causes différentes selon les pays. Pour les Etats-Unis, la progression a pratiquement été aussi forte qu'en 1977: les termes de l'échange n'ont pas exercé d'effets bénéfiques, mais l'accroissement du revenu nominal a été important, à cause notamment du développement de l'emploi. Au Canada, par suite d'une assez forte décélération des rémunérations et de l'accélération de la hausse des prix à l'importation, la progression du revenu réel avant impôt a fléchi. Au Japon et au Royaume-Uni, cette amélioration du revenu réel s'est fortement accentuée, en raison surtout, dans le premier cas, de l'évolution favorable des termes de l'échange à laquelle se sont ajoutés, dans le second, l'accroissement des rémunérations et la stabilité du taux de change. En Allemagne, l'avantage procuré aux consommateurs par les termes de l'échange s'est accompagné d'un ralentissement de l'inflation salariale, tandis qu'en Italie le remarquable succès des efforts de freinage de la hausse des salaires nominaux a eu une incidence notable sur le revenu réel.

L'évolution du montant net des prestations sociales et des impôts directs a, en général, contribué de façon positive, l'an dernier, à la progression du revenu réel disponible,

Revenu disponible et dépenses de consommation

Pays	Variation du revenu réel avant impôt (1)		Incidence de la variation des impôts directs* (2)		Variation du revenu réel disponible des ménages (3)		Incidence de la variation du taux d'épargne (4)		Variation des dépenses de consommation (5)	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
	variations annuelles, en %									
Etats-Unis	5,5	5,1	-1,1	-0,9	4,2	4,3	0,6	-0,2	4,7	4,0
Japon	2,6	4,2	0,0	-0,3	2,6	3,5	1,2	0,8	4,2	4,9
Allemagne fédérale	3,3	2,6	-0,3	0,6	1,8	3,8	1,0	0,0	3,1	3,8
France	3,7	4,1	-0,1	1,2	3,8	4,9	-0,9	-0,9	2,4	4,0
Royaume-Uni	-4,5	5,8	0,6	1,5	-1,8	6,4	0,8	-0,7	-0,9	5,5
Canada	4,5	1,6	1,0	1,5	2,7	2,8	0,1	-0,2	2,8	3,1
Italie	9,4	3,7	-1,2	0,3	1,7	4,0	-2,1	-0,9	1,5	2,6

* En % du revenu disponible.

Remarque : Les diverses colonnes du tableau n'englobent pas tous les facteurs qui influencent l'évolution des dépenses de consommation; il n'est tenu compte, notamment, ni des variations du revenu net du capital ni de celles du revenu des travailleurs indépendants.

sauf aux Etats-Unis et, dans une moindre mesure, au Japon. Il ne s'agit là, à l'évidence, que d'une partie de la politique budgétaire, qui est examinée plus en détail ci-après. D'autres éléments des dépenses publiques, de même que les variations des impôts indirects et des recettes d'autres origines, ne sont pas pris en considération. Il n'en demeure pas moins que c'est à travers l'incidence indiquée dans la colonne 2 que la politique budgétaire affecte le plus directement les consommateurs. Il est intéressant de noter que cette incidence a été faible, voire nulle, au Japon, l'incitation fiscale venant plutôt, en grande partie, de l'accroissement des dépenses publiques. Quant aux Etats-Unis, où l'influence a été négative comme en 1977, l'orientation apparemment plus restrictive de la politique budgétaire à l'égard du secteur des ménages a sans aucun doute revêtu pour une bonne part un caractère automatique, la progression du niveau de l'emploi et des rémunérations ayant entraîné une augmentation des recettes fiscales, alors que les décaissements au titre des prestations sociales ont fléchi par suite de la baisse sensible du chômage. Toutefois, les cotisations de sécurité sociale ont aussi été délibérément relevées. Dans les autres pays, le régime fiscal a modérément accentué la croissance du revenu réel disponible des ménages, bien que dans l'ensemble la variation soit peu importante par rapport à l'année précédente.

Enfin, l'an dernier, les modifications du comportement des épargnants ont en général exercé un effet de contraction, alors qu'en 1977 elles avaient eu une certaine incidence expansionniste. Aux Etats-Unis, le taux de l'épargne était déjà retombé en 1976 à un niveau relativement bas par rapport au maximum enregistré au lendemain de la crise pétrolière. Ce pays est apparemment le seul où, en réaction contre l'inflation, les consommateurs sont de plus en plus portés à effectuer des achats de précaution, ce qui fait que le crédit à la consommation y a pris des proportions records. Il est également vrai cependant que les facteurs démographiques contribuent à y maintenir l'épargne nette à un faible niveau: on constate un accroissement considérable de la proportion des jeunes mariés dans le groupe d'âge où,

Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible*

Pays	1974	1975	1976	1977	1978
	en %				
Etats-Unis	7,3	7,7	5,7	5,1	5,3
Canada	9,9	10,9	10,8	10,7	10,9
Japon	23,7	22,5	22,4	21,2	20,4
Allemagne fédérale	16,1	16,4	14,7	13,7	13,7
France	17,4	18,6	16,4	17,3	18,2
Italie	21,3	25,4	23,7	25,8	26,7
Royaume-Uni	14,3	15,0	14,5	13,7	14,4

* Sur la base de sources nationales et d'estimations de la BRI.

normalement, le recours à l'emprunt est relativement fréquent, pour l'achat et l'ameublement d'un logement par exemple. Ce phénomène est la conséquence de la vague de naissances qui a suivi l'immédiat après-guerre. En Allemagne aussi, le taux de l'épargne est revenu à un niveau plus normal, mais ce recul est peut-être dû principalement dans ce cas au ralentissement de l'inflation, étant donné que la valeur réelle de l'épargne financière constituée antérieurement ne subit plus une érosion aussi rapide. Dans ces deux pays, il est difficile de prévoir si ce facteur stimulera les dépenses de consommation, quoique aux Etats-Unis l'évolution démographique évoquée précédemment soit appelée à s'intensifier encore très longtemps. Ailleurs, il reste à voir si la menace d'une recrudescence de l'inflation encouragera les dépenses du secteur des ménages ou si elle fera naître un certain attentisme.

Investissement du secteur privé. Dans les pays industriels considérés globalement, les investissements productifs du secteur privé n'ont que légèrement progressé l'an dernier; la plupart des pays ont en effet continué d'enregistrer des marges bénéficiaires peu élevées par rapport aux valeurs moyennes relevées dans le passé, tandis que le degré d'utilisation de leurs capacités est demeuré relativement faible. On note toutefois des progressions appréciables aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon.

Les fluctuations des changes en 1978 ont suscité des craintes au sujet de la rentabilité dans les pays dont la monnaie s'appréciait. Au plus fort de l'agitation sur les marchés des changes, on pouvait redouter une forte érosion des bénéfices tirés des exportations. A son tour, cette contraction risquait d'entraîner une compression des dépenses d'investissement, annulant ainsi en partie les efforts entrepris sur le plan budgétaire après le sommet de Bonn pour stimuler la demande interne. Ces craintes ont été particulièrement vives en Suisse et au Japon.

D'une façon générale, on peut dire qu'une appréciation du cours de change supérieure à l'écart d'inflation entre le pays en cause et le reste du monde tend à peser sur les marges bénéficiaires des industries exportatrices et de celles qui sont concurrencées par les produits importés. Cette incidence est généralement compensée dans une certaine mesure par une réduction des prix des matières premières et des produits intermédiaires importés; dans le secteur des biens ne faisant pas l'objet d'un commerce

international, la baisse du coût des importations permet d'élargir les marges bénéficiaires dans la mesure où elle ne se répercute pas sur les prix de détail. (Comme on l'a déjà noté, il semble que, dans certains pays, les consommateurs aient en fait bénéficié dans une certaine mesure, l'an dernier, à la fois de l'appréciation de la monnaie et du niveau relativement favorable des cours des matières premières.) Il est donc a priori difficile de prévoir l'évolution des marges bénéficiaires dans l'ensemble de l'économie en présence d'une variation du taux de change réel. Malheureusement, les données sont en général insuffisantes à cet égard. Il semble cependant que, si l'on se réfère au comportement des coûts et des prix dans l'industrie de transformation, les profits n'aient pas été fortement entamés l'an dernier dans les pays dont la monnaie s'appréciait alors qu'ils se sont accrus au Canada et aux Etats-Unis, les deux grands pays dont la monnaie s'est dépréciée. Quant au Japon, il a remarquablement réussi à contenir la poussée des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui n'ont dépassé que de 1%, l'an passé, ceux de 1975; en Allemagne, les marges se sont probablement accrues. En revanche, il est possible qu'elles se soient quelque peu rétrécies en Suisse.

Il ne faut pas en déduire que les variations des cours de change n'ont pas eu de répercussions sur l'investissement. Dans aucun des pays dont la monnaie s'est appréciée, les coûts internes n'ont baissé proportionnellement au taux d'appréciation; comme la marge bénéficiaire ne s'est guère modifiée, la compétitivité des prix relatifs s'en est trouvée gravement affectée, ce qui revient à dire que les taux de change «réels» ont varié. On peut évidemment s'attendre à voir les exportations et les ventes de produits soumis à la concurrence étrangère se ressentir de la baisse de compétitivité des prix relatifs; de fait, les commandes de l'étranger au Japon avaient déjà diminué de près d'un quart à la fin de l'an dernier. Si donc l'appréciation monétaire de l'année passée est appelée à se répercuter sur les dépenses d'investissement, tout porte à croire que ce sera par l'intermédiaire d'une réduction des ventes effectives et escomptées; ainsi, le facteur prépondérant sera moins les marges bénéficiaires qu'un taux d'utilisation des capacités de production inférieur au taux optimal. En d'autres termes, l'ajustement indispensable des soldes extérieurs réels dans les pays excédentaires s'accompagnera d'une atténuation de la pression de la demande globale, à moins que l'effet compensateur de la demande interne ne soit assez vigoureux pour maintenir ou accroître le degré d'utilisation du potentiel productif; dans ces conditions, le volume des bénéfices, ainsi que le profit par unité produite, seraient suffisants pour justifier une nouvelle expansion des dépenses d'investissement. C'est dans ce contexte, entre autres, qu'apparaît l'importance des effets nets exercés par le secteur public sur la demande.

Politique budgétaire

Hors des Etats-Unis, les politiques budgétaires ont sans doute été dans l'ensemble légèrement orientées vers l'expansion, l'an passé, après les compressions opérées en 1977. Le tableau ci-après fait apparaître, pour la plupart des pays d'Europe ainsi que pour le Japon, un accroissement des besoins de financement, exprimés en pourcentage du produit national brut, des administrations publiques (à l'exclusion des entreprises du secteur public). Aux Etats-Unis, ce pourcentage s'est encore rapproché de zéro. Il est certain cependant que l'évolution des déficits budgétaires ne permet pas à elle seule d'apprécier les changements intervenus dans la pression exercée par la

politique financière de l'Etat, car il y a interaction entre le solde budgétaire et l'activité économique. Ainsi, il est fort possible qu'un élargissement du déficit budgétaire soit purement dû à la faiblesse du secteur privé et du compartiment étranger; de même, la réduction du déficit peut refléter simplement l'existence d'éléments autonomes de soutien dans d'autres secteurs. Aussi le tableau montre-t-il également les variations du principal indicateur de pression de la demande, à savoir (sauf dans le cas du Japon) le taux de chômage. Dans la mesure où les deux chiffres indiqués pour chaque pays évoluent dans des directions opposées (diminution du chômage et réduction du déficit budgétaire ou vice versa), il n'est pas possible de dire, au vu de ces seules données, si la politique budgétaire exerce sur l'économie une influence exogène (ou délibérée) ou bien si cette situation traduit simplement le jeu de facteurs autonomes au sein de l'économie.

Pour mesurer de façon plus précise l'incidence des stimulants budgétaires, il faudrait disposer pour chaque pays d'un modèle économétrique assez détaillé permettant de calculer le solde budgétaire sur la base d'une pression constante de la demande. C'est le cas, par exemple, aux Etats-Unis, pour le solde budgétaire correspondant à un «haut niveau d'emploi», qui semblerait indiquer que, même si la diminution du déficit

Soldes des créances et dettes des administrations publiques¹ et chômage

Pays	Rubriques	Variations annuelles					Moyennes annuelles	
		1974	1975	1976	1977	1978	1974	1978
		en %						
Etats-Unis	Taux de chômage	0,7	2,9	-0,6	-0,7	-1,0	5,6	6,0
	Excédent financier	-0,7	-4,0	2,2	1,0	0,9	-0,2	-0,1
Japon	Taux de chômage ²	0,6	0,5	0,0	0,1	0,0	1,2	0,5
	Excédent financier	-1,0	1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-3,8	-6,1
Allemagne fédérale	Taux de chômage	1,3	2,1	0,0	-0,1	-0,2	2,6	4,4
	Excédent financier	-2,5	-4,4	2,1	1,0	-0,1	-1,3	-2,7
France	Taux de chômage	0,2	1,6	0,4	0,6	0,4	2,3	5,3
	Excédent financier	-0,3	-2,8	1,8	-0,9	-0,8	0,6	-2,1
Royaume-Uni	Taux de chômage	-0,2	1,4	1,5	0,4	0,0	2,4	5,7
	Excédent financier	-1,4	-0,8	-0,2	1,8	-1,0	-2,6	-4,0
Italie	Taux de chômage	-0,6	0,4	0,3	0,8	0,4	4,9	7,0
	Excédent financier	0,5	-5,8	2,6	1,0	-2,5	-5,9	-10,6
Canada	Taux de chômage	-0,2	1,6	0,2	0,9	0,3	5,4	8,4
	Excédent financier	0,9	-4,3	0,6	-0,8	-0,9	1,9	-3,5
Belgique	Taux de chômage	0,4	2,7	1,8	1,4	0,6	4,0	10,5
	Excédent financier	-1,5	-1,8	-0,8	-0,4	-0,2	-4,0	-7,2
Pays-Bas	Taux de chômage	0,9	1,6	0,3	-0,2	-0,1	3,6	5,2
	Excédent financier	-1,2	-3,1	0,4	0,7	-0,2	-0,1	-2,3
Suède	Taux de chômage	-0,5	-0,4	0,0	0,2	0,4	2,0	2,2
	Excédent financier	-2,3	0,7	0,9	-3,4	-1,7	1,9	-1,6
Danemark	Taux de chômage	1,4	2,6	0,1	1,1	0,8	2,0	6,6
	Excédent financier	-1,4	-6,8	1,9	0,0	0,2	4,5	-0,2
Norvège	Taux de chômage	-0,2	0,5	0,0	-0,2	0,2	0,6	1,1
	Excédent financier	-1,1	-1,9	-1,9	-1,8	-0,4	4,7	-1,3

¹ A l'exclusion des entreprises du secteur public. L'excédent ou le déficit (—) financier représente, en termes de comptabilité nationale, la différence entre l'épargne et l'investissement propre des administrations publiques, c'est-à-dire le montant net de leurs prêts aux autres secteurs. Les chiffres donnés sont exprimés en pourcentage du PNB.

² Pour le Japon, l'indicateur de pression de la demande utilisé est le rapport entre la demande et l'offre de main-d'œuvre, le signe des variations étant inversé.

budgétaire enregistrée depuis 1975 a été essentiellement la conséquence automatique du mouvement de reprise, les autorités ont en outre fortement et délibérément durci leur politique budgétaire en 1976, puis de nouveau l'année dernière.

Pour nombre d'autres pays figurant au tableau, les chiffres montrent que l'intensité de la demande et la situation budgétaire ont évolué en sens inverse l'an passé; il est donc difficile de connaître avec précision l'orientation de la politique mise en œuvre. En Allemagne, toutefois, bien que la pression de la demande se soit modérément accrue sur l'ensemble de l'année, le déficit budgétaire s'est quelque peu élargi, ce qui reflète une politique expansionniste. Au Japon également, le déficit s'est assez sensiblement aggravé, alors que l'intensité de la demande n'a que peu varié. Dans ces deux cas, le changement d'orientation dans le domaine budgétaire opéré en cours d'année a été plus marqué que ne le laissent supposer les chiffres annuels, car les autorités ont été amenées à modifier leur politique au second semestre, à la suite du sommet de Bonn qui s'est tenu en juillet. En outre, comme il ressort clairement du tableau de la page 13, les principales impulsions ont été fournies, dans ces pays, par les dépenses d'équipement du secteur public. Il est donc pratiquement certain que, l'année dernière, les autorités de ces deux pays ont modifié leur action budgétaire sur la demande dans un sens modérément expansionniste, comme cela s'est également produit, semble-t-il, au Royaume-Uni, en Suède et en Italie.

Pressions relatives de la demande interne et ajustement extérieur

L'évolution de l'activité économique dans le monde depuis 1975 a été essentiellement caractérisée par l'accentuation des divergences conjoncturelles entre les pays industrialisés. D'un côté, on a constaté une reprise sensible et persistante de la demande et de la production aux Etats-Unis alors que, de l'autre, certains pays ont accusé un retard considérable dans ce domaine. Dans ce dernier groupe, on trouve surtout le Japon, la Suisse, l'Italie et, à un degré nettement moindre, l'Allemagne. Peut-être n'est-il pas étonnant que cette disparité se soit accompagnée d'une aggravation du déséquilibre extérieur entre les pays industrialisés eux-mêmes, même si le déséquilibre entre le groupe des pays exportateurs de pétrole et celui des importateurs de pétrole s'est trouvé ramené en 1978 à des dimensions modestes.

Les questions qui se posent d'emblée sont les suivantes: dans quelle mesure cette situation est-elle imputable aux divergences d'évolution de la demande interne et quel a été le rôle des taux de change? Pourquoi, sous un régime de taux flottants, la variation des taux de change n'a-t-elle pas permis de réaliser un meilleur équilibre des transactions courantes? Ou encore, puisque les fluctuations des taux de change agissent avec un certain retard sur les volumes d'exportation et d'importation et que, parfois, les mouvements de capitaux peuvent avoir pendant quelque temps un effet déséquilibrant, ne pourrait-on pas s'attendre au moins que l'incidence des variations de change compense intégralement les effets cycliques à court terme qui affectent la balance des opérations courantes? Et, dans ces conditions, ne risque-t-on pas davantage d'assister à un certain moment — comme, par exemple, au cours de l'automne dernier — à une «surréaction» des taux de change par rapport aux niveaux nécessaires au rétablissement de l'équilibre (quelle qu'en soit la définition) et même de les voir exercer en retour des effets pervers sur la demande interne? Enfin, il faut admettre que nous nous

trouvons à présent dans un monde où, par opposition aux périodes antérieures, les pays ont tendance à mettre en œuvre des politiques susceptibles d'entraîner en général une plus grande dispersion des pressions de la demande, c'est-à-dire que les pays à forte tradition anti-inflationniste maintiennent un degré de sous-emploi des capacités plus élevé qu'auparavant sur l'ensemble du cycle. De ce fait, n'est-il pas devenu difficile, sinon impossible, de penser en termes de taux d'«équilibre»? Autrement dit, à quoi bon parler de «surréaction» s'il s'avère que, d'une certaine façon, cette divergence dans l'intensité de la demande relève davantage d'un mouvement séculaire que d'une évolution cyclique?

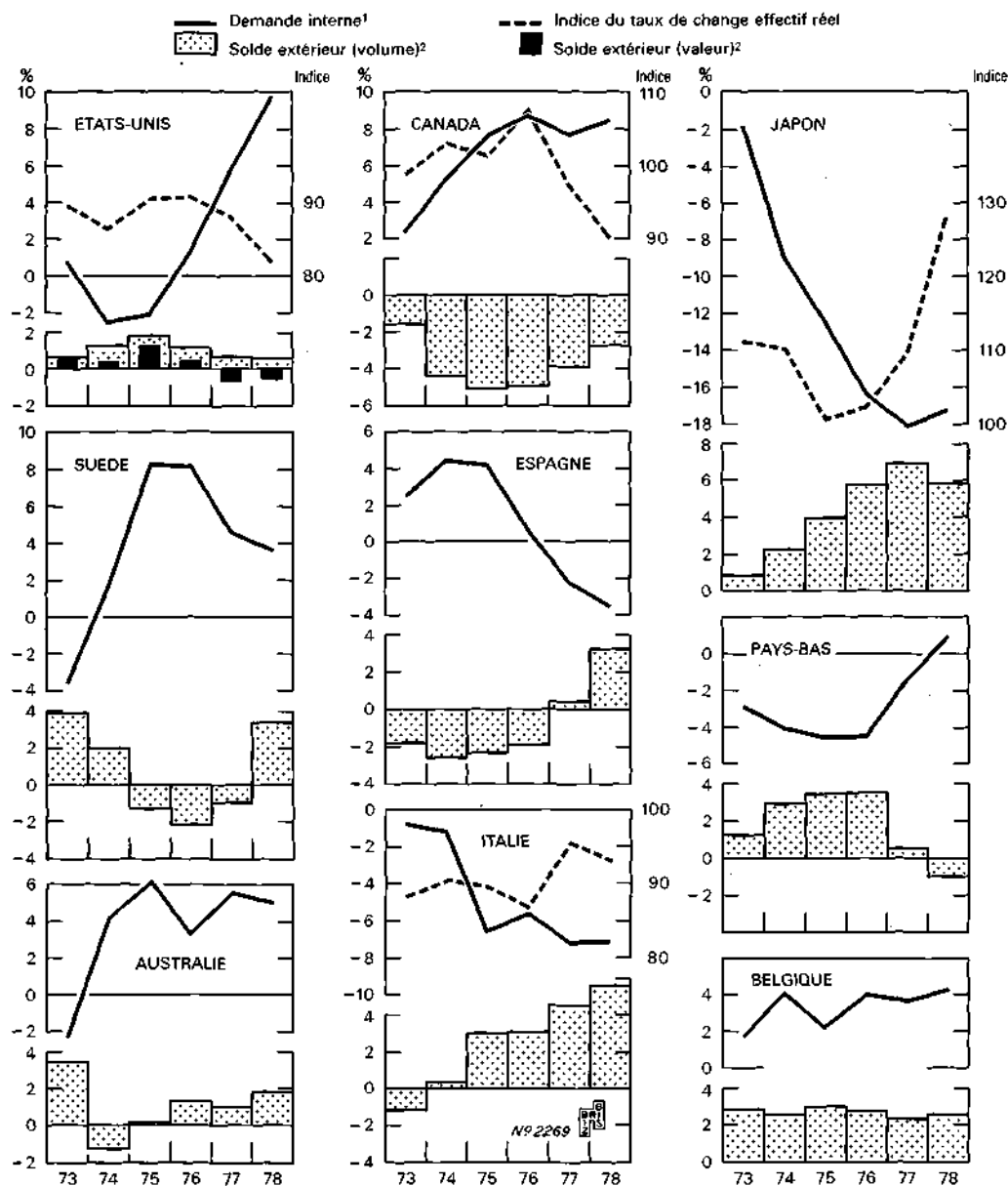
S'il est évidemment impossible de répondre de manière précise à toutes ces questions, l'examen des graphiques ci-après fournit néanmoins quelques éléments de réponse. En termes très généraux, ils font ressortir l'évolution relative de la demande interne réelle dans les principaux pays industrialisés par rapport à celle du solde extérieur net réel — c'est-à-dire des exportations nettes de biens et services à prix constants. En outre, pour les pays où d'importants changements se sont produits, les graphiques comportent également l'indice du taux de change effectif réel — c'est-à-dire un indicateur de l'évolution des prix relatifs, corrigée en fonction des variations des taux de change.

Les chiffres concernant l'indicateur de la demande interne relative ont été obtenus de la façon suivante: on a tout d'abord mesuré pour chaque pays la ligne de tendance exponentielle de la demande réelle entre 1965 et 1973, puis extrapolé cette tendance sur la période 1974-78. On a ensuite calculé par pays, pour chaque année de cette dernière période, les pourcentages de déviation de la demande effective par rapport à sa tendance antérieure, puis établi pour chaque année la moyenne simple non pondérée de tous les pays. Enfin, cet écart moyen, inférieur aux tendances antérieures, a été pris comme ligne d'abscisse zéro dans les parties supérieures des graphiques, et la déviation de chaque pays par rapport au résultat moyen a permis de déterminer la courbe de la demande.

Les chiffres concernant le solde extérieur réel sont ceux des exportations nettes de biens et services à prix constants, exprimées en pourcentage du produit national brut en volume. Ils constituent donc une composante essentielle de la balance des paiements courants, qui non seulement reflète l'incidence des termes de l'échange, mais comprend également des postes non inclus dans la balance commerciale, tels que les transferts nets et les revenus nets du capital. Le graphique concernant les États-Unis indique également, à titre d'illustration, le solde global des opérations courantes par rapport au produit national brut nominal, de façon à faire clairement ressortir l'apparition d'un déficit global en compte courant en 1977 et 1978.

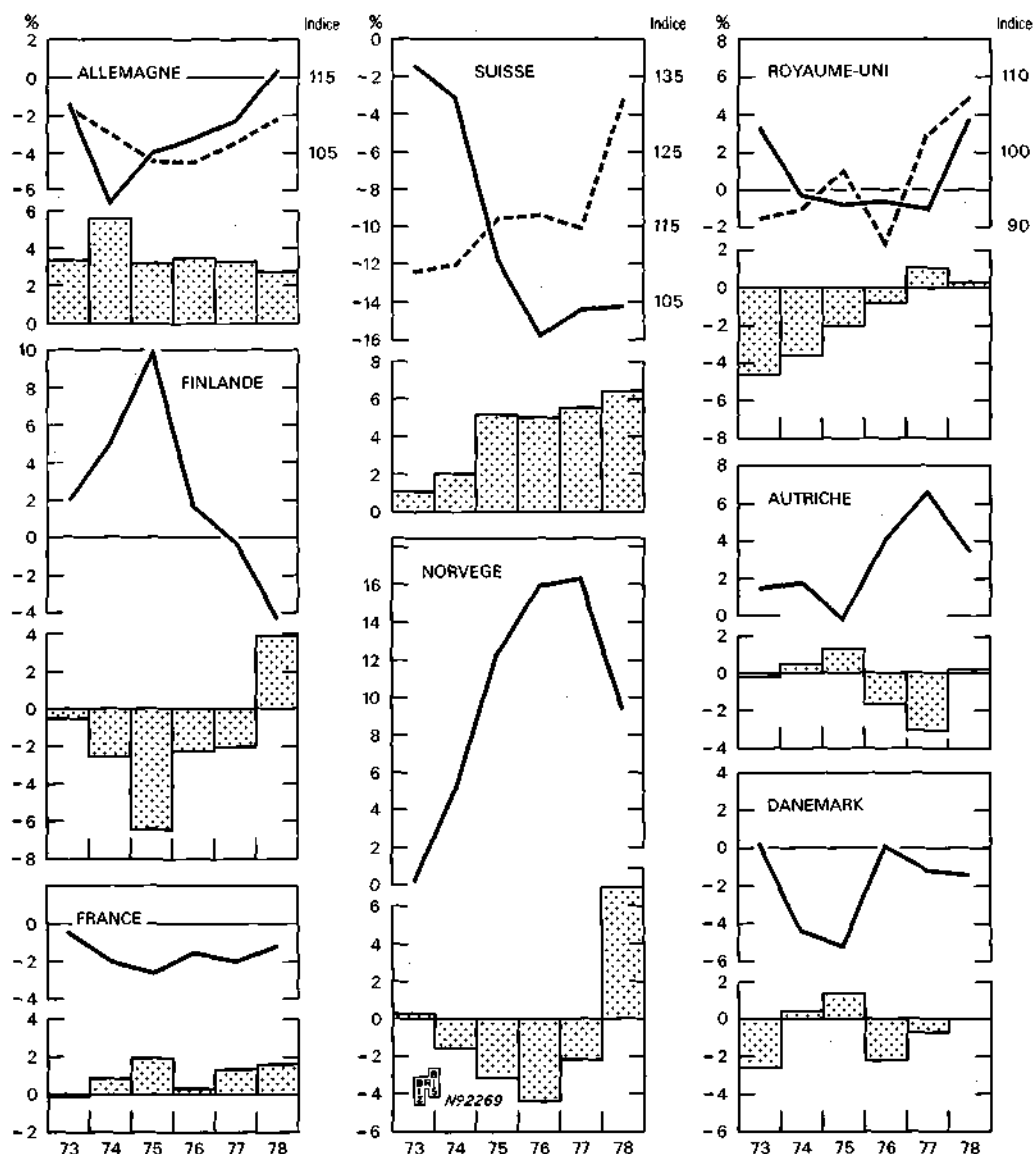
Les graphiques révèlent l'existence d'une relation inverse assez remarquable entre l'évolution des pressions relatives de la demande et les variations des exportations nettes en volume. Cette relation est remarquable vu que de nombreux autres facteurs sont susceptibles d'affecter également le solde extérieur — par exemple, les variations du cours de change et les modifications des prix relatifs, ou les mouvements tendanciels de la compétitivité autre que celle des prix et l'incidence de la structure des échanges commerciaux. Ces facteurs ne sont pas, bien entendu, pris en compte dans les calculs, étant donné que la pression relative de la demande est calculée ici de manière

Pressions relatives de la demande et soldes extérieurs réels



fort simple. On peut relever toutefois certaines influences; c'est ainsi que le solde réel du Canada s'est amélioré au cours des deux ou trois dernières années, bien que la demande interne relative n'ait que faiblement varié. Cette situation est vraisemblablement due au fait que la reprise notée aux Etats-Unis s'est particulièrement fait sentir sur l'économie canadienne, dont les exportations sont dirigées pour une bonne part vers ce dernier pays, encore que la dévaluation du dollar canadien ait certainement joué aussi un rôle. De même, l'accélération du mouvement de reprise en Allemagne, l'an passé, semble avoir profité tout spécialement à certains de ses plus importants partenaires commerciaux européens, tels que l'Italie, la France et la Belgique.

Pressions relatives de la demande et soldes extérieurs réels (suite)



¹ Se reporter au texte de la page 21 pour les explications.

² Exprimé en pourcentage du produit national brut.

Pour la Norvège et le Royaume-Uni également, il ne faut pas oublier que la position extérieure a bénéficié de plus en plus, au cours de la période couverte par le graphique, des effets favorables de l'exploitation du pétrole de la Mer du Nord – qui sont sans grand rapport avec les pressions de la demande ou les prix relatifs.

En ce qui concerne les modifications de la compétitivité des prix – ou des taux de change effectifs réels – les graphiques montrent que, de toute façon, on n'a guère enregistré de variations importantes avant 1978 par rapport à 1973; aussi ne doit-on pas être très surpris que, pour la majeure partie de la période sous revue, la position extérieure réelle ait été influencée principalement par les pressions relatives de la

demande. D'ailleurs, les modifications des prix relatifs n'affectent les exportations et importations en volume qu'avec un certain décalage – parfois fort long. Les Etats-Unis ont, bien sûr, subi une dévaluation considérable au cours des deux années antérieures à 1973 – première année indiquée sur le graphique – de sorte que le redressement de la position extérieure réelle américaine en 1974 et 1975 est certainement dû pour une part aux effets différés de ce phénomène, ainsi qu'au fait que la récession y a été légèrement plus grave que la moyenne. La compétitivité des prix relatifs s'est également améliorée au Japon en 1974 et 1975, ce qui a amplifié au niveau de la balance extérieure l'incidence de l'évolution des pressions relatives de la demande. Cette baisse du cours de change effectif s'explique probablement en partie par la conviction que la détérioration des termes de l'échange, à la suite du choc pétrolier, allait porter un coup sévère à l'économie nipponne. La position extérieure réelle du Japon a aussi été affectée l'an dernier par des mesures de caractère réglementaire – en particulier, le programme d'«importations d'urgence» qui est entré en application vers la fin de l'année. De même, pour le Royaume-Uni, la nouvelle dégradation de la compétitivité des prix relatifs, l'an passé, semble également anormale, tant sous l'angle de l'essor de la consommation, qui s'est traduit par une vive poussée de la demande, que sous celui du fléchissement (qui lui est certainement lié) du volume net des exportations. L'augmentation de la production pétrolière de la Mer du Nord explique au moins partiellement cette apparente anomalie; d'autre part, l'appréciation de la monnaie a assurément contribué à réduire l'inflation, même si elle n'a pas permis d'éviter les difficultés rencontrées au cours de l'hiver sur le marché du travail, qui ont produit l'effet inverse.

L'examen des graphiques révèle pour le moins que, quels que soient les autres facteurs susceptibles théoriquement d'affecter le montant des exportations et des importations réelles, ce sont les variations des pressions relatives de la demande (par comparaison avec les tendances antérieures) qui ont exercé en fait l'influence prépondérante au cours de ces six dernières années, et ce malgré le passage à un régime de taux de change flottants.

Il est tout aussi vrai que, quels qu'aient été les rôles relatifs de la demande nette du secteur public et du secteur privé, le résultat final, pour ce qui est de la demande globale, traduit en grande partie la disparité de comportement des autorités des divers pays devant les problèmes de l'inflation et du chômage. Ainsi, l'Administration américaine a délibérément choisi l'expansion pour réduire rapidement le chômage, et il est certain que cette attitude a indirectement aidé d'autres pays dans leurs efforts entrepris pour obtenir le même résultat. L'incidence directe de la reprise aux Etats-Unis s'est, bien entendu, fait sentir par le biais de la demande de produits importés; mais on espérait également que, en contribuant à éliminer les contraintes imposées par les balances de paiements, cette reprise donnerait à d'autres pays la possibilité de relancer la demande en appliquant leur propre politique d'expansion. Si la première voie s'est effectivement révélée efficace, comme l'indiquent les graphiques, il n'en a pas été de même de la seconde. Au lieu d'induire ailleurs le même degré de croissance, l'impulsion donnée par les Etats-Unis a eu tendance à aggraver le déséquilibre extérieur entre les pays industrialisés eux-mêmes, alors que le déséquilibre global de ces pays avec l'OPEP était précisément en voie de réduction. Cette disparité n'a fait que refléter, à dire vrai, les divergences de conception des autres pays sur le problème de la réduction durable du chômage. L'Allemagne et la Suisse, en particulier, considéraient l'élimination

de l'inflation comme la condition préalable à la réalisation d'une croissance saine. Le Japon, lui aussi, partageait dans une certaine mesure ce point de vue, bien que le tassement marqué de l'activité dans ce pays ait également traduit le désir des autorités de freiner la croissance industrielle et d'atténuer ses effets secondaires, encore plus pernicieux, ainsi que leur volonté de s'assurer une position extérieure solide de façon à réduire quelque peu la très grande dépendance du Japon vis-à-vis d'autres pays pour son approvisionnement en matières premières indispensables.

En simplifiant les choses à l'extrême, on pourrait dire que les Etats-Unis et divers autres pays, confrontés à la récession inflationniste provoquée en partie par la crise pétrolière, ont recouru à des politiques d'expansion classiques pour tenter de relever le niveau de l'emploi. Ailleurs, en Europe surtout, les autorités ont adopté une ligne de conduite plus prudente et se sont efforcées au préalable de rétablir un tant soit peu la stabilité des prix. Il s'agit là, incontestablement, non seulement d'une question de priorité accordée à l'un des deux objectifs économiques – aussi valables l'un que l'autre – mais également d'une différence de points de vue au niveau de l'analyse. Mais les exemples fournis démontrent très clairement que, par suite du degré actuel d'interdépendance de l'économie mondiale, la poursuite de politiques divergentes de régulation de la demande engendre un déséquilibre extérieur considérable. Il s'agit de savoir, pour l'heure tout au moins, comment ces déséquilibres peuvent être corrigés – par le biais des taux de change ou au moyen de politiques de régulation de la demande plus convergentes.

Si les taux de change n'ont guère varié au tout début du mouvement de reprise aux Etats-Unis (et de l'apparition concomitante d'un important déficit courant), c'est peut-être simplement parce que la divergence conjoncturelle était considérée comme un phénomène cyclique, de courte durée et réversible. Vers la fin de l'année dernière, toutefois, certains signes indiquaient que les écarts de taux d'inflation allaient en outre s'accroître de nouveau (ce point fait l'objet d'une étude plus complète dans le chapitre suivant). Ainsi, bien qu'en Allemagne le niveau de la demande interne commençât alors à s'élever au-dessus de la moyenne (voir graphique page 23), la persistance des divergences dans les autres pays, ainsi que les craintes inflationnistes, ont suffi (en même temps que d'autres facteurs examinés au Chapitre III) pour provoquer une variation considérable des taux de change effectifs réels.

Certaines indications donnent cependant à penser que ces fluctuations des taux de change risquent d'exercer des effets pervers sur la demande interne réelle, et spécialement sur les investissements industriels, qui viendraient s'ajouter à ceux, bien connus mais temporaires, affectant les balances commerciales nominales (mécanisme de la courbe en J). De telles craintes ont été principalement exprimées au Japon et en Allemagne mais, comme le montre le graphique de la page 23, le Royaume-Uni peut fort bien avoir constitué un exemple d'un type différent. Un cours de change relativement fort tend à faire baisser les prix à l'importation et, ainsi qu'il a été noté plus haut, cette situation a tendance à accroître le pouvoir d'achat du consommateur. Au Royaume-Uni, l'essor de la consommation enregistré l'année passée a certainement bénéficié en partie tout au moins de la fermeté de la monnaie anglaise. Mais, comme la demande était de toute façon orientée à la hausse et que les exportations nettes en volume diminuaient, la perte croissante de compétitivité du secteur industriel a suscité de plus en plus d'inquiétudes.

Pour le Japon et la Suisse notamment, c'est plutôt le problème inverse qui s'est posé. Pendant une assez longue période, le volume net des exportations s'était maintenu à un niveau élevé en présence d'une demande interne faible; sous cet angle, donc, la forte appréciation de la monnaie se justifiait. Ce qui était redouté, en revanche, c'est que, tout en agissant dans la «bonne» direction sur le volume des échanges, les variations du cours de change ne compriment encore davantage la demande interne. En fait, les appréciations n'ont pas entamé de façon sensible les marges bénéficiaires et ont même permis d'accroître le pouvoir d'achat réel des consommateurs. Mais, comme le processus d'ajustement est toujours en cours, le danger subsiste de voir les exportations continuer à fléchir dans les mois qui viennent. Quant à savoir s'il faut, dans ces conditions, prendre de nouvelles mesures de stimulation interne, ne serait-ce que pour appuyer le processus d'ajustement, cela dépendra de la vigueur du redémarrage actuel de la demande interne. Au Japon et en Allemagne, l'économie ne devrait pas tarder à bénéficier d'une dose importante de stimulants à la suite des mesures de réanimation de la demande prises l'an passé. Mais, quel que soit le risque d'un nouveau tassement de l'activité, les autorités nationales de nombreux pays auront sans doute toujours présentes à l'esprit les préoccupations d'une éventuelle recrudescence de l'inflation et de l'aggravation des déficits budgétaires, d'ores et déjà considérables. Par conséquent, les problèmes posés par la régulation de la demande et la divergence des comportements des pouvoirs publics à cet égard sont toujours d'actualité.

Le dilemme de la gestion de la demande

Bien que les divers pays aient réagi de façon différente devant la situation de crise qui s'est créée au lendemain du relèvement des prix pétroliers – et dont les conséquences sur le plan de l'équilibre extérieur viennent d'être examinées – il s'agissait pour presque tous de résoudre le même problème fondamental: la coexistence d'une forte inflation et d'un niveau de chômage élevé, ou, en termes plus techniques, l'ameusement, voire la disparition, des possibilités de parvenir, dans la conduite de la politique économique, à un «arbitrage» entre l'inflation et l'utilisation des ressources productives. A court terme, la politique de régulation de la demande ne pouvait, pour sa part, s'attaquer qu'à une seule de ces difficultés à la fois et, comme mentionné précédemment, les divers pays ont adopté des attitudes différentes quant à l'ordre de priorité de ces objectifs. Les résultats sont peut-être conformes à ce qu'on pouvait escompter: forte progression de la demande nominale aux Etats-Unis, accompagnée d'un recul du chômage et d'une accélération de l'inflation, et apparition de tendances sensiblement opposées dans les autres pays. Le chapitre suivant examine dans quelle mesure ces orientations de politique économique ont contribué à engendrer des évolutions divergentes en matière de prix. On peut toutefois remarquer dès à présent que ces disparités au niveau des prix ne sont pas seulement imputables aux pressions différentielles de la demande, mais aussi, pour une part importante, aux variations des taux de change. Ainsi, même dans les économies où la marge de ressources inemployées est demeurée élevée et où l'appréciation de la monnaie a contribué à freiner la hausse des prix, les facteurs internes d'inflation sont demeurés, dans certains cas, d'une vigueur et d'une ténacité déconcertantes. Et durant l'hiver, même dans les pays qui avaient enregistré, par le biais de l'appréciation du taux de change, des modifications particulièrement favorables dans le domaine des coûts des importations, la composante externe de

l'inflation par les coûts a de nouveau risqué de compromettre les efforts déployés dans la lutte contre l'inflation, par suite de l'amorce d'une nouvelle flambée des cours des matières premières, et du prix du pétrole en particulier. Dans ces conditions, les pouvoirs publics sont probablement soucieux de ne pas ajouter à l'augmentation des coûts déjà observée un facteur supplémentaire d'inflation par la demande, d'autant plus que, dans la plupart des cas, les déficits budgétaires demeurent très élevés et sont même susceptibles de s'accroître.

Les chiffres du tableau ci-après, qui constituent une des mesures possibles du déficit budgétaire, à savoir le volume net des prêts accordés par les administrations publiques, semblent à première vue contradictoires. Les déficits publics des pays qui ont adopté une attitude «prudente» pour ne pas attiser l'inflation sont toujours aussi élevés – voire croissants – au même titre que ceux de bien d'autres pays, alors que le déficit des administrations publiques aux Etats-Unis a été, par contre, fortement réduit. Qui plus est, il est même possible que cette année un nouvel accroissement des déficits se produise en Allemagne, au Japon, voire ailleurs, au fur et à mesure que les programmes mis en œuvre l'an passé feront pleinement sentir leurs effets.

La clé de ces apparentes contradictions se trouve évidemment dans le comportement des autres secteurs de l'économie, qu'il est préférable de représenter, pour les besoins de la présente étude, par leur solde des créances et dettes, c'est-à-dire leurs dépenses nettes – emprunts nets – ou leur épargne financière nette (voir page 28). Abstraction faite des écarts statistiques et des insuffisances de couverture, la somme des soldes des quatre secteurs doit être égale à zéro dans chaque pays; à chaque emprunteur doit correspondre un prêteur.

Le tableau fait apparaître très clairement, dans le cas des Etats-Unis, l'essor des dépenses nettes dans le secteur des ménages et dans celui des entreprises; cette évolution

Soldes des créances et dettes des administrations publiques, 1966-78

Pays	1966-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978
	en % du produit national brut/produit intérieur brut						
Etats-Unis	- 0,3	- 0,5	- 0,2	- 4,2	- 2,0	- 1,0	- 0,1
Japon	- 2,7	- 2,1	- 3,8	- 2,7	- 3,7	- 4,8	- 6,1
Allemagne fédérale	- 0,3	0,2	- 1,3	- 5,7	- 3,6	- 2,6	- 2,7
France	0,0	0,9	0,6	- 2,2	- 0,4	- 1,3	- 2,1
Royaume-Uni	0,1	- 0,2	- 4,0	- 4,8	- 5,0	- 3,2	- 4,2
Italie	- 3,0	- 5,5	- 5,9	- 11,7	- 9,1	- 8,1	- 10,6
Canada	1,0	0,5	1,9	- 2,4	- 1,8	- 2,6	- 3,5
Belgique	- 1,5	- 2,2	- 4,0	- 5,8	- 6,6	- 7,0	- 7,2
Pays-Bas	- 0,9	0,0	- 0,1	- 3,2	- 2,8	- 2,1	- 2,3
Suède	3,9	4,6	1,9	2,6	3,5	0,1	- 1,6
Danemark	1,3	3,9	4,5	- 2,3	- 0,4	- 0,4	- 0,2
Norvège	3,5	3,1	4,7	2,8	0,9	- 0,9	- 1,3

Source: Comptes nationaux OCDE et estimations de la BRI. Voir note au bas du tableau de la page 19.

a permis une réduction du déficit du secteur public – en grande partie de façon automatique, en raison de l'augmentation des rentrées fiscales due à la reprise de l'activité et de la réduction du chômage. Comme indiqué précédemment, le redressement économique a été tellement vigoureux que la recrudescence de la demande a, en fait, provoqué un déficit de la balance des paiements courants (autrement dit, un excédent pour le reste du monde). Le seul fait saillant de cette reprise, assez classique par ailleurs, induite en grande partie par les dépenses de consommation et de logement, est le rôle particulièrement dynamique du secteur des ménages. En revanche, l'accroissement des investissements des entreprises par rapport à l'épargne d'origine interne a été assez faible. Il convient d'ajouter que les dépenses des ménages ont également été stimulées au cours des deux années écoulées par une nouvelle intensification des anticipations inflationnistes.

Dans la plupart des autres pays, cependant, les dépenses nettes du secteur privé n'ont pas connu la même expansion, en dépit des vigoureuses mesures de stimulation prises par le secteur public. D'aucuns ont évidemment mis en doute l'efficacité de la politique budgétaire et ont même émis des craintes concernant une certaine « éviction » du secteur privé, malgré l'importance des marges inutilisées de ressources productives. Pour d'autres, les déficits élevés sont simplement la contrepartie de la prudence

Soldes des créances et dettes des divers secteurs

Pays	Secteurs	1973	1974	1975	1976	1977	1978
		en % du produit national brut					
Etats-Unis	Public	- 0,4	- 1,1	- 5,2	- 3,0	- 2,0	- 1,2
	Ménages	4,0	4,2	5,0	3,1	2,0	1,9
	Entreprises	- 4,4	- 4,3	- 0,5	- 0,7	- 1,8	- 2,5
	Reste du monde	0,0	0,2	- 0,8	0,1	1,1	1,2
Japon	Public	- 2,9	- 3,7	- 7,3	- 7,4	- 7,2	- 8,9
	Ménages	8,8	10,3	10,5	11,4	10,4	10,9
	Entreprises	- 7,6	- 8,5	- 4,1	- 3,9	- 2,6	- 1,0
	Reste du monde	0,0	1,0	0,1	- 0,6	- 1,5	- 1,7
Allemagne fédérale	Public	1,2	- 1,4	- 5,8	- 3,6	- 2,6	- 2,7
	Ménages	3,4	6,0	7,1	5,3	4,2	3,2
	Entreprises	- 3,8	- 2,9	- 1,1	- 1,6	- 1,7	- 1,7
	Reste du monde	- 1,2	- 2,6	- 1,0	- 0,8	- 0,7	- 1,2
Royaume-Uni	Public	- 4,2	- 6,7	- 8,5	- 7,6	- 4,5	- 5,2
	Ménages	4,4	7,2	7,8	7,3	6,5	6,9
	Entreprises	- 2,9	- 7,1	- 1,9	- 1,9	- 2,4	- 2,5
	Reste du monde	1,7	5,0	2,0	1,0	- 0,2	- 0,2
France	Public	0,9	0,6	- 2,2	- 0,4	- 1,2	- 2,3
	Ménages	3,5	3,7	5,7	3,5	4,5	6,7
	Entreprises	- 5,1	- 6,9	- 3,6	- 5,1	- 4,8	- 4,1
	Reste du monde	0,2	2,4	0,2	2,0	1,2	0,9
Italie	Public	- 10,2	- 9,6	- 12,4	- 9,2	- 8,9	- 10,9
	Ménages	15,5	13,2	16,1	13,8	15,3	17,9
	Entreprises	- 7,4	- 9,6	- 7,2	- 6,9	- 5,1	- 4,1
	Reste du monde	1,8	5,1	0,3	1,5	- 1,1	- 2,4
Canada	Public	1,0	1,6	- 3,0	- 2,1	- 2,7	- 3,6
	Ménages	4,8	5,3	5,6	4,6	5,3	5,6
	Entreprises	- 5,4	- 7,1	- 5,5	- 5,2	- 4,5	- 4,7
	Reste du monde	- 0,8	1,0	2,9	2,0	2,0	2,3

inhabituelle affichée par le secteur privé, dans un contexte d'inflation persistante, quoique déclinante. Ainsi, l'attentisme a été provoqué, dans le cas des ménages, (et contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis) par la crainte de voir les effets de l'inflation se répercuter sur la valeur réelle des actifs financiers et, dans le cas des entreprises, par la modicité des marges bénéficiaires et le faible niveau des ventes effectives et escomptées. En Allemagne cependant, la stratégie visant à rétablir la stabilité des prix a commencé d'être payante l'année dernière: la formation de capital fixe s'est fortement accrue, parallèlement à l'amélioration de la rentabilité des entreprises, et les dépenses nettes des ménages sont revenues à des taux plus normaux. Au Royaume-Uni par contre, la progression des salaires a été plus forte que la hausse des prix au cours du premier semestre, et les entreprises ont été amenées à recourir davantage à l'emprunt. Le secteur des ménages, grand bénéficiaire de cette évolution, a apparemment dépensé la totalité de ce supplément de revenu réel.

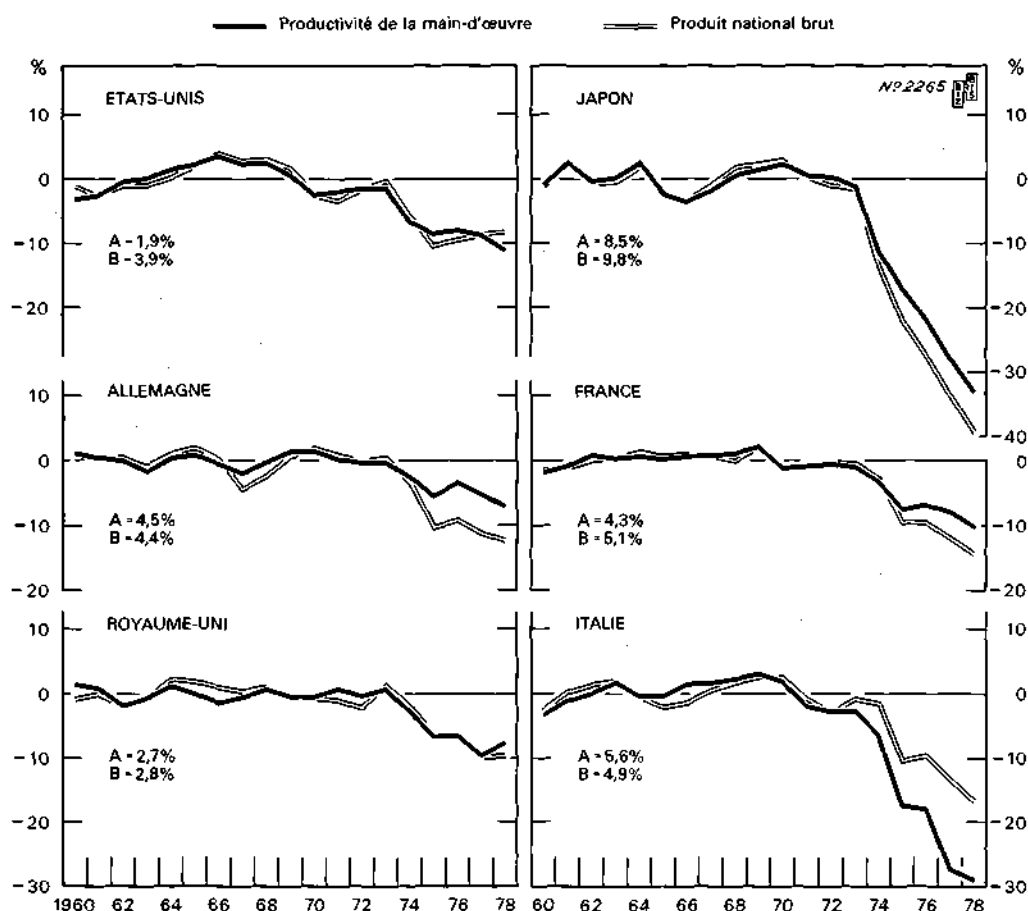
Pour un grand nombre de pays autres que les Etats-Unis, la question primordiale est maintenant de savoir si la reprise qui s'est manifestée au cours de l'hiver dernier va continuer à s'entretenir d'elle-même. Mais, avant d'examiner les dernières statistiques disponibles sur l'année en cours, il convient d'étudier un autre phénomène caractéristique de ces dernières années, à savoir l'évolution de la productivité.

La baisse des gains de productivité

L'un des traits les plus étonnants, et les plus déroutants, de l'évolution économique au cours des récentes années a été la médiocrité des gains de productivité. La même constatation décevante est, semble-t-il, encore valable pour 1978. La productivité s'était, bien sûr, fortement contractée en 1974 et 1975, au moment de la sévère récession qui s'amorçait (voir graphique page 30); mais, depuis lors, en dépit d'un léger redressement en 1976 correspondant au début de la reprise, elle a encore cédé du terrain. La croissance de la production a, elle aussi, été faible par rapport aux tendances antérieures; c'est pourquoi, dans la mesure où tous les pays étaient touchés par cette récession d'une gravité exceptionnelle, on pensait pouvoir imputer en partie, sinon en totalité, l'insuffisance des gains de productivité à ce seul facteur.

Or, la situation aux Etats-Unis donne maintenant à penser que d'autres facteurs sont entrés en jeu. En effet, l'emploi s'y est développé de façon vraiment remarquable: à la fin de l'année dernière, le nombre des effectifs au travail avait augmenté de quelque 10 millions (soit de 12%) par rapport au dernier niveau atteint au moment du maximum enregistré par la demande en 1973. Bien que cette progression n'ait pas permis, en raison des modifications intervenues dans la population active (examinées au Chapitre III), de ramener le chômage à ce que l'on considérait dans le passé comme un faible niveau, il ne fait guère de doute que les Etats-Unis se trouvent à l'heure actuelle pratiquement à un stade de plein emploi (cyclique). Mais comme, de son côté, la production n'a progressé que de 12% depuis 1973, la productivité n'a guère dépassé en 1978 le niveau de 1973. Etant donné que l'économie a atteint à présent le sommet du cycle conjoncturel, il en découle nécessairement que cette perte de productivité par rapport aux tendances antérieures (—10% environ jusqu'en 1978) ne peut être aucunement imputée à des facteurs cycliques. Ce n'est d'ailleurs pas le seul point d'interrogation. La vive progression de l'emploi inflige un démenti formel aux craintes exprimées

**Croissance de la productivité de la main-d'œuvre et du produit national brut* :
écarts par rapport à la tendance 1960-73**

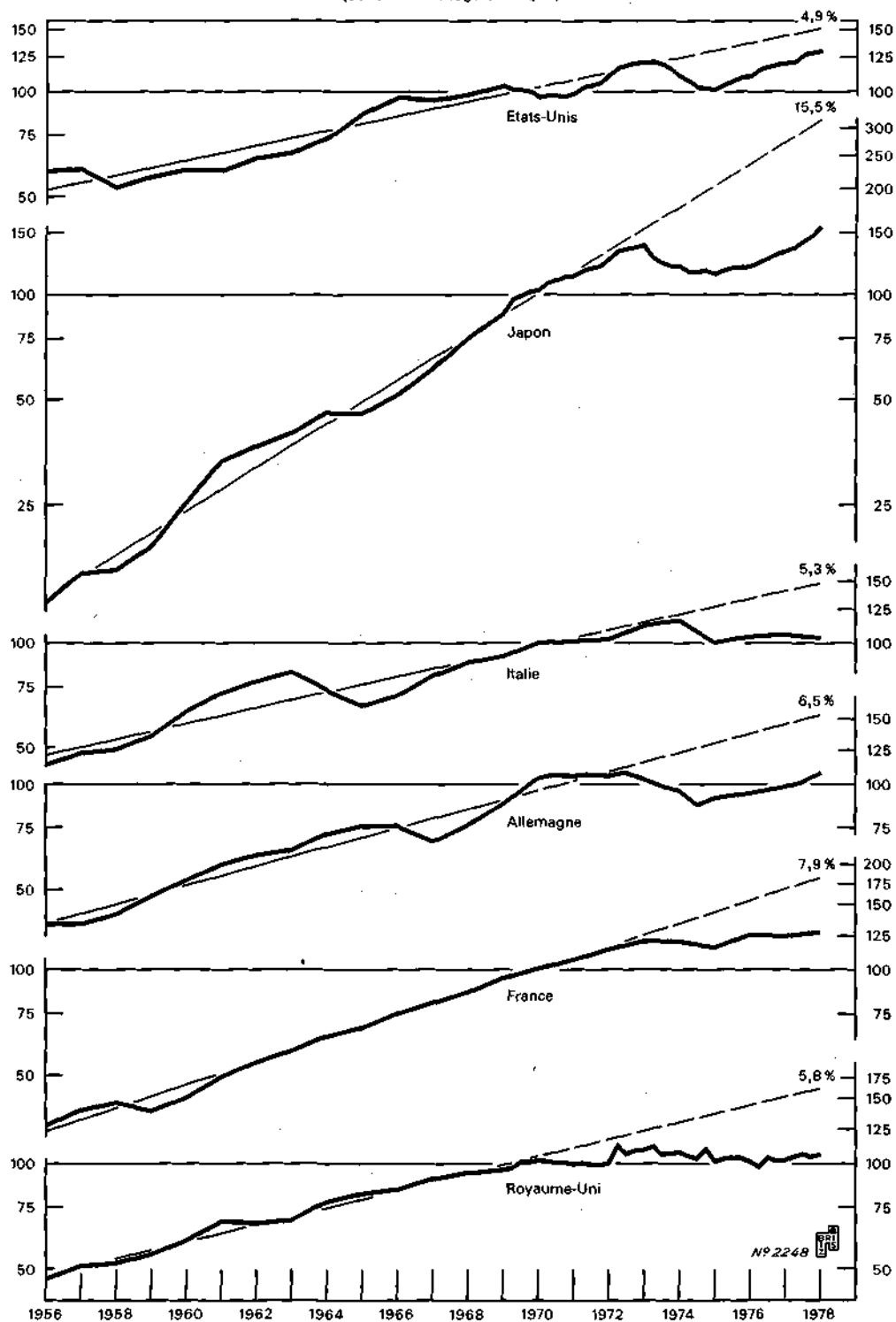


* Les chiffres à l'intérieur du graphique correspondent aux taux de croissance enregistrés de 1960 à 1973 pour (A) la productivité générale de la main-d'œuvre (c'est-à-dire le produit national brut divisé par le nombre total des effectifs au travail) et pour (B) le produit national brut.

à la suite de l'explosion des prix du pétrole; on redoutait alors que la modification considérable du prix relatif de l'énergie et la faible croissance des investissements (et donc des capacités) ne provoquent, du moins à court ou moyen terme, une contraction effective du capital installé et, partant, une limitation des possibilités d'emploi.

Ailleurs, l'insuffisance des gains de productivité est certainement due aussi à des raisons cycliques. Dans quelques pays, cette incidence se trouve délibérément amplifiée par des plans d'aide à l'emploi, comme par exemple en France et au Royaume-Uni, bien que dans ce dernier cas l'augmentation de la production de pétrole en Mer du Nord ait exercé une certaine compensation en termes de productivité. Au Japon également, des efforts résolus sont entrepris en vue de consacrer une part croissante de ressources aux dépenses d'infrastructure sociale et à la protection de l'environnement. De plus, dans de nombreux pays, l'exode de la main-d'œuvre rurale vers des activités à plus forte productivité se ralentit actuellement, quand elle n'a pas d'ores et déjà

Croissance réelle de l'investissement productif*
Indices annuels et trimestriels: 1970=100
(échelle semi-logarithmique)



* Y compris l'investissement du secteur public. Les lignes de tendance se rapportent à la période 1955-73.

cessé. La situation est sans doute différente, cependant, en ce qui concerne les transferts de main-d'œuvre vers les services (dont les gains de productivité sont traditionnellement faibles), bien qu'on ne puisse déterminer avec précision si ce mouvement s'est effectivement accéléré depuis 1973.

Quoi qu'il en soit, l'expérience des Etats-Unis peut également fournir des indications sur l'influence d'autres facteurs de caractère plus général. Par exemple, la baisse des gains de productivité semble, dans ce pays, être principalement le fait des industries minières et de la construction, ainsi que des services publics, plutôt que des industries de transformation. Or, c'est dans ce dernier secteur qu'on escompterait normalement les effets les plus marqués de l'intervention accrue des pouvoirs publics dans le domaine du contrôle de la sécurité et de la protection de l'environnement, ainsi que l'incidence des relèvements des prix de l'énergie. On pourrait également s'attendre, en temps normal, que ces facteurs n'abaissent qu'une fois pour toutes le niveau de productivité enregistré, plutôt que de peser sur le taux tendanciel de croissance de cette dernière.

La modicité de l'accroissement des investissements industriels par rapport au passé constitue également l'un des traits caractéristiques des quelque cinq dernières années dans la plupart des pays (voir graphique page 31), surtout si l'on tient compte de la part croissante consacrée par exemple à la lutte contre la pollution. Cependant, comme indiqué précédemment, l'expérience américaine porte à conclure, assez paradoxalement, que ce ralentissement n'a pas affecté le «potentiel d'emploi» de l'économie. L'investissement aurait, à tout le moins, permis d'«utiliser» de la main-d'œuvre plutôt que d'en «économiser». Or, comme les charges salariales représentent une part relativement élevée de la valeur ajoutée, on aurait pu escompter exactement le contraire, à savoir une plus grande économie de main-d'œuvre et une régression correspondante des possibilités d'emploi, du fait surtout que le volume des investissements était lui-même relativement faible. Pour les Etats-Unis au moins, l'évolution récente de l'investissement, combinée avec des coûts élevés de main-d'œuvre, constitue en soi une véritable énigme et ne semble être d'aucun secours pour expliquer la faiblesse des gains de productivité au cours des années récentes.

Au total, force est d'admettre qu'en dépit des influences cycliques, qui continuent certainement de se faire sentir à l'extérieur des Etats-Unis, la productivité n'a cessé de fléchir par rapport à ses valeurs tendancielles précédentes. Dans la mesure où cette évolution est due au renforcement de la sécurité et à la protection de l'environnement, les répercussions sur ce qu'on pourrait appeler le «bien-être réel» ne seront évidemment pas les mêmes que celles qui affectent le produit national brut potentiel. Cependant, cette évolution est également susceptible d'aggraver l'inflation en augmentant davantage les coûts unitaires de main-d'œuvre. De surcroît, si les pouvoirs publics établissent leur politique de régulation de la demande en fonction des taux antérieurs de croissance de l'appareil productif, on ne saurait écarter le risque de surchauffe de l'économie et d'inflation par la demande. Ainsi, bien qu'ayant réduit l'incidence stimulante des programmes budgétaires au début de l'année dernière, face à la vigueur persistante du marché du travail, l'Administration américaine a cependant été surprise par l'ampleur de la progression du niveau de l'emploi. Il faut toutefois admettre qu'ailleurs les économies ont continué à fonctionner avec des degrés variables de sous-emploi, c'est-à-dire que l'évolution de la production en 1978 a encore été fortement influencée par les facteurs qui conditionnent la demande globale.

Evolution de la situation au début de 1979

Vers la fin de l'année dernière, des signes de reprise sont apparus en Europe et, très rapidement, ce mouvement s'est répercuté sur les marchés des matières premières, où les cours des métaux, en particulier, ont amorcé une forte hausse, tout comme le prix du pétrole. Il reste à savoir évidemment dans quelle mesure ce regain d'activité va se poursuivre et, avec lui, la tendance à une plus grande convergence des comportements, voire à une élévation du niveau moyen de l'emploi.

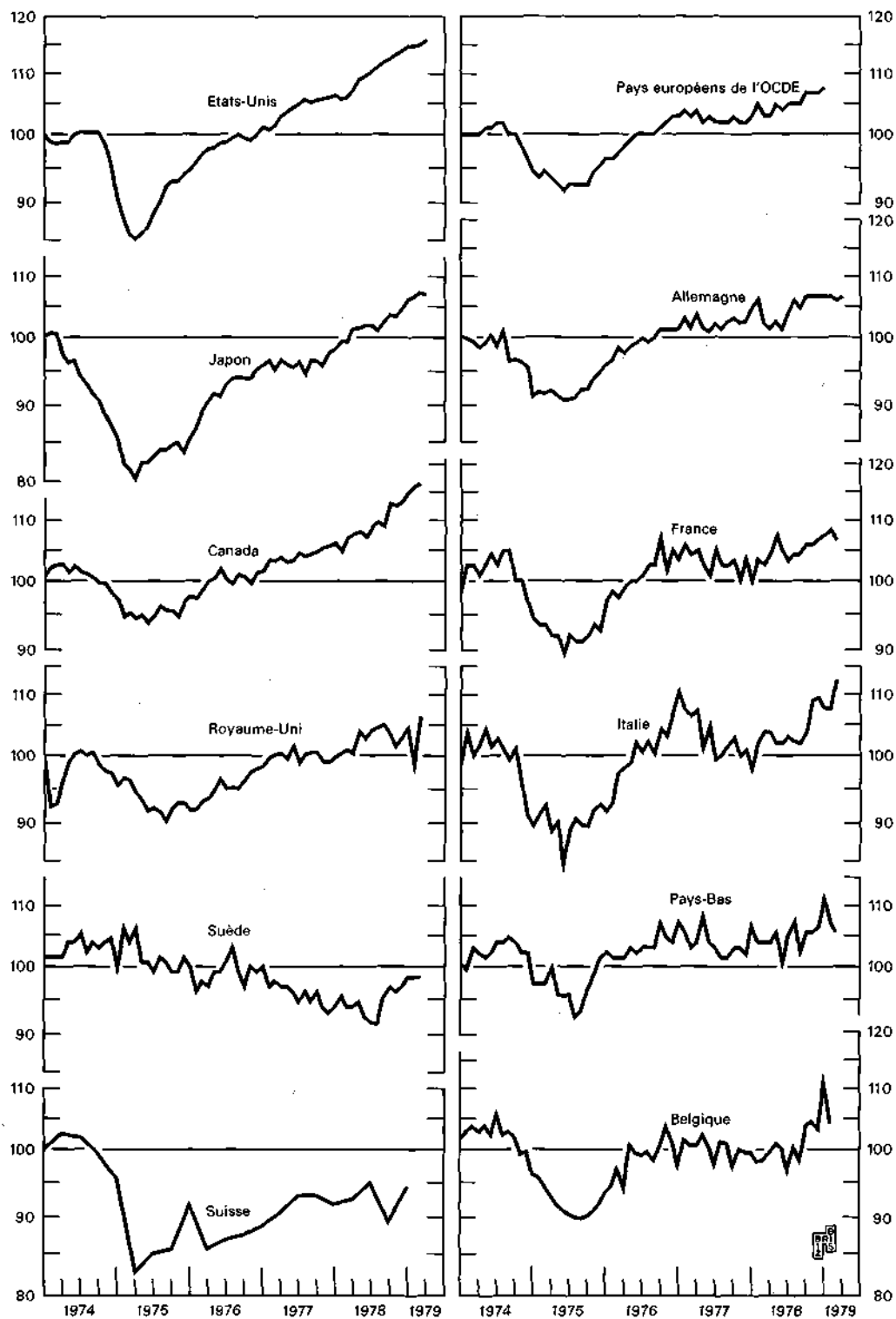
Malheureusement, en raison des décalages habituels dans la publication des données et des perturbations occasionnées par les mauvaises conditions atmosphériques et les grèves durant l'hiver, il n'est pas encore possible de tirer des conclusions bien nettes à partir des chiffres disponibles. Dans de nombreux cas, l'évolution de la production industrielle retracée dans le graphique est tout à fait remarquable, bien que la courbe s'arrête en février ou, au plus tard, en mars. On constate une croissance particulièrement rapide dans certains pays européens de moindre importance, ainsi qu'en Italie et au Canada. En Allemagne, les chiffres se ressentent de la rigueur de l'hiver dernier, bien que, sur le marché du travail, le chômage ait de nouveau diminué et que, comme le montre le tableau, le volume des ventes au détail se soit fortement accru au début de 1979. Des signes de tension s'y font également sentir dans le secteur de la construction, de même d'ailleurs qu'en Suisse, où le chômage a pourtant légèrement progressé. Le pourcentage des demandeurs d'emploi a aussi quelque peu augmenté en France, malgré une reprise modérée de la production et le dynamisme des ventes au détail. Au Royaume-Uni, après l'expansion très vigoureuse de la consommation l'an passé, la croissance risque de se ralentir sous l'effet des pressions inflationnistes qui se sont manifestées cet hiver, alors qu'au Japon certains indices montrent que l'appréciation du taux de change exerce de puissants effets de contraction en agissant sur le volume des exportations et des importations.

Volume des ventes au détail¹

Pays	1976	1977	1978					1979 dernier mois dis- ponible
			année entière	1er trimestre	2e trimestre	3e trimestre	4e trimestre	
indices, 1975 = 100								
Etats-Unis	105,0	110,1	114,1	111,3	113,3	114,5	117,3	115,5 ²
Canada	103,5	103,3	105,9	105,0	105,6	107,1	105,9	109,6 ³
Allemagne fédérale	102,8	106,8	110,3	109,9	109,9	111,1	109,9	113,2 ⁴
Japon	96,9	98,1	103,8	99,3	103,8	107,8	105,9	106,9 ⁴
France	102,7	102,8	104,8	103,9	104,5	105,8	104,5	110,5 ³
Royaume-Uni	99,8	97,1	102,3	99,7	101,1	103,8	104,7	103,7 ²
Italie	103,9	105,0	108,1	96,9	105,5	100,5	128,2	.
Pays-Bas	102,0	105,4	107,9	110,0	107,6	108,6	107,7	108,1 ⁴
Belgique	103	107	109	109	109	110	111	.
Suède	103,4	101,8	98,7	99,0	98,4	98,5	99,0	100,0 ³
Danemark	105	105	104	103	102	105	105	104 ³
Suisse	98,0	100,3	96,5	98,2	98,5	94,7	95,7	97,6 ³

¹ Chiffres corrigés des variations saisonnières sauf pour l'Italie. ² Mars. ³ Février. ⁴ Janvier.

Production industrielle
Quatrième trimestre 1973 = 100
(données désaisonnalisées, échelle semi-logarithmique)



Aux Etats-Unis, cependant, l'activité économique s'est maintenue à un niveau élevé, surtout si l'on tient compte du fait que les chiffres de la production du début de l'année ont été affectés par les conditions climatiques et que, au quatrième trimestre de 1978, la production globale atteignait déjà un taux de croissance annuel de 6,9%. Les dépenses des ménages, tant sur le plan de la consommation que de l'immobilier, ont continué à faire preuve d'une grande vigueur alors que l'inflation s'accélérait. A cela, il faut ajouter la dévaluation du dollar, qui a certainement déclenché un processus d'ajustement expansionniste des exportations et des importations en volume.

En résumé, on peut raisonnablement penser qu'une reprise sensible de la demande interne s'est généralement amorcée en Europe, mais les indices en sont toutefois moins évidents au Japon et en Suisse. Cette évolution survient cependant, alors que l'économie américaine fait preuve d'une vigueur inattendue. Pour les responsables de la politique économique, la question est de savoir si un ralentissement de l'activité aux Etats-Unis ne risquerait pas de tuer dans l'œuf le regain d'activité noté ailleurs. Dans l'histoire économique tout au moins, les cas de mouvements cycliques asynchrones ne sont certes pas exceptionnels. Mais on constate en même temps que l'inflation semble s'aggraver de nouveau, alors même que le chômage n'a pas baissé de façon sensible hors des Etats-Unis, ce qui montre bien que le problème de base auquel se heurte la politique de gestion de la demande n'est toujours pas résolu.

Conclusion

Pendant l'année en cours, le dilemme de la politique budgétaire n'ira certainement pas en s'atténuant; il risque même d'être amplifié par l'évolution dans le secteur étranger. La hausse du prix du pétrole et des cours d'autres matières premières, quelle que soit son ampleur, entraînera à n'en pas douter une aggravation de l'inflation par les coûts et aura, dans la mesure où l'excédent de l'OPEP recommence à s'accroître, une incidence dépressive sur la demande dans les pays importateurs de pétrole. En outre, pour les pays autres que les Etats-Unis, les ajustements des balances extérieures induits par les réajustements monétaires de l'année dernière exerceront, au même titre sans doute que le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis, un certain effet restrictif sur la demande globale.

On pourrait objecter que le développement constaté de la demande du secteur privé, surtout dans le domaine des investissements, aura peut-être une action compensatrice suffisante. Cependant, si cette demande venait à s'essouffler, il n'est pas sûr que l'expansion de l'activité serait suffisamment forte pour réduire rapidement les déficits, comme cela s'est produit aux Etats-Unis. De plus, outre qu'une intensification de la demande dans les économies industrialisées ne manquerait sans doute pas de faire monter les cours mondiaux des matières premières, et peut-être aussi le prix du pétrole, bon nombre de pays qui se trouvent déjà dans une situation délicate en ce qui concerne l'inflation salariale sur le plan interne, hésiteront à adopter de nouvelles mesures de relance. L'exemple récent le plus frappant a été, sans conteste, l'effondrement de la politique des revenus au Royaume-Uni, l'hiver dernier; mais, même dans maints autres pays, les pressions des charges salariales, qui s'étaient atténuées l'an passé, pourraient vite refaire surface. Bien que, devant l'ampleur du chômage en général, quelques pays seulement commencent à s'inquiéter de l'éventualité d'une nouvelle poussée de la demande,

il n'est pas à exclure que les négociations salariales soient affectées, même de façon quelque peu irrationnelle, par l'importance du déficit budgétaire. En d'autres termes, dans la mesure où les partenaires sociaux considèrent le déficit budgétaire comme un indicateur de l'inflation future, et cela malgré l'existence d'un chômage élevé, l'accroissement de ce déficit risque d'exercer des effets indésirables sur l'évolution des prix; et dans la mesure également où cette recrudescence de l'inflation entretient le comportement attentiste du secteur privé, on ne peut écarter le risque que toute nouvelle impulsion budgétaire délibérée ne soit purement et simplement vouée à l'inefficacité.

Beaucoup plus importante, cependant, sera l'influence exercée sur la politique budgétaire mise en œuvre par l'accélération, déjà constatée, de l'inflation. Comme le chômage continue à poser presque partout des problèmes, c'est ce regain de hausse des prix, ainsi que les signes précurseurs d'un nouvel excédent de l'OPEP, qui rendent actuellement le dilemme de la gestion de la demande encore plus délicat. Non pas nécessairement que les gouvernements privilégient de manière subjective l'un des deux «maux» que sont le chômage et l'inflation, mais simplement parce que la recrudescence de la hausse des prix pousse presque inévitablement les autorités à accorder davantage d'importance, dans leur politique économique, à la maîtrise de l'inflation. C'est en partie pour cette raison que le chapitre suivant examine très en détail les développements inflationnistes.

III. INFLATION ET CHÔMAGE

Les deux dernières années ont été principalement marquées par une évolution nettement divergente des taux d'inflation entre les Etats-Unis, d'un côté, et la plupart des pays d'Europe occidentale et le Japon, de l'autre. L'intensification de ce mouvement en 1978 s'explique dans une certaine mesure par des facteurs liés à la demande et à l'offre internes, mais surtout par la nouvelle glissade, en partie inattendue, du dollar EU sur les marchés des changes. La dépréciation de la monnaie américaine, ainsi que l'appréciation correspondante de diverses autres devises, ont accentué, par leurs répercussions sur les prix intérieurs, les disparités entre les prix relatifs. Ce processus, qui a naturellement amplifié la baisse du dollar, semble avoir été notamment engendré par la vigueur croissante de la demande aux Etats-Unis par rapport aux autres pays, ce qui a contribué, sur le plan interne, à ranimer la hausse des prix et à raviver les anticipations inflationnistes.

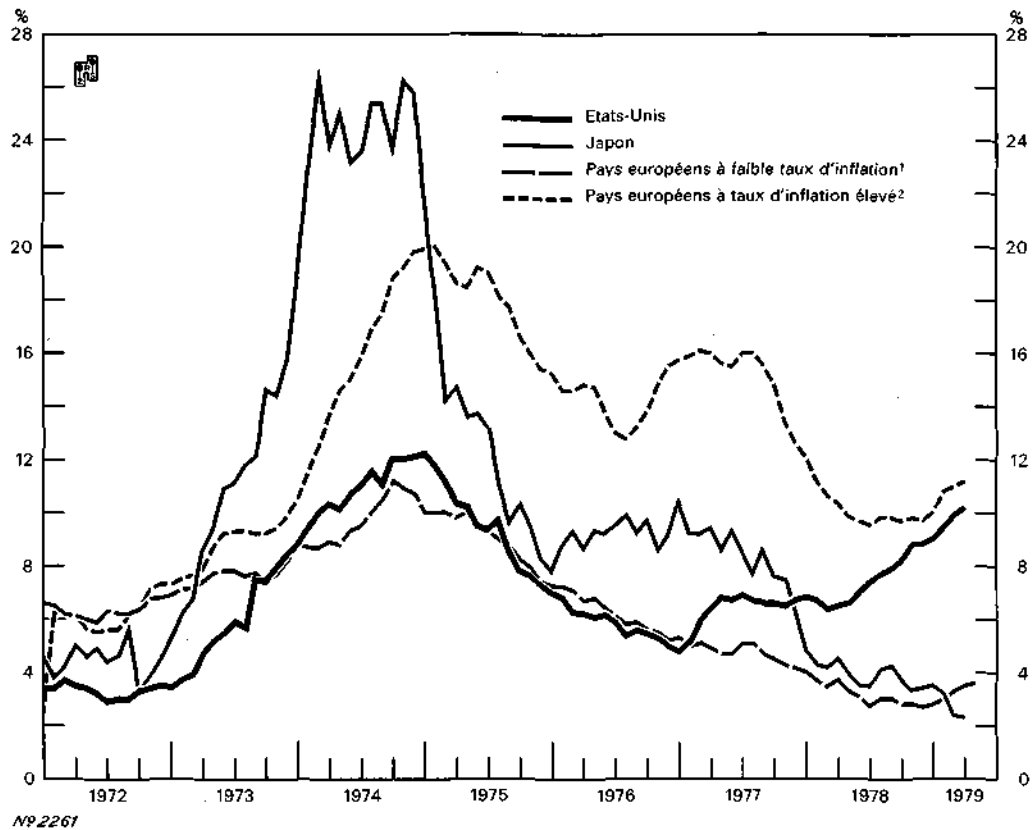
Au début de 1979, une tendance de plus en plus nette à une plus grande convergence des taux d'inflation relatifs est apparue, mais malheureusement dans le mauvais sens, car l'inflation semble s'accélérer hors des Etats-Unis et menace de s'étendre à l'échelle internationale. Trois raisons majeures expliquent cette évolution. En premier lieu, comme les taux de change sont plus stables depuis la fin de 1978, les pays dont la monnaie s'était appréciée antérieurement ont purement et simplement vu s'effriter progressivement l'avantage que leur procurait la réduction des prix à l'importation. Ensuite, comme le mouvement de reprise de la demande s'est poursuivi — bien qu'à une allure encore modérée — dans le reste du monde et que la vigueur de l'activité ne s'est pas démentie aux Etats-Unis, les cours des matières premières ont commencé à monter rapidement sur les marchés mondiaux. Enfin, les perturbations affectant les approvisionnements en pétrole dans le monde, et les nouvelles décisions de l'OPEP concernant les prix du brut, ont donné à l'inflation un élan supplémentaire non négligeable. Ces trois facteurs ont concouru à renforcer les effets inflationnistes d'origine externe. Reste à savoir comment les pays vont réagir devant cette nouvelle menace.

Diversité d'évolution de la hausse des prix à la consommation

Depuis le début de 1977, l'évolution de la hausse des prix à la consommation a été fort contrastée dans les grands pays industriels, en raison surtout des différences entre les objectifs de politique économique. Contrairement à la plupart des prévisions, le taux d'inflation aux Etats-Unis, qui s'était ralenti en 1975 et en 1976 selon un schéma assez conforme à celui des autres pays, s'est brusquement accéléré pendant le premier semestre de 1977, la majeure partie de 1978 et le début de 1979. Ailleurs, le ralentissement de l'augmentation des prix s'est poursuivi dans des proportions tout aussi imprévues; vers la fin de l'année cependant, cette décélération s'est progressivement interrompue dans certains pays et a fait place à un mouvement en sens inverse dans d'autres, où les prix se sont mis à monter à une allure inquiétante.

Cette divergence d'évolution en 1977 et en 1978 tient peut-être principalement aux différences croissantes dans la pression de la demande interne, examinées dans le

Hausse des prix à la consommation Variations sur douze mois, en %



¹ Moyenne arithmétique non pondérée pour l'Allemagne, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse. ² Moyenne arithmétique non pondérée pour la France, l'Italie et le Royaume-Uni.

Chapitre II. Déjà dans le courant de 1976, l'intensité de la demande interne s'était faite plus forte aux Etats-Unis que dans les autres pays; par la suite, elle n'a cessé de se renforcer en termes relatifs. Les prix à la consommation, dont le glissement de décembre à décembre n'était que de 4,8% en 1976, se sont accrus de 6,8% en 1977 et de 9,0% l'an dernier. Au cours de la période de trois mois s'achevant en mars 1979, ils ont progressé à la cadence annuelle de 13%.

Au Canada, l'inflation s'est également aggravée en 1977, avec un bond de 9,5% des prix à la consommation, contre 5,8% seulement en 1976. Après une amélioration temporaire au début de l'an dernier, la hausse des prix s'est de nouveau accélérée.

Comme le montre le graphique, les prix à la consommation aux Etats-Unis, qui avaient subi, en 1975-76, une évolution très voisine de celle des pays d'Europe occidentale à faible taux d'inflation, se sont ensuite écartés de cette tendance pour s'accroître à un rythme qui avait pratiquement rejoint, vers la fin de 1978, le taux moyen de hausse enregistré par les pays d'Europe à taux d'inflation élevé. Pendant ce temps, le Japon, qui avait connu en 1974, avec un taux de plus de 20%, une inflation bien supérieure à celle des autres pays, réussissait, au début de 1978, à s'aligner sur la courbe descendante

Evolution des prix à la consommation

Pays	Moyennes annuelles		Périodes de douze mois s'achevant en					1979 avril
	1969-73	1974-78	1975 déc.	1976 déc.	1977 déc.	1978 juin	1978 déc.	
	hausse, en %							
Etats-Unis	4,9	8,0	7,0	4,8	6,8	7,4	9,0	10,2*
Canada	4,6	9,2	9,5	5,8	9,5	7,2	8,4	9,3*
Japon	7,5	11,5	7,7	10,4	4,8	3,5	3,5	2,3*
Allemagne fédérale	5,3	4,8	5,4	3,9	3,5	2,4	2,4	3,5
France	6,1	10,8	9,6	9,9	9,0	9,0	9,7	10,1*
Royaume-Uni	8,0	16,2	24,9	15,1	12,1	7,4	8,4	10,1
Italie	3,6	17,0	11,1	21,8	14,9	12,2	11,9	14,3
Autriche	5,7	6,9	6,8	7,2	4,2	3,2	3,7	3,5
Belgique	5,2	9,2	11,0	7,6	6,3	3,7	3,9	3,9
Danemark	6,4	11,0	9,6	13,1	12,2	10,5	7,1	7,1*
Espagne	8,4	18,9	14,1	19,8	26,4	20,7	16,5	15,8*
Finlande	6,9	13,9	18,1	12,3	11,9	7,5	5,9	7,4*
Norvège	7,9	9,5	11,0	8,0	9,1	7,4	8,1	4,9*
Pays-Bas	6,7	7,9	9,1	8,5	5,2	3,4	3,9	4,3
Suède	6,8	10,3	8,9	9,6	12,7	9,1	7,4	5,9
Suisse	6,4	4,1	3,4	1,3	1,1	1,1	0,8	2,6

* Mars.

des prix que suivaient les pays européens à faible taux d'inflation. Même les pays européens à forte inflation ont ramené de 16 à 10% le rythme moyen de celle-ci au cours de la période de douze mois se terminant fin juin 1978.

L'ampleur de ces mouvements divergents a été tout à fait remarquable et même surprenante. Comme indiqué précédemment, les différences d'intensité de la demande ont joué un rôle important, au même titre d'ailleurs que les écarts qui en sont résultés dans l'évolution du marché du travail et les taux de chômage; elles n'offrent pas cependant une explication suffisante. Par ailleurs, les pressions autonomes des salaires n'ont pas, dans la plupart des pays – à l'exception du Royaume-Uni – contribué de façon déterminante, semble-t-il, à infléchir le comportement des prix relatifs. Au contraire, il ressort du graphique de la page 41 que les relèvements des taux de salaires et des rémunérations se sont adaptés, pour l'essentiel, à l'évolution des taux d'inflation. Des facteurs spécifiques ne semblent pas non plus avoir joué de rôle notable; il convient de relever, toutefois, que les gains globaux de productivité ont été faibles et que les prix des produits alimentaires ont enregistré en 1978 des hausses records aux Etats-Unis et au Canada (12 et 13% respectivement).

Outre les variations relatives de la pression de la demande, l'évolution divergente des prix a été principalement due aux fluctuations prononcées des taux de change, en particulier par rapport au dollar EU. En bref, on peut dire que les variations de taux de change, surtout par l'influence qu'elles exercent directement sur le coût en monnaie nationale des importations de denrées alimentaires et de matières premières ainsi que, indirectement, sur les prix des biens faisant l'objet d'échanges sur le plan international, ont eu tendance à amplifier les divergences d'évolution tendancielle de l'inflation, de sorte qu'une stabilisation des taux de change est de nature à engendrer une certaine convergence des taux de hausse des prix.

Une telle convergence, bien que s'opérant à un niveau moyen d'inflation plus élevé, a commencé à apparaître, ces derniers mois, dans l'évolution des prix à la consommation. Le tableau montre que la hausse de ces prix s'est sensiblement accélérée pendant les premiers mois de 1979 dans trois des quatre pays à faible taux d'inflation, la Belgique étant l'exception. Dans les pays d'Europe à forte inflation, l'accélération a même été plus marquée. Au Japon, en revanche, le mouvement de hausse a continué à se ralentir, en réaction peut-être, avec un certain décalage, à la vive appréciation antérieure du yen.

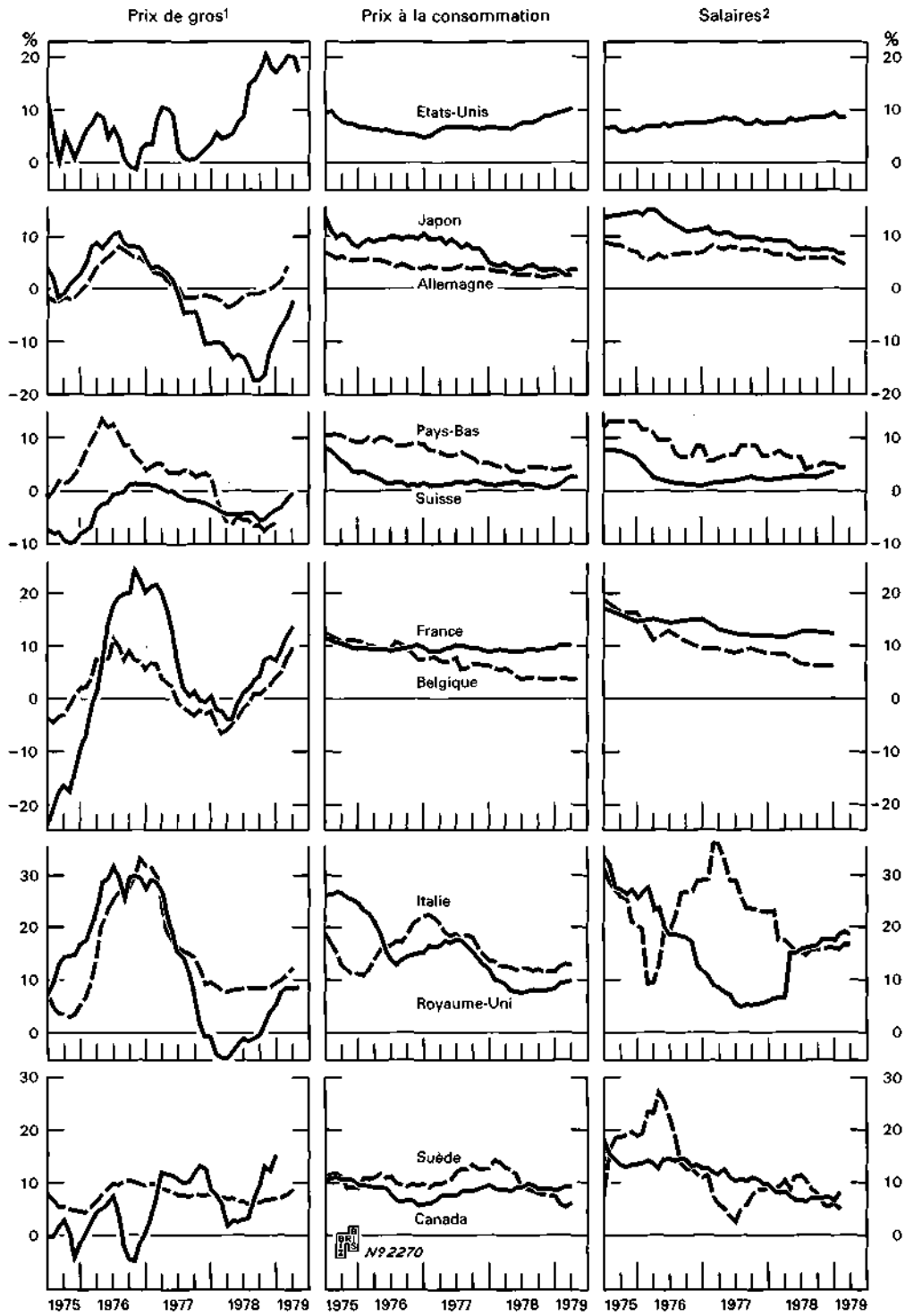
Les indicateurs sensibles des prix à l'échelon national et international

Pour une bonne part, les préoccupations récentes suscitées par la recrudescence des pressions inflationnistes ont été motivées moins par le comportement des prix à la consommation, qui réagissent toujours en dernier, que par les premiers avertissements donnés par les prix de gros, les cours mondiaux des matières premières et les prix du pétrole. Comme le montre le graphique ci-contre, la courbe retraçant la variation sur douze mois des prix de gros s'est redressée vers le milieu de 1978 bien que, dans certains cas, ces prix soient restés pendant quelque temps au-dessous du niveau atteint un an auparavant. A la fin de l'année, cependant, ce niveau a été nettement dépassé dans un certain nombre de pays comme le Royaume-Uni, la France, l'Italie et la Belgique, et des hausses sensibles se sont également produites dans des pays comme l'Allemagne, la Suisse et le Japon. Aux Etats-Unis, l'augmentation des prix de gros n'a cessé de s'accélérer depuis l'automne 1977 et, vers la fin de 1978, elle atteignait 20% environ par rapport à l'année précédente. Au Canada, l'évolution a suivi celle des Etats-Unis, quoique à un rythme plus lent, tandis qu'en Suède l'accélération constatée vers la fin de 1978 s'est faite à partir d'un niveau déjà assez élevé. Dans la mesure du possible, ces indications se réfèrent aux prix de gros des matières premières industrielles, même si ceux-ci accusent des variations plus marquées que les prix de gros à la production dans l'industrie.

Si l'on examine maintenant les cours mondiaux des matières premières, on constate que la tendance de l'indice de l'«Economist», calculé en dollars (pétrole exclu), n'a cessé de s'orienter à la hausse depuis le creux atteint lors de la récession de 1975, avec cependant des fluctuations prononcées à court terme. Pendant la période considérée, l'indice général a presque doublé, et il a également progressé d'un tiers environ par rapport au maximum atteint en 1974, durant la précédente phase ascendante. Il est à noter que ces augmentations se sont produites pendant une période où la reprise économique hors des Etats-Unis était généralement hésitante ou en perte de vitesse. Il se peut également que, selon les usages des marchés, la tendance ascendante des cours exprimés en dollars EU ait été influencée par la baisse de la valeur au change du dollar. Sur l'ensemble de la période, et plus particulièrement depuis la fin de 1976, ce sont les cours des denrées alimentaires qui ont le plus augmenté; depuis la fin de 1977 toutefois, les cours des fibres textiles n'ont cessé de progresser et ceux des métaux se sont vivement redressés à partir de niveaux très bas qui ne laissaient parfois aucun bénéfice.

Les prix en dollars EU des produits pétroliers ont fortement encheri depuis la flambée de 1973-74. A la mi-décembre 1978, les pays membres de l'OPEP ont

Prix et salaires
Variations sur douze mois, en %



¹ Pour l'industrie de transformation, il s'agit, dans la mesure du possible, des prix des facteurs de production.
² Rémunérations horaires dans le cas du Canada, des États-Unis, du Japon, de la Suède et de la Suisse; taux de salaires pour les autres pays.

annoncé leur décision de relever de 14,5% le prix du brut «Arabian light». Cette majoration, qui devait entrer en vigueur par étapes trimestrielles, visait à porter le prix du brut léger à \$14,55 le baril au quatrième trimestre de 1979. Mais, en mars dernier, dans le sillage des bouleversements survenus en Iran, les pays de l'OPEP ont décidé d'appliquer intégralement, à partir du deuxième trimestre de 1979, la majoration prévue et ont en outre autorisé certains pays à prélever un supplément en sus du prix de base arrêté en commun.

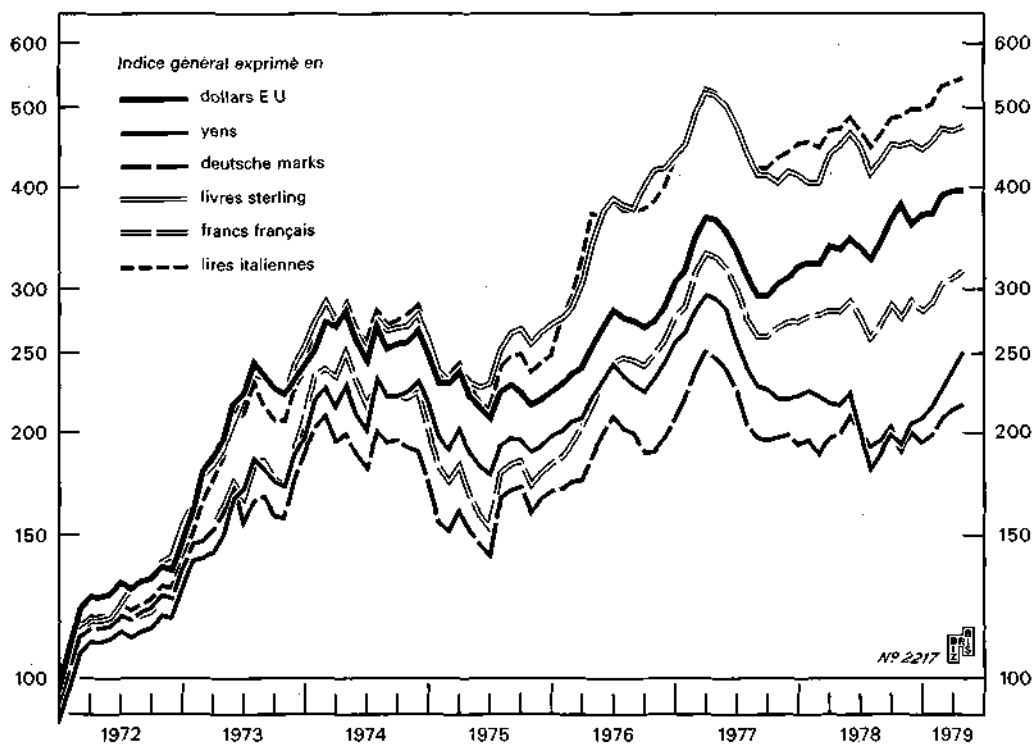
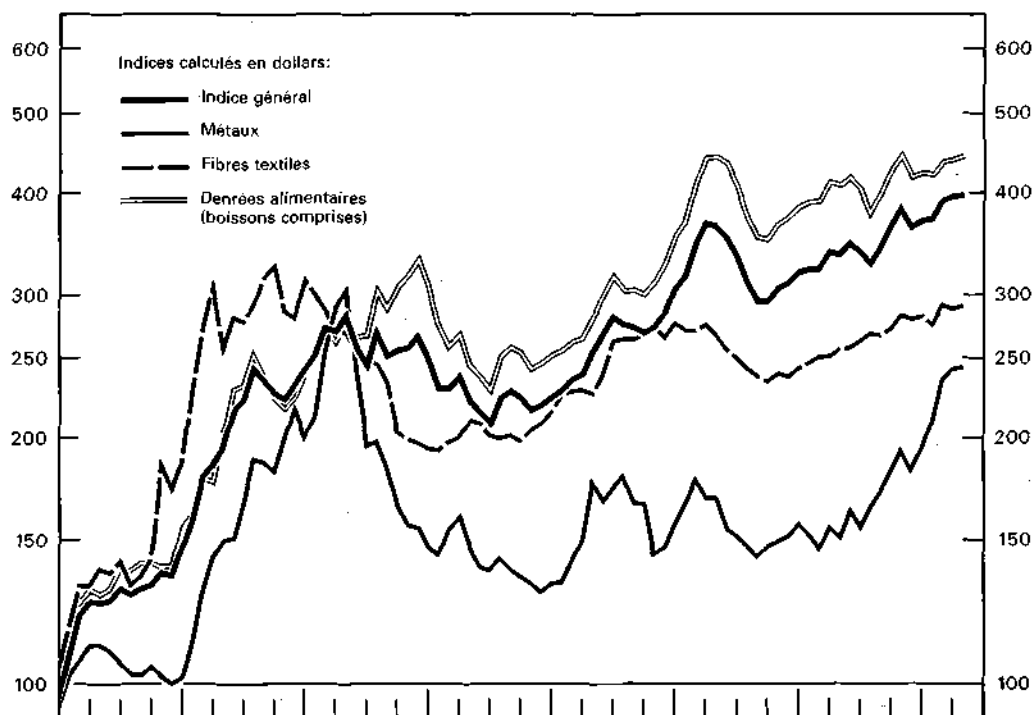
Ces ajustements de prix sont intervenus après le fléchissement de la production de pétrole de l'Iran, qui est passée d'un maximum de plus de 6 millions à moins d'un million de barils par jour. Cette réduction, qui n'a été compensée qu'en partie par l'augmentation de la production de l'Arabie Saoudite, a provoqué un resserrement de l'offre et d'importantes hausses du prix du pétrole sur le marché libre entre décembre 1978 et mars 1979. Si certains observateurs se consolent en constatant qu'en pourcentage le relèvement est faible par rapport au quadruplement du prix intervenu en 1973-74, il n'en demeure pas moins considérable et implique, par le jeu de l'«effet de cliquet», une nouvelle et importante orientation à la hausse des relations de prix à l'échelle internationale.

Afin d'examiner les fluctuations des cours des matières premières à la fois sous l'angle des écarts relevés précédemment dans les taux d'inflation et sous celui de la convergence et de l'accélération actuelles de ces derniers, l'indice en dollars de l'«Economist» a été recalculé, dans le graphique inférieur, de façon à en faire apparaître l'évolution à partir de la position avantageuse de certains pays autres que les Etats-Unis en termes de leur monnaie nationale. C'est ainsi que, depuis la fin de 1977, l'indice général des matières premières, exprimé en deutsche marks, est resté à un niveau très stable, tandis que l'indice libellé en yens est tombé en deçà de ce niveau. Ces divergences d'évolution, exprimées en termes de prix effectifs à l'importation, contribuent à expliquer les disparités déjà observées dans le comportement des prix à la consommation.

Les cours mondiaux des matières premières ont quelque peu reculé à la fin du printemps et au début de l'été de 1978, pour repartir de plus belle: entre le milieu de 1978 et avril 1979, la progression, en termes de dollars EU, a été supérieure à 20%. Comme les taux de change sont devenus plus stables dans l'intervalle, ces hausses ont commencé à se répercuter rapidement sur la structure des prix de gros internes. En outre, si l'ampleur de ce mouvement a varié en fonction de la monnaie concernée, tous les pays ou presque ont connu un renchérissement au cours de la période en question.

Devant cette évolution, des craintes sont apparues un peu partout de voir l'inflation s'accélérer dans les pays où l'on était peu à peu parvenu à mieux la maîtriser. Du point de vue de l'économie internationale, cette situation peut s'expliquer par la conjonction d'un mouvement de reprise en Europe centré principalement sur l'Allemagne, d'un haut niveau d'activité économique aux Etats-Unis et d'un essor continu de l'expansion au Japon et au Canada. S'il en est ainsi, le ralentissement de l'économie américaine, prédit depuis longtemps, pourrait atténuer les pressions de la demande sur les marchandises faisant l'objet d'un commerce international et permettre la poursuite, tant aux Etats-Unis que dans les autres pays, d'une croissance relativement exempte d'inflation.

Cours mondiaux des matières premières:
indice de l'«Economist»:
1971 = 100



Cette interprétation amène à se poser la question, intéressante au demeurant, de savoir si, dans l'hypothèse où les cours mondiaux des matières premières resteraient assez stables, il serait toujours possible que les grands pays industriels connaissent simultanément une expansion assez rapide. Il convient, toutefois, de remarquer que les raisons du brusque ajustement des cours intervenu récemment n'apparaissent pas encore clairement. Il est déjà arrivé qu'une flambée des cours soit suivie peu après d'une retombée. En outre, la récente instabilité des taux de change, notamment du dollar EU, a pu encourager une spéculation de grande envergure sur les matières premières, semblable dans ses grandes lignes à celle qui est apparue en 1973-74 après la généralisation du système des taux de change flexibles. Certaines hausses de cours, notamment dans le secteur des métaux, peuvent aussi s'expliquer en grande partie par les efforts déployés par les producteurs pour ramener les marges bénéficiaires à un niveau satisfaisant. En dépit de toutes ces réserves, des raisons subsistent encore, sans doute, de s'inquiéter des conséquences inflationnistes du niveau croissant de la demande mondiale, phénomène qui n'est devenu perceptible que tout récemment hors des Etats-Unis. En d'autres termes, on est en droit de supposer que, après une période prolongée de « stagflation » dans le monde, les investissements nécessaires au maintien de l'élasticité de l'offre de matières premières sur les marchés internationaux font peut-être défaut.

Il semble que beaucoup dépende à présent de l'évolution de la demande nominale aux Etats-Unis. Au début de 1979, malgré les perturbations causées par l'hiver rigoureux, l'économie connaissait toujours un degré élevé d'utilisation des capacités, et des goulots d'étranglement commençaient à apparaître dans certains secteurs. En dépit des efforts accomplis par les autorités pour freiner l'essor économique tout en évitant la récession, on ne pouvait encore déceler l'orientation que prendrait véritablement l'activité. D'un côté, avec la recrudescence de l'inflation et le rythme toujours soutenu de l'investissement fixe des entreprises, il est possible que la montée des cours des matières premières déclenche un nouveau cycle d'investissements sous forme de stocks, d'autant plus que ces derniers ont été maintenus à des niveaux très bas. De l'autre, la décision prise par l'Administration américaine en avril 1979 d'introduire un programme de libération des prix du pétrole produit aux Etats-Unis et de poursuivre ses efforts dans l'application de politiques budgétaire et monétaire restrictives pourrait contribuer à la modération requise de la demande globale. Etant donné l'importance particulière de ce qui s'est passé aux Etats-Unis ces deux dernières années, il semble opportun d'examiner d'assez près l'orientation des politiques mises en œuvre et les difficultés rencontrées au cours de cette période.

La recrudescence de l'inflation aux Etats-Unis

Parmi les événements qui ont perturbé la situation économique mondiale au cours de l'année écoulée, il convient de noter principalement l'accélération de l'inflation aux Etats-Unis et, en corollaire, le recul prononcé du dollar sur les marchés des changes. On constate maintenant que ces deux phénomènes ont été dus essentiellement à l'orientation expansionniste imprimée auparavant à la politique économique américaine. Devant l'existence d'un taux de chômage élevé selon les critères d'appréciation traditionnels (8,5% en moyenne en 1975), les autorités se sont apparemment

vues contraintes de recourir aux moyens d'action classiques sur les plans budgétaire et monétaire.

Compte tenu de l'ampleur du chômage et du fait que le taux d'utilisation des capacités productives dépassait tout juste 71% dans l'industrie de transformation au début de 1975, les autorités ont cru disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour stimuler la demande sans risquer sérieusement de ranimer l'inflation. Et même un an après, au printemps de 1976, rien ne leur semblait encore contredire cette hypothèse. Cette année-là, la progression annuelle des prix à la production des produits finis n'atteignait que 4,2% et l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre ne dépassait pas 5%. Quant au degré d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière, il se tenait toujours à 80%, soit sensiblement au-dessous du niveau record de 87,5% noté en 1973.

Etant donné que les autorités semblaient avoir les coudées franches pour appliquer une politique expansionniste de régulation de la demande, comment expliquer une telle recrudescence de l'inflation? Il convient de noter, tout d'abord, que les instruments de politique économique choisis au lendemain de la récession de 1974 ont été différents de ceux qui furent retenus par plusieurs autres grands pays industriels. D'une façon générale, la politique monétaire aux Etats-Unis, a eu principalement pour but, jusqu'en novembre 1978 tout au moins, de faciliter l'expansion de l'économie interne tandis que, pour plusieurs autres grands pays, le Japon et l'Allemagne en particulier, elle devait surtout permettre de réduire l'inflation et de sauvegarder la valeur de la monnaie sur les marchés des changes.

La politique budgétaire des Etats-Unis, fortement expansionniste si l'on se réfère au montant absolu du déficit des comptes financiers du gouvernement fédéral, a revêtu au fil des mois un caractère de plus en plus restrictif, puisque ce déficit, exprimé en pourcentage du produit national brut, est tombé de 4,6% en 1975 à 1,4% en 1978. En Allemagne et au Japon, au contraire, face à l'évidente nécessité de stimuler la demande, la politique n'a pris que progressivement un tour vraiment expansionniste. A l'inverse des Etats-Unis, ces deux pays ont donc assigné comme tâche essentielle à la politique budgétaire d'assurer une croissance modérée de l'activité interne, alors qu'ils compaient sur la politique monétaire, aidée en cela par l'appréciation du taux de change, pour réduire graduellement le taux d'inflation.

Initialement, la valeur du dollar sur les marchés des changes n'a pas posé de problème particulier. Avec le temps, cependant, l'orientation expansionniste de la politique économique américaine, le dépassement sensible des objectifs monétaires et l'abondance du crédit ont contribué à raviver les anticipations inflationnistes et à amplifier la baisse de la valeur internationale du dollar. On estime que ce fléchissement de la monnaie a accru d'un point entier la hausse des prix à la consommation aux Etats-Unis en 1978, et son incidence a peut-être même été plus forte si l'on tient compte des effets indirects, tels que la tendance marquée des industries concurrentes de produits importés à relever leurs prix en raison de l'affaiblissement de la compétition étrangère. Etant donné le rôle international du dollar, l'évolution de la situation sur les marchés des changes a renforcé les craintes inflationnistes et rendu le problème de l'inflation aux Etats-Unis de plus en plus insoluble.

Dans l'évaluation des perspectives de hausse des prix, les autorités américaines ont également pu être induites en erreur par les indices attestant l'existence de tensions sur le marché des capitaux et sur celui du travail. Dans tous les pays industriels, les instruments d'appréciation générale de l'utilisation de la main-d'œuvre et du capital installé, à savoir le taux d'utilisation des capacités productives et le taux global de chômage, revêtent une importance essentielle en permettant aux responsables de la politique économique d'évaluer les possibilités d'application d'une politique anticyclique, qu'elle soit monétaire ou budgétaire. Or, à présent, ces indicateurs de caractère global ont quelque peu perdu de leur crédibilité en tant que révélateurs du niveau d'utilisation de la main-d'œuvre et du capital. Aux Etats-Unis, les importantes modifications intervenues dans la composition de la population active rendent de plus en plus aléatoires les comparaisons avec les taux de chômage atteints dans le passé. On ne sait pas non plus dans quelle mesure le relèvement des prix de l'énergie a entraîné une réduction du stock économiquement viable du capital installé de l'économie américaine et abaissé, par voie de conséquence, le seuil d'utilisation non inflationniste. Mais bien que l'indicateur traditionnel d'emploi des capacités productives se soit élevé à 82,5% dans l'industrie de transformation en 1977, les autorités semblaient toujours hésiter à resserrer leur politique monétaire.

Les hausses des salaires nominaux n'ont pas été non plus considérées comme le signe évident d'une recrudescence de l'inflation. Les rémunérations horaires dans l'industrie privée se sont accrues de 9,3% en 1978, soit à un rythme à peine supérieur à celui qu'on avait noté en 1976 (8,7%). La plus grande surprise, apparemment, a été la médiocrité inattendue des résultats obtenus en matière de productivité en 1977 et de nouveau en 1978. L'augmentation de la production horaire par poste de travail dans les entreprises du secteur privé est tombée de 3,6% en 1976 à 0,4% en 1978. La forte progression des coûts unitaires de main-d'œuvre qui en est résultée (8,9% en 1978) dépasse d'ailleurs de près de 4 points l'accroissement enregistré juste deux ans auparavant et s'explique donc, à concurrence des trois quarts, par la baisse de la productivité.

En outre, les prix des denrées alimentaires, après avoir connu une augmentation d'une modicité inhabituelle au début de la période de reprise, notamment en 1976, se sont brusquement accélérés en 1978. Certes, une forte hausse relative d'une seule composante des prix ne conduit pas nécessairement à une progression du niveau général; il est cependant difficile de s'opposer à cette tendance dans un monde où les prix sont administrés. Aussi la montée en flèche des prix des produits alimentaires en 1978 (près de 12%, contre moins de 1% en 1976) s'est-elle fortement répercutée sur l'indice général des prix à la consommation.

Deux autres facteurs peuvent être mentionnés dans ce contexte, bien qu'il ne soit pas possible de les évaluer quantitativement. L'un est la difficulté rencontrée par les autorités pour déterminer le degré de stimulation exercé par leur politique monétaire sur la demande finale. Il se peut que des modifications d'ordre institutionnel et technologique dans la gestion de la monnaie, en particulier en 1974 et en 1975, mais également à la fin de 1978, aient amené à sous-estimer quelque peu l'impact de l'expansion monétaire. Cette difficulté, ainsi que l'utilisation des taux d'intérêt comme objectifs intermédiaires dans des périodes de variations accentuées des taux d'inflation, ont rendu plus ardue l'évaluation de l'incidence inflationniste potentielle d'une stimulation monétaire donnée. Une seconde incertitude concerne l'instabilité apparente de

l'arbitrage entre le chômage et l'inflation. Des indications de plus en plus nombreuses tendent à montrer que cette corrélation est probablement plus éphémère, plus instable et moins favorable qu'auparavant et qu'elle n'existe pas sur une longue période. C'est pourquoi le recours à des mesures monétaires pour stimuler la demande peut induire assez rapidement des hausses de prix, avec un bénéfice net à long terme faible ou nul sur le plan de la lutte contre le chômage. Si cette affirmation revêt de toute évidence un caractère conjectural et fort controversé, il n'en reste pas moins que la politique économique américaine a implicitement admis l'existence d'un arbitrage plus prononcé que celui qui a été retenu par les responsables de la politique économique de l'Allemagne et du Japon, lesquels ont accordé une plus grande priorité à la réduction du taux d'inflation.

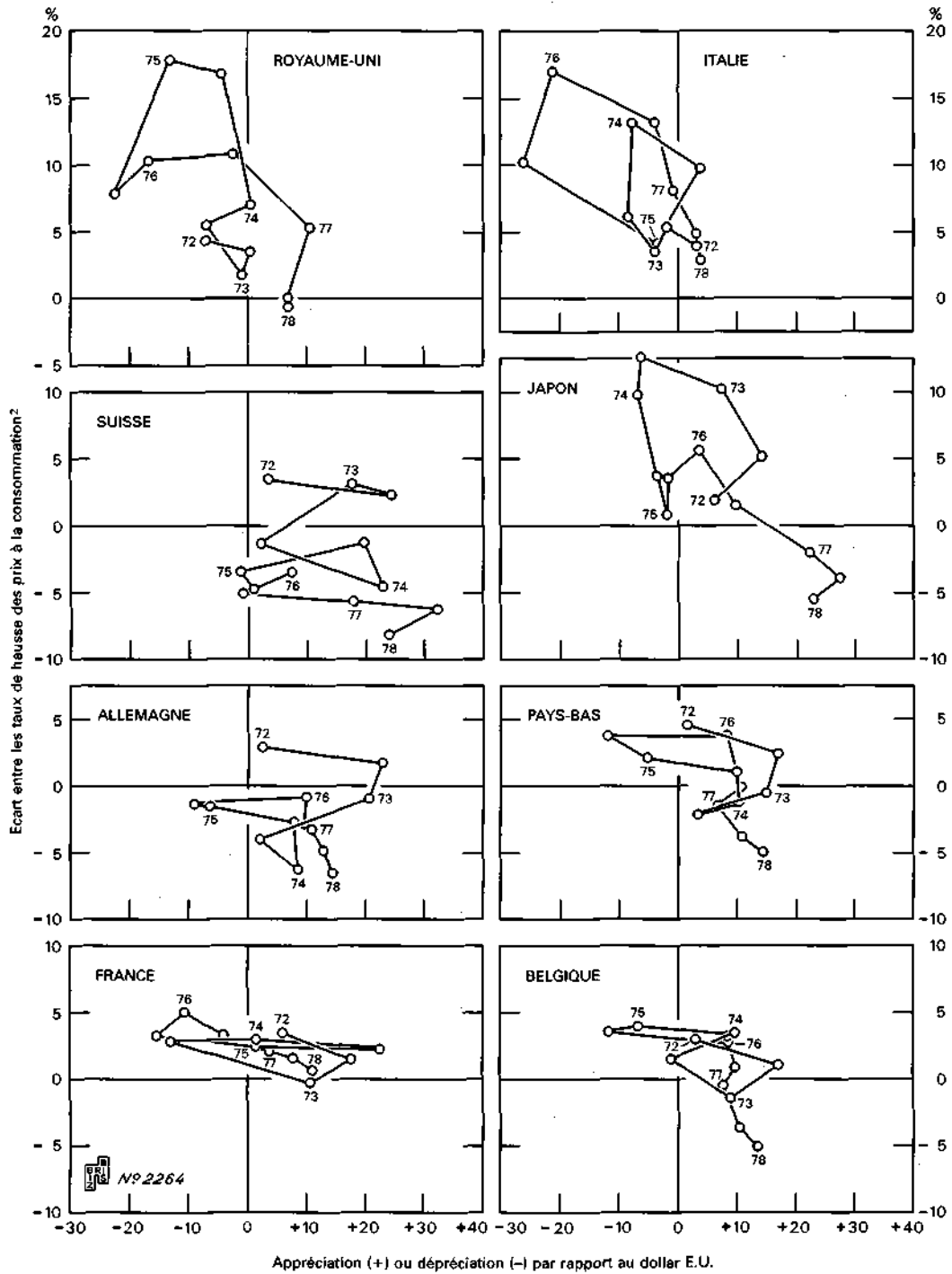
Comme les Etats-Unis ont encouragé – ou adopté – des politiques plus expansionnistes que les autres pays, la divergence des taux d'inflation est allée en s'accroissant, et les différences ont été amplifiées par les effets inflationnistes provoqués en retour par le recul, d'une ampleur inattendue, du dollar sur les marchés des changes. Malgré le degré accru d'ouverture de l'économie américaine dans le domaine du commerce et des flux de capitaux depuis la fin des années soixante, les prix internes sont restés relativement insensibles à des fluctuations de taux de change de faible ampleur. Dans le cas présent, l'incidence du taux de change sur l'inflation aux Etats-Unis semble avoir été nettement plus importante que prévu.

L'évolution défavorable des prix aux Etats-Unis s'est trouvée aggravée par la forte influence des anticipations sur les taux de change ainsi que par la volonté apparente manifestée par d'autres pays, en particulier l'Allemagne et le Japon, d'accepter une appréciation substantielle du cours de change de leur monnaie. En un sens, les taux de change flexibles ont joué le rôle qu'on attendait d'eux, dans la mesure où ils se sont adaptés à des politiques de gestion de la demande notablement différentes. En d'autres termes, les marchés des changes ont reflété dans une large mesure la disparité marquée des objectifs économiques qui existe depuis la grave récession survenue aux Etats-Unis en 1974-75. Ce qui a été inattendu, en revanche, c'est l'ampleur inhabituelle des variations effectives des taux de change et les répercussions inflationnistes exercées en retour par ces fluctuations. La reprise constatée tout récemment se distingue donc des périodes correspondantes des cycles précédents par le fait que l'ajustement fondamental en termes réels qui a accompagné les oscillations prononcées sur les marchés des changes n'est que de faible importance.

Interaction entre taux de change et prix internes

On a vu précédemment que les pressions relativement fortes de la demande aux Etats-Unis à partir de 1976 et la recrudescence de l'inflation depuis 1977 ont contribué au fléchissement du dollar. A son tour, la dépréciation du dollar est venue attiser l'inflation qui se manifestait de nouveau dans le pays, tandis qu'ailleurs elle permettait dans le même temps de freiner la hausse des prix. Cette interprétation est une variante de la théorie, à présent bien connue, des cercles « vicieux » et « vertueux » qui caractérisent le comportement du couple taux de change/inflation. Elle peut être illustrée au moyen du graphique ci-après, qui retrace les résultats obtenus par les divers pays avec un décalage de six mois par rapport à ceux des Etats-Unis. On a porté en

Ecarts de taux d'inflation et évolution des taux de change:
comparaisons par rapport aux Etats-Unis¹



¹ Variations sur douze mois, représentées de six mois en six mois, de fin 1972 à fin 1978. ² Un chiffre positif indique un taux d'inflation plus élevé qu'aux Etats-Unis.

abscisse les taux (sur douze mois) d'appréciation ou de dépréciation par rapport au dollar EU et, en ordonnée, l'écart entre les rythmes de hausse des prix à la consommation (mesurés sur douze mois) notés dans le pays en question et aux Etats-Unis. De telles comparaisons semblent justifiées à plusieurs égards: la recrudescence de l'inflation a surtout été un phénomène américain; les récentes variations de taux de change sont intervenues essentiellement par rapport au dollar EU; elles ont été influencées de façon «exogène» par les anticipations et le niveau de la confiance; enfin, un certain nombre de produits de base faisant l'objet d'échanges internationaux, en particulier le pétrole, sont facturés en dollars.

Par rapport aux Etats-Unis, divers pays ont enregistré, à partir du milieu de 1976 environ, une appréciation sensible de leur taux de change, qui a été suivie également, avec un certain décalage, d'une amélioration dans l'évolution des prix comparés. Dans presque tous les pays représentés sur le graphique, l'enchaînement des événements, qui se reflète dans la tendance des points d'observation à se succéder dans le sens des aiguilles d'une montre, a été le suivant: d'abord une appréciation, ou un fléchissement du rythme de dépréciation, puis une évolution de plus en plus favorable des prix relatifs en liaison avec une nouvelle revalorisation du taux de change. Pour les Etats-Unis, l'enchaînement a été exactement inverse, la baisse initiale du dollar ayant été suivie d'une détérioration graduelle dans l'évolution des prix puis d'une nouvelle dépréciation.

Une fois ce mouvement enclenché, le processus d'interaction entre les taux de change et les prix peut se poursuivre indéfiniment, bien que l'expérience suisse ait montré qu'il est peu probable qu'en moyenne les prix à la consommation diminuent effectivement en valeur absolue. En d'autres termes, il est possible que l'écart entre les taux d'inflation aille en augmentant pour autant que les autorités monétaires soient prêtes à alimenter le processus. En pratique cependant, les autorités se sentent contraintes, à un moment donné, d'interrompre le mouvement en agissant sur le degré de stimulation monétaire. La responsabilité des mesures d'ajustement incombe surtout, dans la majorité des cas, au pays engagé dans un cercle vicieux de dépréciation et d'inflation. C'est ainsi qu'au Royaume-Uni l'évolution des prix relatifs s'est sensiblement détériorée au cours des deux années se terminant à la fin de 1975, et le mouvement en sens inverse des aiguilles d'une montre, indiqué sur le graphique, qui atteint son point culminant avec la dépréciation considérable de 1976, constitue un exemple de fonctionnement du cercle vicieux. Grâce à l'adoption de mesures de stabilisation à la fin de 1976 et au début de 1977, axées en partie sur la politique des revenus et l'aide financière internationale, le Royaume-Uni a pu, pendant un certain temps, transformer le cercle vicieux en cercle vertueux. De même, l'Italie a connu deux cycles complets dans les deux sens, l'évolution des prix internes précédant ou suivant, selon le cas, celle des taux de change. En revanche, l'Allemagne, la Suisse et le Japon, en intervenant l'an passé pour éviter une revalorisation excessive de leur monnaie, ont été amenés à adopter des politiques monétaires plus expansionnistes et à courir de ce fait des risques d'inflation plus élevés.

Il est vrai que les écarts de taux d'inflation comme les variations de taux de change sont fonction des différences relatives dans les résultats économiques et dans l'orientation de la politique conjoncturelle. Toutefois, comme les taux de change sont extrêmement sensibles aux modifications des anticipations, aux fluctuations de la

confiance, ainsi qu'aux ajustements de portefeuilles et aux préférences en matière de risque, ils peuvent suivre, à certains moments et sous certaines conditions, une évolution autonome. Ce phénomène est souvent qualifié de «surréaction», en ce sens que les taux varient plus que ne semblent le justifier les écarts de taux d'inflation, actuels ou futurs. Dans ce cas, les taux de change eux-mêmes risquent d'amplifier les écarts d'inflation par le biais de leur incidence immédiate sur les prix des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux. En fin de compte, on constate que les taux internes d'inflation réagissent très rapidement à court terme aux modifications de la situation monétaire relative, mais dans la direction opposée à celle qu'ils suivaient sous un régime de taux de change stables ou fixes.

Le graphique fait apparaître la position très favorable d'un certain nombre de pays par rapport aux Etats-Unis à la fin de 1978. Au Japon, en Suisse et, au sein du «serpent» européen, en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, l'appréciation sur douze mois de la monnaie par rapport au dollar EU s'est échelonnée d'environ 15 à 25% et l'avantage en termes d'inflation relative a atteint 5 à 8%. Comme on pouvait s'y attendre, l'évolution du couple taux de change/prix a été très semblable, en Belgique et aux Pays-Bas, à celle de l'Allemagne, ce qui démontre que, dans une économie ouverte de petite dimension, les autorités peuvent intensifier leur lutte contre l'inflation en rattachant leur taux de change à une monnaie forte. On peut ajouter que, dans tous ces pays, la maîtrise de l'inflation a constitué le premier objectif de la politique économique et que les pouvoirs publics ont hésité à mettre en œuvre des mesures de relance visant à rétablir des taux de croissance élevés.

En France, l'évolution du couple taux de change/inflation a ressemblé à certains égards à celle des pays du «serpent»; à noter cependant que le taux d'inflation y a été généralement supérieur et que des différences sont apparues du fait des retraits du franc français du «serpent». La France a, en effet, quitté le système de janvier 1974 à juillet 1975, puis de nouveau à partir de mars 1976.

Le Royaume-Uni et l'Italie ont connu, comme la France, des taux d'inflation interne fort élevés. S'il est vrai que l'appréciation récente de ces trois monnaies par rapport au dollar leur a permis en partie de ralentir le mouvement inflationniste, la hausse des prix à la consommation atteint environ 10% en rythme annuel en France et au Royaume-Uni et près de 14% en Italie. La psychose inflationniste reste fortement enracinée dans ces pays, et les systèmes d'indexation officiels ou de facto ont contribué à perpétuer le processus.

Il serait risqué, bien qu'on soit tenté de le faire, de tirer des conclusions sur le caractère durable des relations de taux de change et des écarts de taux d'inflation qui sont apparus au cours des deux ou trois dernières années. D'un côté, il semble que l'appréciation de diverses monnaies par rapport au dollar EU à la fin de 1978 a nettement dépassé en importance la variation qu'auraient pu justifier les seules considérations de parité de pouvoir d'achat. De l'autre, les facteurs de confiance ont évolué, comme le montrent les tendances à la diversification des monnaies, et il se peut également que les autorités aient modifié leur attitude à l'égard de la gestion des taux de change. De plus, le lancement du Système monétaire européen constitue une nouvelle initiative visant à élargir la zone de stabilité des changes en Europe. Etant donné l'intérêt croissant qu'attachent de nombreux pays, y compris les Etats-Unis, à la réduction des variations inattendues des taux de change, on peut tout au plus dire qu'une diminution

des fluctuations des taux de change est possible. Cette éventualité implique – toutes choses étant égales par ailleurs – une tendance à une plus grande convergence des taux d'inflation et constitue un nouveau défi en matière de politique économique pour les pays dont l'appréciation de la monnaie a permis de réduire de façon sensible la hausse des prix.

Salaires, prix, productivité et chômage

Dans les sections précédentes, on a traité abondamment du rôle que les variations de taux de change exercent en facilitant ou en contrariant les efforts déployés par les pays pour lutter contre l'inflation. Il s'agit cependant d'un processus complexe puisqu'il dépend pour beaucoup de la façon dont le mécanisme interne prix/salaires réagit aux conséquences, favorables ou défavorables, des influences d'origine externe sur les prix. Bien sûr, ce n'est là qu'un facteur parmi d'autres permettant d'expliquer les écarts de taux d'inflation entre les divers pays.

Ce sont principalement les pays dont la monnaie s'est appréciée qui sont parvenus, au cours des deux dernières années, à ramener leur taux d'inflation à des niveaux satisfaisants. Ces mêmes pays – Japon, Allemagne, Autriche, Belgique, Pays-Bas et Suisse – ont également fort bien réussi, comme l'indique le tableau, à réduire ou à maintenir à un niveau peu élevé la progression nominale des rémunérations ou des taux de salaires dans l'industrie. Dans chacun de ces pays, en outre, les rémunérations réelles, après ajustement pour tenir compte de la hausse des prix, ont légèrement progressé.

Rémunérations nominales et réelles dans l'industrie

Pays	Rémunérations nominales*					Rémunérations réelles				
	1974	1975	1976	1977	1978	1974	1975	1976	1977	1978
	variations de décembre à décembre, en %									
Etats-Unis	8,6	6,1	7,7	7,4	9,3	-3,2	-0,8	2,8	0,6	0,3
Canada	16,6	13,4	12,7	9,6	6,8	3,6	3,6	6,5	0,1	-1,5
Japon	25,6	14,5	11,2	9,3	7,0	3,0	6,3	0,7	4,3	3,4
Allemagne fédérale	16,4	5,9	7,2	9,3	5,7	9,9	0,5	3,2	5,6	3,2
France	20,3	14,8	15,1	12,1	12,6	4,4	4,7	4,7	2,8	2,6
Italie	24,0	20,2	26,7	22,9	16,1	-1,0	8,2	5,7	7,0	3,8
Royaume-Uni	27,6	20,7	12,3	11,2	15,0	7,0	-3,4	-2,4	-0,8	6,1
Autriche	15,3	10,4	7,2	4,4	4,7	5,1	3,4	0,0	0,2	1,0
Belgique	24,4	16,2	9,5	8,7	6,3	7,5	4,7	1,8	2,3	2,3
Danemark	22,0	13,9	11,4	10,2	9,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8	2,4
Espagne	31,3	26,5	29,8	27,0	26,1	11,4	10,9	8,3	0,5	8,2
Finlande	24,6	17,2	14,0	7,9	5,7	6,6	-0,8	1,5	-3,6	-0,2
Pays-Bas	17,1	13,1	8,4	6,5	5,0	5,6	3,7	-0,1	1,2	1,1
Suède	13,7	18,7	11,0	8,9	6,1	1,9	9,0	1,3	-3,4	-1,2
Suisse	13,2	6,2	1,1	2,1	3,7	5,2	2,7	-0,2	1,0	2,9

* Rémunérations mensuelles, hebdomadaires ou horaires, sauf pour les chiffres en italique qui se réfèrent à des taux de salaires.

Pourtant, certains autres pays ont également obtenu une réduction sensible de leur taux d'inflation – souvent même après avoir subi une dépréciation de leur monnaie: c'est le cas de la Suède, de la Norvège, de la Finlande et du Danemark où, au début de 1979, l'inflation atteignait de 5% environ à 7%. Dans ces pays, on constate une modération croissante de l'accroissement des salaires nominaux, et dans certains cas il apparaît clairement – surtout en 1978 au Canada, au Danemark, en Finlande et en Suède – que les rémunérations réelles ont progressé faiblement ou diminué. Ces pays ont donc réussi, en partie dans le cadre général d'un plan de stabilisation de leur monnaie, à freiner le processus inflationniste malgré l'évolution défavorable sur le front extérieur. Aux Etats-Unis, on constate évidemment l'évolution inverse, puisque la hausse des rémunérations nominales s'y est accélérée en 1978, à la suite de la recrudescence de l'inflation et de la baisse du dollar.

Dans un troisième groupe se trouvent des pays comme la France, l'Italie et le Royaume-Uni, qui ont connu récemment un nouveau regain d'inflation avec des taux de l'ordre de 10% et plus. A noter que chacun de ces pays a bénéficié amplement de l'appréciation de sa monnaie par rapport au dollar EU au cours des douze à vingt-quatre derniers mois. Or, le tableau ci-avant révèle que les augmentations des rémunérations nominales ou des taux de salaires se sont échelonnées en 1978 entre 13 et 16%. En France et en Italie, les fortes hausses des salaires réels enregistrées au cours des années soixante-dix ont vraisemblablement provoqué une érosion sensible des marges bénéficiaires des entreprises. Au Royaume-Uni, la vive progression des rémunérations réelles, en 1978, a interrompu les progrès obtenus précédemment dans la lutte contre l'inflation grâce à l'application d'une politique des revenus, qui prévoyait une réduction progressive des revenus réels.

D'une manière plus générale, le niveau élevé du chômage et la faiblesse de la demande sur le marché du travail ont pu exercer, dans de nombreux pays, une certaine pression à la baisse des prix et des salaires au cours de ces dernières années. On pourrait

Taux de chômage¹

Pays	1957-73 Taux annuel		1975 décembre	1976 décembre	1977 décembre	1978		1979 avril
	maximum	moyen				juin	décembre	
	en %							
Etats-Unis . . .	6,8	5,0	8,2	7,7	6,3	5,8	5,9	5,8
Canada	7,1	5,5	7,0	7,5	8,5	8,5	8,1	7,9
Japon	1,5	1,1	2,0	1,7	2,1	2,4	2,3	2,1 ²
Allemagne fédérale . . .	3,7	1,4	4,9	4,4	4,5	4,4	4,1	3,9
France	2,7	1,6	4,2	4,3	5,2	5,2	5,8	6,0 ²
Royaume-Uni .	3,8	2,2	5,0	5,6	6,0	5,7	5,5	5,5
Italie ³	8,2	4,0	3,5	5,8	7,1	7,1	7,4	7,4 ⁴
Belgique . . .	6,3	3,7	8,7	9,8	11,0	9,9	11,1	11,0 ²
Pays-Bas . . .	2,7	1,5	5,5	5,2	5,1	5,1	5,3	5,1 ²
Suède	2,5	1,5	1,6	1,5	1,8	2,1	2,1	2,0
Suisse	0,0	0,0	0,9	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4

¹ Exprimés en pourcentage de la population active civile (en Belgique, population active assurée). Séries désaisonnalisées sauf pour la Belgique, la Suède et la Suisse. ² Mars. ³ Nouvelles séries à partir de décembre 1976. ⁴ Février.

épiloguer sur l'ampleur qu'a revêtue ce phénomène. Les taux de chômage enregistrés l'an passé sont demeurés très élevés dans la plupart des pays, par comparaison avec les années antérieures. Bien que le chômage ait sensiblement fléchi aux Etats-Unis, et dans une certaine mesure également en Allemagne et au Canada, il s'est encore accru dans des pays tels que la Belgique, la France et l'Italie.

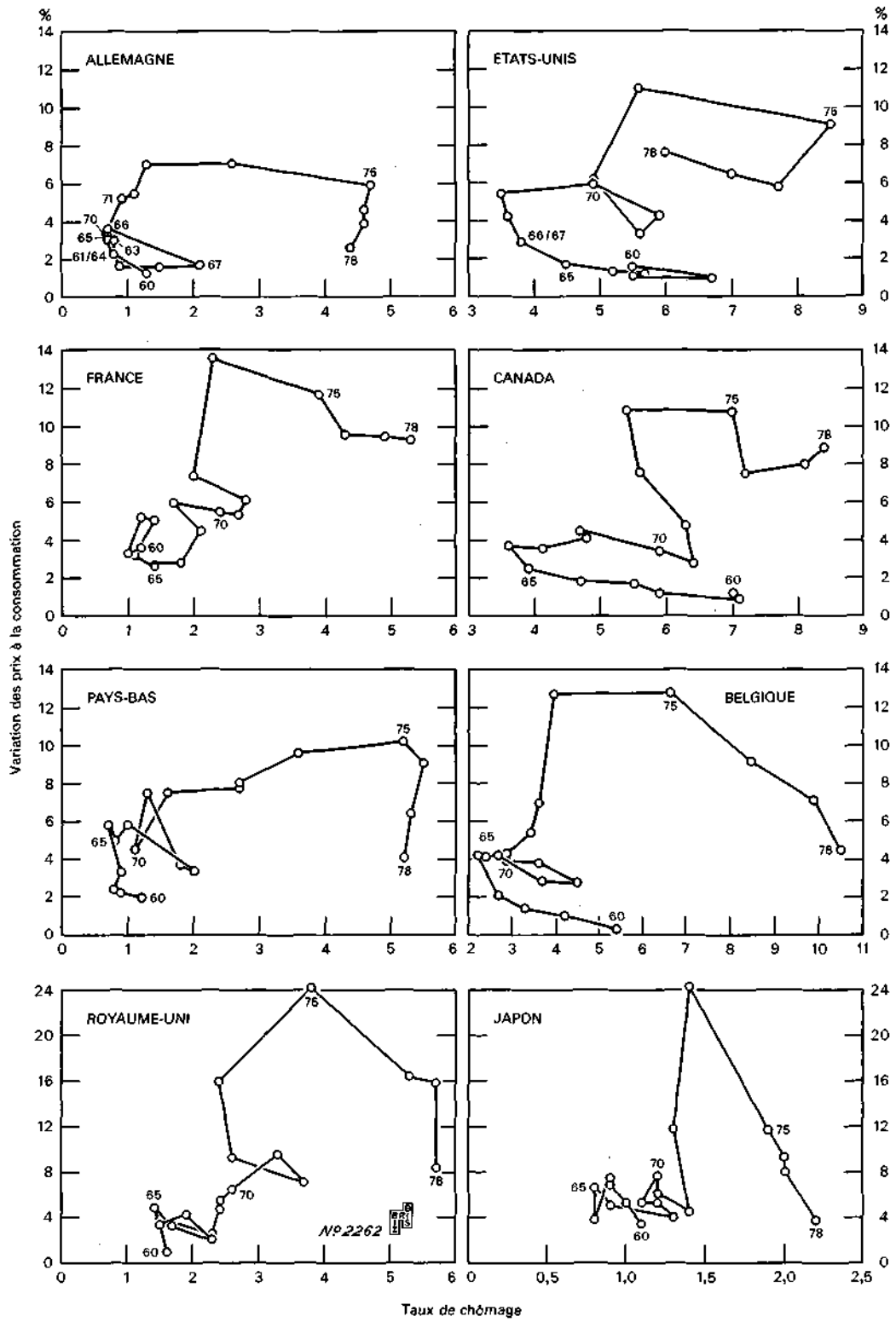
L'examen de cette question soulève pour les autorités l'important problème de l'arbitrage entre le chômage et l'inflation qui, dans ses grandes lignes, implique qu'en formulant leur politique de gestion de la demande les responsables de l'économie doivent trouver un moyen terme entre deux objectifs qu'ils souhaitent atteindre. Ainsi, ils ne peuvent obtenir une réduction du chômage qu'au prix d'une inflation plus élevée, alors qu'une diminution de l'inflation passe nécessairement par une aggravation du chômage. Le graphique ci-après montre qu'une relation de cette nature semble avoir existé dans divers pays au cours des années soixante. Mais depuis lors, et surtout depuis la crise pétrolière de 1973-74, les pays ont généralement dû faire face à la fois à une montée rapide de l'inflation et à une poussée du chômage.

Comme l'indique le graphique, les taux d'inflation ont généralement baissé de façon sensible dans certains cas, depuis le creux de la récession de 1975. Il est intéressant de noter que la hausse des prix a rapidement diminué dans les pays dont la monnaie s'est appréciée en termes de dollar — Allemagne, Suisse, Japon, Pays-Bas et, plus récemment, Royaume-Uni — tandis que le taux de chômage n'a guère varié. On aurait pu s'attendre qu'un recul marqué de l'inflation s'accompagne d'une certaine rigidité des salaires entraînant une augmentation des salaires réels, un freinage éventuel de la demande de main-d'œuvre et, par conséquent, une montée du chômage. Cependant, ainsi qu'on l'a vu plus haut, les ajustements de salaires ont suivi assez fidèlement l'évolution des prix dans les pays dont la monnaie s'est appréciée, et l'accroissement du chômage à court terme a pu être en grande partie évité. En France et en Belgique, le ralentissement de l'inflation s'est accompagné de fortes poussées du chômage, mais il se peut que cette évolution ait été due en partie à des difficultés structurelles dans des industries telles que la sidérurgie et le textile.

La relation traditionnelle entre l'inflation et le chômage s'est-elle modifiée de manière fondamentale? L'inflation est-elle en elle-même aujourd'hui une cause de chômage? Certains aspects de cet important problème ont été examinés dans de précédents Rapports annuels. Pour l'heure, il suffit de dire que les autorités de tous les pays souhaiteraient ramener le chômage à des niveaux minimums à long terme, mais que leurs conceptions diffèrent nettement sur les moyens à mettre en œuvre pour y parvenir. La politique d'expansion appliquée par les Etats-Unis au cours des deux ou trois dernières années offre un exemple de l'une de ces approches qui concorde avec la thèse de l'arbitrage entre l'inflation et le chômage. En l'occurrence, le chômage a fortement reculé, mais la hausse des coûts a été sensiblement plus importante que prévu. Selon une autre approche — celle de l'Allemagne et du Japon — la maîtrise de l'inflation est une condition préalable à tout rétablissement d'une croissance durable à long terme.

L'expérience des années récentes, et notamment les conséquences inflationnistes de la reprise aux Etats-Unis, tendent du moins à confirmer la nécessité d'agir avec prudence dans la mise en œuvre de politiques expansionnistes. Cette prudence est motivée, notamment, par l'irruption, au cours des années soixante-dix, de facteurs structurels tant dans l'industrie que sur le marché du travail. En outre, comme les anticipations

Chômage et prix à la consommation, 1960-78
Moyennes annuelles



s'ajustent avec beaucoup plus de précision à la situation fondamentale de l'économie, les agents économiques sur les marchés des biens, du travail et des capitaux ont tendance à présent à adopter, devant les actions délibérées de stimulation des pouvoirs publics, des comportements qui accélèrent rapidement l'inflation. En d'autres termes, les prévisions d'évolution des prix dans le secteur concurrentiel sont devenues de plus en plus sensibles, ces dernières années, aux modifications des politiques de régulation de la demande, ce qui paraît, dans une certaine mesure, avoir réduit la prévisibilité des réactions des marchés privés à ces changements.

En ce qui concerne le premier point, il convient de noter que les mesures globales d'évaluation du chômage ne semblent plus constituer un indicateur valable de la situation économique générale. Dans de nombreux pays, les autorités considèrent que ces mesures reflètent une bonne part de chômage structurel que les moyens classiques de stimulation de la demande ne sont pas à même de résorber. Dans certains pays, des problèmes de structure sont apparus dans des secteurs industriels touchés par l'intensification rapide de la concurrence émanant de nouveaux pays producteurs, ainsi que par les problèmes généraux posés par une offre excessive dans des industries plus anciennes. Ces problèmes, qui touchent spécialement des industries telles que la sidérurgie, la construction navale, le textile et l'électronique, sont souvent rendus plus épineux par des difficultés locales liées au manque de mobilité de la main-d'œuvre. Dans de nombreux pays, les qualifications professionnelles des demandeurs d'emploi ne correspondent pas aux besoins de l'économie, et il se révèle particulièrement difficile de réduire le chômage des jeunes et des femmes. Entre 1973 et 1977, par exemple, la proportion des jeunes de moins de 25 ans s'est accrue de façon sensible dans le nombre total de chômeurs au Royaume-Uni (de 25 à 46%), en Belgique (de 22 à 34%), aux Pays-Bas (de 29 à 37%) et en Allemagne (de 23 à 29%), cependant qu'elle demeurait structurellement élevée (entre 40 et 60%) aux Etats-Unis, au Canada, en France, en Italie et en Suède. La proportion des effectifs féminins dans le nombre des sans-travail a également considérablement augmenté au Canada, en Italie et au Royaume-Uni. En outre, en Europe occidentale — contrairement à ce qui s'est passé apparemment aux Etats-Unis — les entreprises semblent avoir été réticentes à embaucher, par suite des obligations qu'elles auraient ainsi contractées sur le plan de la sécurité de l'emploi, quelle que soit l'évolution de la situation économique. Enfin, il se peut que, dans certains cas, les effets des régimes d'indemnisation du chômage aient quelque peu contribué à gonfler le nombre des demandeurs d'emploi.

En ce qui concerne le second point, la principale difficulté a porté sur les rapports prix/coûts. Les autorités des divers pays ne considèrent certes pas le chômage comme un moyen de combattre l'inflation, mais elles ne voient pas comment stimuler la demande sans déclencher en même temps une nouvelle spirale inflationniste prix/salaires. Certains pays ont tenté de surmonter cet obstacle en mettant en œuvre, sous une forme ou sous une autre, une politique des revenus, mais les résultats ont été plutôt mitigés. Dans le cas le plus récent — celui des Etats-Unis — le recours à des directives de caractère volontaire en matière de prix et de salaires semble s'être heurté à des difficultés, et les effets de cette politique sont encore incertains. Au Royaume-Uni, les politiques de revenus appliquées de 1975 à 1978 ont été très efficaces, mais les événements qui se sont produits depuis l'été dernier ont montré combien il est difficile de maintenir le cadre d'une telle politique et de s'orienter avec souplesse vers

Emploi et productivité de la main-d'œuvre

Pays	Emploi total ¹					Productivité de la main-d'œuvre ²				
	1974	1975	1976	1977	1978	1974	1975	1976	1977	1978
	moyennes annuelles, variations en %									
Etats-Unis Ensemble de l'économie ..	1,6	-1,3	3,1	3,4	4,1	-2,9	0,2	2,4	1,4	-0,2
Industrie de transformation	-0,1	-8,6	3,7	3,4	3,5	1,5	1,0	4,7	1,6	2,4
Canada Ensemble de l'économie ..	4,3	0,9	2,1	1,8	3,3	-0,7	0,5	3,4	0,8	0,1
Industrie de transformation	3,0	-5,6	1,4	-1,4	1,0	1,9	1,0	3,4	5,5	3,6
Japon Ensemble de l'économie ..	-0,4	-0,3	0,9	1,4	1,2	-0,1	1,7	5,5	4,1	4,3
Industrie de transformation	-0,5	-5,4	-2,7	-1,8	-3,0	1,3	-3,1	10,3	5,7	8,8
Royaume-Uni . . . Ensemble de l'économie ..	0,4	-0,5	-0,7	0,5	0,1	-2,1	-1,2	4,3	0,8	3,2
Industrie de transformation	0,6	-4,9	-3,2	1,5	-0,6	-1,4	1,1	5,3	-0,6	4,4
France Ensemble de l'économie ..	0,8	-1,9	0,6	0,8	0,6	2,0	2,2	4,0	2,2	2,2
Industrie de transformation	-2,6	-1,1	-1,1	0,8	-2,0	6,7	-5,1	11,2	3,5	4,9
Allemagne fédérale Ensemble de l'économie ..	-1,9	-3,4	-0,9	-0,2	0,6	2,3	1,5	6,0	3,0	2,5
Industrie de transformation	-2,6	-6,7	-2,4	-0,8	-0,6	3,0	4,9	8,7	2,6	2,8
Italie Ensemble de l'économie ..	2,2	0,6	0,6	1,0	0,4	2,0	-4,0	5,1	0,7	1,9
Industrie de transformation	2,9	0,2	-1,2	-5,8	-1,0	0,9	-3,9	8,8	5,7	3,0

¹ Pour la France et l'Italie, emploi civil seulement. ² Dans le cas de l'industrie de transformation, les chiffres sont ajustés pour tenir compte du nombre d'heures ouvrées.

l'adoption de nouvelles normes en matière de rémunérations. Parmi les expériences récentes, les résultats les plus probants sont peut-être à mettre à l'actif des pays qui sont parvenus à suivre une stratégie nettement anti-inflationniste. Dans certains d'entre eux, en Allemagne et au Japon par exemple, les autorités ont, semble-t-il, apporté une contribution décisive en incitant les partenaires sociaux à négocier sur la base de données réelles plutôt que nominales.

Par quel mécanisme des politiques prudentes de gestion de la demande peuvent-elles susciter en fin de compte une reprise de la croissance? Dans les pays qui se sont engagés dans cette voie, l'hypothèse de base semble avoir été celle d'une réduction graduelle des anticipations inflationnistes et du rétablissement de rapports satisfaisants entre coûts et prix. De cette façon, on parviendrait à améliorer la rentabilité et à accroître les dépenses d'investissements fixes. Evidemment, on ne peut affirmer avec certitude qu'une telle stratégie se révélera efficace. Dans l'ensemble, néanmoins, elle paraît avoir produit, l'an dernier, les effets escomptés dans un certain nombre de pays, et tout particulièrement en Allemagne et au Japon. Un autre facteur – assez inattendu et de nature peut-être éphémère – est intervenu sous la forme d'une amélioration des termes de l'échange résultant de l'appréciation de la monnaie. Sur un plan plus fondamental, il s'agit de l'évolution des rémunérations par rapport à la productivité de la main-d'œuvre.

Comme il est indiqué au Chapitre II, les gains de productivité de la main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie ont été désespérément faibles dans certains pays au cours de ces dernières années. Aux Etats-Unis et au Canada, par exemple, la productivité globale de la main-d'œuvre n'a guère augmenté en moyenne depuis 1973, alors que le nombre total des effectifs au travail s'est accru de façon inhabituelle. Ailleurs, notamment en France, en Allemagne et au Japon, les gains globaux de productivité ont été plus substantiels, même si la croissance de la population active a été bien

moindre. Cependant, si l'on considère la productivité de la main-d'œuvre dans le seul secteur de l'industrie de transformation, sur la base de données ajustées en fonction des heures ouvrées, le tableau apparaît sensiblement différent. L'amélioration de la productivité de la main-d'œuvre y est en général supérieure, assez nettement même dans certains cas, et elle s'est accompagnée habituellement d'une forte réduction relative des effectifs dans l'industrie de transformation au profit d'autres secteurs, celui des services notamment. Faute de disposer d'indices satisfaisants des prix à la production des produits manufacturés pour pouvoir les rapprocher de ces données, il est difficile de déterminer avec précision les effets exercés sur la rentabilité. Cependant, une comparaison approximative avec les variations des rémunérations réelles dans l'industrie (c'est-à-dire les rémunérations nominales, ajustées en fonction de la hausse des prix à la consommation) donne nettement l'impression que les marges bénéficiaires de l'industrie se sont, l'an passé, maintenues à un bon niveau ou améliorées dans de nombreux pays, sauf apparemment en Italie et au Royaume-Uni.

Quelques implications de l'évolution récente

L'évolution enregistrée au cours des douze à vingt-quatre derniers mois éclaire d'un jour nouveau le processus inflationniste, le mécanisme de transmission internationale ainsi que le problème de la coordination des politiques entre les pays.

Au niveau national, l'expérience des Etats-Unis s'est révélée particulièrement riche en enseignements. Les événements ont montré qu'un pays ne peut s'en remettre aux taux de change flottants, surtout lorsqu'il s'agit d'une grande nation dont la monnaie sert d'instrument de réserve, pour poursuivre une politique économique indépendante sur le plan national sans que des répercussions défavorables s'ensuivent sur le plan externe. La vigueur relative de la demande de l'économie américaine et la recrudescence de l'inflation due à des causes internes ont contribué à exercer en retour, par le biais de la baisse du dollar, de puissants effets inflationnistes dans une économie qui se trouvait déjà en état de surchauffe. Ainsi, malgré les avantages non négligeables que comportait le rôle de « locomotive » tenu auparavant par l'économie des Etats-Unis, celle-ci ne semble plus être en mesure de supporter un niveau de la demande interne nettement supérieur à celui des autres pays. Il n'apparaît pas encore clairement si cela peut résulter d'une faiblesse intrinsèque du système des taux de change flexibles. Tout dépendra de la capacité des autres principaux pays industriels de poursuivre une politique de croissance économique plus indépendante que par le passé.

Il est encourageant de constater dans quelle mesure d'autres pays qui appliquent des politiques d'expansion prudentes ont pu réduire encore plus l'inflation et également — il faut l'espérer — les anticipations inflationnistes. Certes, ce sont les économies dont la monnaie s'est appréciée qui ont enregistré les meilleurs résultats à cet égard; cependant, les effets bienfaisants qu'exerce cette appréciation sur les prix internes ne peuvent profiter à tous les pays simultanément, ni même à un seul d'entre eux pendant une période illimitée. Il est intéressant de noter que ce sont les Etats-Unis eux-mêmes qui, en se laissant aller à une inflation et à un déficit extérieur élevés, ont facilité la tâche des autres pays en leur permettant de réduire leur taux d'inflation par le biais de l'appréciation de leur monnaie. Mais, comme pour les taux de change, il peut y avoir également « surréaction » des écarts de taux d'inflation. En fait, le retour à une

meilleure stabilité des taux de change depuis la fin de 1978 mettra en lumière la tendance de fond des prix dans les pays à monnaie forte.

Il serait cependant erroné d'établir une relation trop étroite entre l'évolution des prix et celle des variations de taux de change. Tout d'abord, un certain nombre d'autres pays, comme la Finlande, la Norvège et la Suède, ont obtenu des succès probants dans la lutte contre l'inflation, même s'ils ont parfois dû accepter une légère dépréciation de leur monnaie. En second lieu, une monnaie qui s'apprécie n'entraîne qu'une amélioration passagère sur le front des prix, à moins que ces effets bénéfiques ne puissent également se traduire par un meilleur comportement des salaires. A cet égard, un certain nombre de pays sont parvenus, grâce à l'appréciation de leur monnaie ou autrement, à réduire à la fois l'inflation et le rythme de progression des salaires nominaux. Cette situation s'explique peut-être en partie par la langueur du marché du travail, mais elle est aussi le fruit des efforts des autorités qui n'ont cessé d'encourager la conclusion d'accords salariaux raisonnables. L'échec le plus patent s'est produit au Royaume-Uni, mais l'accroissement des rémunérations nominales est également demeuré obstinément élevé en France et en Italie.

Un autre aspect du problème est que les mécanismes réagissant à la moindre variation font, d'une certaine manière, déjà partie intégrante de la structure prix/salaires, sous la forme soit de systèmes d'indexation de facto et contractuels, soit d'un comportement flexible motivé par l'expérience passée. Tout comme l'évolution des rémunérations s'est adaptée avec une extrême souplesse à la décélération de la hausse des prix, de même le processus inverse peut rapidement se mettre en mouvement en cas d'accélération de l'inflation. Des taux d'inflation plus élevés risquent également de remettre en cause l'éventail des salaires et d'accentuer les revendications salariales. De plus, la dynamique du processus inflationniste moderne est telle qu'il est très difficile de ramener le rythme de hausse des prix à un niveau acceptable et durable au-delà d'une période relativement courte. L'expérience des Etats-Unis au cours de ces deux dernières années tend à confirmer une nouvelle fois les craintes nourries antérieurement à ce sujet. Aussi n'est-il pas surprenant que dans de nombreux pays les autorités soient particulièrement sensibles à toute reprise de l'inflation et prêtes à réagir rapidement. Cette sensibilité peut être extrêmement vive là où un abaissement rapide du taux d'inflation a été obtenu grâce à l'appréciation de la monnaie et où l'on redoute, en conséquence, la résurgence d'un taux tendanciel plus élevé.

L'expérience récente semble également accréditer les thèses qui attachent une importance croissante aux problèmes de «l'offre». Pour diverses raisons structurelles, il est possible que l'excédent de capacités de production et le chômage effectif soient sensiblement moins importants que ne le laissent supposer les indicateurs statistiques traditionnels. Au nombre des facteurs responsables de cet état de choses figurent les variations des prix relatifs (surtout pour les produits énergétiques), la modicité du rythme de formation du capital fixe dans les années soixante-dix ainsi que le manque de mobilité de la main-d'œuvre, lié en partie au ralentissement de la croissance. En outre, en raison des incertitudes entourant l'évolution du couple prix/coûts et, dans certains cas, à cause du niveau élevé des salaires réels, les entreprises se sont montrées réticentes à engager de la main-d'œuvre supplémentaire. Il convient de rappeler également que la période prolongée de forte inflation a engendré ses propres distorsions et qu'une phase

assez longue de décélération des prix, même progressive, a eu tendance à mettre ces distorsions en évidence.

Sur le plan international, la rigidité de l'offre paraît aussi exercer, dans la situation actuelle, un important effet de freinage. Comme nous l'avons vu, la poursuite de l'essor de la demande en Amérique du Nord et au Japon, conjuguée au renouveau de la demande et de la production amorcé dans les pays d'Europe occidentale l'été dernier, semble avoir favorisé la flambée des cours mondiaux des matières premières enregistrée depuis lors et avoir même provoqué une hausse des prix du pétrole. Une variation de la demande globale, induite éventuellement par un ralentissement de l'activité aux Etats-Unis, pourrait modifier cette situation, mais les implications de caractère plus général ne militent pas en faveur d'une telle évolution. Il semblerait que les économies des pays industriels considérés dans leur ensemble ne peuvent plus se développer à un rythme de croissance très élevé sans déclencher une augmentation substantielle des cours des matières premières faisant l'objet d'un commerce international.

Pour des raisons tant internationales que nationales, il se peut donc que le monde industrialisé doive se contenter de taux de croissance inférieurs à ceux auxquels il s'était habitué dans le passé. De surcroît, pour éviter des fluctuations perturbatrices dans les taux de change, ces taux de croissance – ou plus précisément, le degré d'intensité de la demande et d'utilisation du potentiel productif – devraient être plus uniformes qu'ils ne l'étaient récemment. Enfin, les pays devraient s'employer activement à mettre en œuvre des politiques axées sur «l'offre» en vue d'encourager l'investissement, d'accroître la mobilité de la main-d'œuvre et d'éliminer les déséquilibres structurels.

IV. ÉVOLUTION DE LA SITUATION MONÉTAIRE ET DU CRÉDIT ET POLITIQUES SUIVIES DANS LES DIVERS PAYS

L'évolution monétaire et financière enregistrée l'année dernière dans les pays industriels a été marquée par les divergences conjoncturelles examinées dans les chapitres précédents. Dans la plupart des cas, l'objectif à moyen terme de la politique monétaire a continué d'être le ralentissement de l'inflation, par une réduction progressive des taux de croissance monétaire, complétée ou remplacée par des actions de soutien de la monnaie nationale sur les marchés des changes. La politique monétaire des Etats-Unis a cependant permis, en fait, une rapide expansion du crédit global et un vigoureux redressement de l'activité économique. Par voie de conséquence, le dollar EU a accusé un net fléchissement alors que, dans certains autres pays, l'appréciation de la monnaie a risqué de compromettre sérieusement le mouvement de reprise, encore hésitant. Du fait des interventions massives pratiquées sur les marchés des changes, la croissance monétaire s'est accélérée en Allemagne, au Japon et en Suisse.

La situation a changé à partir du mois de novembre; le relèvement substantiel des taux d'intérêt aux Etats-Unis s'est en effet traduit par un raffermissement du dollar, tout en créant les conditions requises pour permettre à plusieurs pays de resserrer modérément leur politique monétaire. Au début de 1979, la recrudescence de l'inflation s'est retrouvée au centre des préoccupations des autorités monétaires dans la majorité des pays industrialisés.

Evolution des agrégats et problèmes de politique monétaire

Les agrégats monétaires. Depuis le début des années soixante-dix, le rythme de l'expansion monétaire s'est considérablement ralenti dans la plupart des pays industrialisés. Cette situation apparaît très clairement dans l'évolution des agrégats monétaires au sens large, qui sont généralement moins sujets que les agrégats au sens étroit aux fluctuations induites par les seules modifications des écarts de taux d'intérêt. Le tableau ci-après montre que le taux d'accroissement de la masse monétaire au sens large a été inférieur, au cours de la période 1974-77, à celui des années 1970-73 dans tous les pays industriels, à l'exception de l'Italie et du Canada.

Cette évolution traduit en grande partie le fait que les efforts déployés pour stabiliser et réduire l'expansion monétaire ont fait partie intégrante des politiques appliquées dans un certain nombre de pays, à la suite de la forte poussée d'inflation du début des années soixante-dix. A l'été 1978, huit des pays composant le Groupe des Dix et de la Suisse avaient adopté et publié des normes ou des prévisions de croissance des agrégats monétaires — dans le but généralement d'influer sur les anticipations inflationnistes et de consolider les progrès accomplis dans la lutte contre l'inflation. Pour des raisons d'ordre technique et institutionnel, ces objectifs opérationnels variaient évidemment de façon sensible d'un pays à l'autre. D'autres pays ont toujours estimé préférable d'axer leurs efforts de stabilisation sur une politique de taux d'intérêt et de taux de change.

Taux de croissance de la masse monétaire

Pays	Masse monétaire, au sens étroit (M ₁)						Masse monétaire, au sens large ¹					
	Moyennes ²			Périodes de quatre trimestres se terminant en			Moyennes ²			Périodes de quatre trimestres se terminant en		
	1966- 69	1970- 73	1974- 77	1976 IV	1977 IV	1978 IV	1966- 69	1970- 73	1974- 77	1976 IV	1977 IV	1978 IV
	en %											
Etats-Unis	5,2	6,5	5,8	5,8	7,9	7,3	7,0	9,6	9,2	10,9	9,8	8,5
Japon	18,0	22,1	10,6	14,6	6,0	12,3	16,5	20,8	12,6	14,2	10,6	12,6
Allemagne fédérale	6,4	8,6	10,7	6,4	10,5	13,5	10,6	11,2	9,2	9,7	10,3	11,3
France	5,1	10,4	11,6	10,7	9,4	11,9	10,7	15,9	15,3	14,2	13,0	12,8
Royaume-Uni	2,8	9,6	15,4	13,5	19,1	15,0	5,6	18,2	8,7	10,6	7,0	13,6
Italie	13,9	21,3	16,3	21,6	20,9	25,3	12,7	17,3	20,4	21,5	20,9	23,1
Canada	6,8	11,7	9,9	2,5	10,5	11,1	9,8	12,0	14,6	12,7	12,2	12,5
Belgique	4,8	10,7	8,5	8,2	9,1	8,8	8,3	12,8	11,0	12,6	8,3	9,7
Pays-Bas	8,0	11,2	12,8	7,2	14,4	3,4	10,1	13,2	12,8	21,3	6,4	5,5
Suède	8,8	10,6	13,3	8,6	11,3	15,2	.	10,1	9,1	6,9	8,1	16,3
Suisse	5,8	9,4	4,5	7,5	5,1	22,5	9,2	6,9	4,1	1,9	6,9	7,7

¹ M₁ pour l'Allemagne; M₂ en sterling pour le Royaume-Uni; M₂ pour les autres pays. ² Taux de croissance annuels composés, établis à partir des niveaux moyens du quatrième trimestre.

Par comparaison avec les années antérieures, l'expansion monétaire a été exceptionnellement rapide au début des années soixante-dix et se poursuit généralement à une allure extrêmement vive. Dans de nombreux cas, toutefois, cette évolution correspond assez bien à la thèse selon laquelle la réduction de la croissance monétaire doit s'opérer de manière progressive pour éviter de dérégler l'économie. Les taux de croissance monétaire élevés notés récemment dans des pays comme la France, le Royaume-Uni et le Canada reflètent dans une certaine mesure cette approche graduelle. Plus inquiétante est la constatation que le taux d'expansion monétaire aux Etats-Unis en 1976 et 1977 a été à peine inférieur au maximum enregistré au début des années soixante-dix, alors que dans le même temps la progression de la masse monétaire au sens large fléchissait considérablement en Allemagne et au Japon. L'année dernière, cependant, les succès remportés par ces pays ont été interrompus essentiellement par l'évolution sur les marchés des changes qui a provoqué une nouvelle accélération de la croissance monétaire.

Trois considérations principales ont guidé les pays dans leurs tentatives de freinage de la croissance de la masse monétaire. La première a été le désir des autorités de ne pas exercer sur les taux d'intérêt de pressions à la hausse susceptibles de compromettre la reprise de l'activité économique interne. Cette préoccupation est à l'origine du dilemme bien connu auquel se sont trouvées confrontées les autorités américaines entre 1976 et 1978 et qui devait également jouer un certain rôle en Allemagne. La seconde a été la réticence à accepter une appréciation excessive de la monnaie qui risquait aussi d'exercer des effets dépressifs sur l'économie interne, par le biais surtout de son incidence sur les exportations. Ce problème s'est posé, l'an dernier, dans

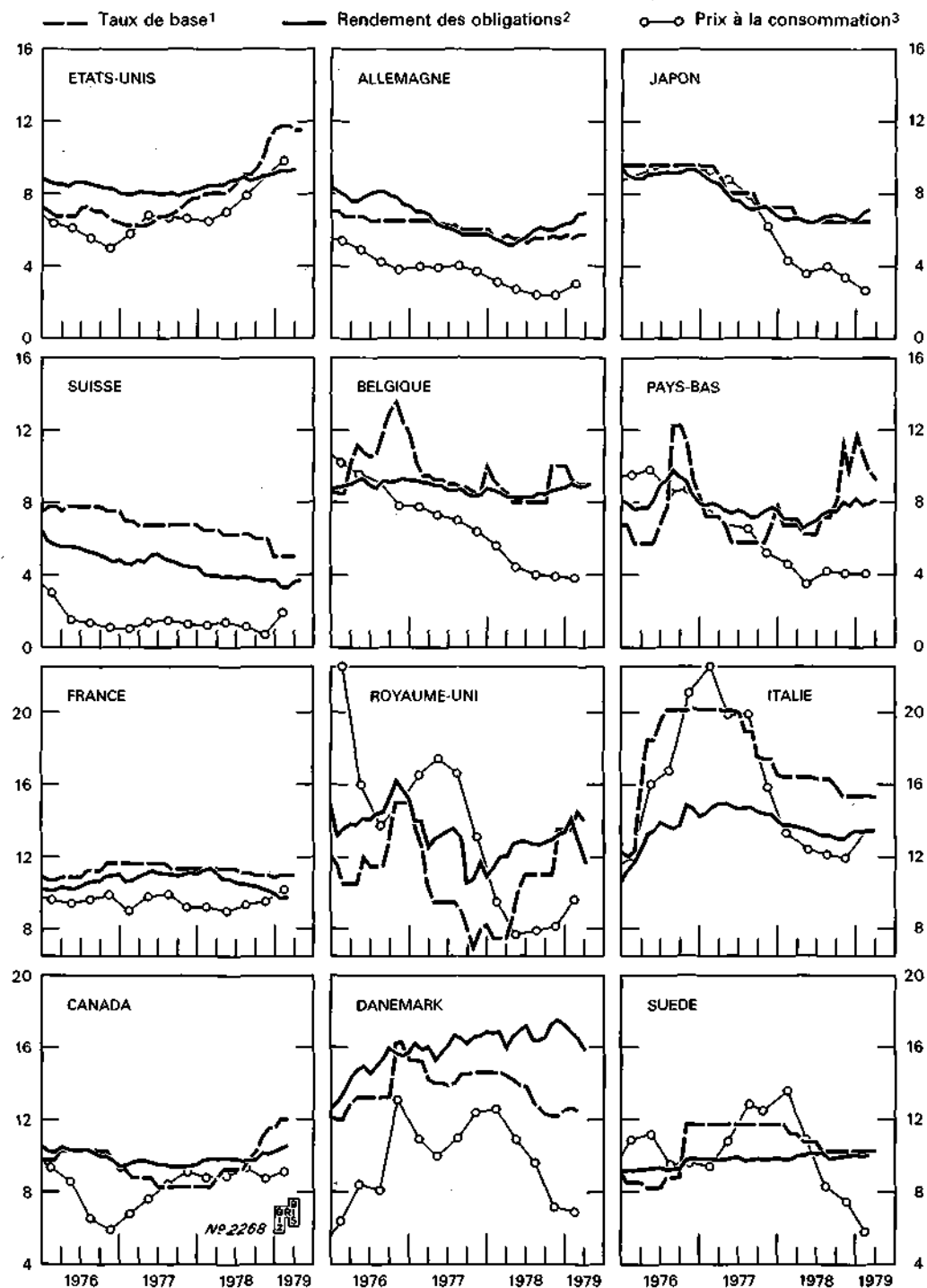
toute son acuité aux autorités allemandes et helvétiques, mais aussi de temps à autre au Royaume-Uni. En troisième lieu, les autorités ont pris conscience des difficultés purement techniques soulevées par la formulation et l'application d'objectifs de contrôle monétaire. A cet égard, elles se sont heurtées à deux problèmes majeurs: d'une part, les profondes modifications survenues à l'échelle internationale dans la composition par monnaie des portefeuilles et, de l'autre, les réactions déséquilibrantes engendrées sur les marchés des fonds d'Etat par les déviations à court terme ou fortuites de la croissance monétaire par rapport à la trajectoire fixée.

Evolution des taux d'intérêt. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt nominaux des instruments du marché monétaire se sont très fortement tendus au cours de l'année écoulée, de même que les taux débiteurs de base des banques, qui sont passés de 8% en mars 1978 à 11³/₄% douze mois plus tard. En Allemagne et au Japon, en revanche, ces taux ont légèrement baissé au début de 1978 et sont ensuite demeurés pratiquement stables jusqu'au printemps de 1979, où ils se sont quelque peu raffermis par suite des relèvements des taux d'escompte. On ne peut qu'être frappé, cependant, par le fait que la progression des taux aux Etats-Unis a été aussi fortement concentrée sur la fin de 1978, c'est-à-dire sur la période postérieure à la baisse du dollar. Jusqu'alors, la Réserve fédérale s'était efforcée de freiner la hausse des taux d'intérêt par des opérations d'open market et ce, bien que le taux d'expansion de la masse monétaire dans sa définition étroite dépassât sensiblement le plafond fixé par les autorités. En outre, les ajustements des taux d'escompte de la Réserve fédérale ont eu tendance à suivre la progression des taux du marché monétaire plutôt qu'à la précéder.

Il est intéressant également de comparer les taux de base au taux d'inflation dans les pays concernés. Aux Etats-Unis, l'écart entre les deux semble s'être réduit jusqu'en novembre, alors qu'il s'est accru en Allemagne et au Japon. Sur le marché financier des Etats-Unis, les taux d'intérêt «réels» ont également tendance à se maintenir à un niveau relativement bas.

Au Japon, les rendements nominaux des obligations ont amorcé un mouvement de hausse pendant l'été et l'automne de 1978 et, en Allemagne, ils ont même monté de plus d'un point et demi entre mars 1978 et mars 1979 — ce qui représente une progression plus forte en valeur absolue que celle des rendements aux Etats-Unis au cours de la même période. Il est possible que les autorités n'aient guère de prise directe sur ces taux, tout au moins dans les pays dotés de vastes marchés financiers; il se peut aussi que la divergence des rendements «réels» des valeurs à revenu fixe traduise simplement l'anticipation par le marché d'une plus grande convergence à long terme des taux d'inflation. Il semble malgré tout peu probable que ce facteur soit à lui seul responsable de l'augmentation des rendements en Allemagne. Jusqu'au début de 1979 au moins, la progression des rendements n'a vraisemblablement pas reflété fidèlement le désir des autorités allemandes, qui cherchaient plutôt à encourager la reprise de l'activité interne et à contrecarrer les pressions s'exerçant sur le mark. Durant la majeure partie de 1978, la politique suivie en matière de liquidité bancaire a été assez libérale. Le marché s'est toutefois ressenti de l'ampleur des besoins d'emprunt de l'Etat ainsi que du nouvel essor de la demande de crédit du secteur privé. En Suisse, les rendements des obligations ont fléchi, mais, comme en Allemagne et au Japon, ils sont restés relativement élevés par rapport au taux d'inflation.

Taux de base, rendements des obligations et évolution des prix à la consommation



¹ Taux minimums appliqués par les banques commerciales aux crédits de caisse accordés aux emprunteurs de 1er rang. (Pour le Danemark, taux débiteur moyen; pour l'Allemagne, taux limites inférieurs appliqués aux crédits en compte courant d'un montant élevé.)
² Taux représentatifs. (Pour les Etats-Unis, obligations de sociétés de première catégorie (Aaa); pour le Danemark, obligations hypothécaires principalement; pour la Suède, prêts à l'industrie; pour la Belgique, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, fonds d'Etat; pour les autres pays, diverses autres catégories d'obligations du secteur public.)
³ Variations d'une année sur l'autre établies à partir de moyennes trimestrielles.

Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt se sont vivement tendus, tant à court terme qu'à long terme, au cours de 1978. Cette évolution est due principalement à la détérioration des perspectives en matière de stabilisation des salaires et des prix ainsi qu'à l'attitude des autorités, qui ont encouragé la hausse des taux afin de faciliter le placement des titres du Trésor et, partant, le respect des objectifs assignés à la croissance monétaire. Au début de 1979, cependant, les taux ont enregistré un recul accentué, du fait de l'amélioration des perspectives concernant la livre sterling et le contrôle monétaire.

Dans la plupart des autres pays européens, l'évolution des taux d'intérêt l'an dernier a été liée, à des degrés divers, à la situation sur les marchés des changes. En France, en Italie et au Danemark, les taux du marché monétaire et les taux débiteurs de base des banques ont fléchi, tout en demeurant relativement élevés dans ces deux derniers pays. En Belgique et aux Pays-Bas, en revanche, les taux se sont fortement raffermis pendant quelque temps à l'automne, lorsque la stabilité des relations entre les monnaies belge et néerlandaise et le deutsche mark s'est trouvée une nouvelle fois mise à l'épreuve sur les marchés des changes. Les rendements des obligations, en léger recul en France, sont demeurés stables en Italie, alors qu'ils ont augmenté en Belgique et aux Pays-Bas, suivant ainsi, apparemment, la tendance notée en Allemagne. Au début de 1979, les rendements nominaux ont eu tendance à converger dans les pays dont les monnaies allaient se trouver liées au sein du Système monétaire européen. Le fait que, dans presque tous ces pays, les rendements des valeurs à revenu fixe sont restés nettement supérieurs à la hausse des prix à la consommation s'explique en partie par l'action de forces du marché; mais cette situation traduit également, en général, l'intention délibérée des autorités — fondée dans certains cas sur les expériences malheureuses du passé — de se protéger sur le flanc extérieur.

Etats-Unis: objectifs prioritaires de la politique économique et contrôle monétaire

A partir du début de 1975 et jusqu'en novembre 1978, la politique monétaire des Etats-Unis a visé essentiellement à soutenir l'expansion et à réduire le chômage. Malgré l'abaissement graduel des fourchettes de croissance monétaire, la progression des agrégats est demeurée très vive et a conduit à un dépassement important de l'objectif fixé à la masse monétaire dans sa définition étroite. C'est peut-être pour cette raison, notamment, que les autorités américaines ont donné de plus en plus l'impression d'accorder trop peu d'importance à la lutte contre l'inflation et à la réduction du déficit extérieur.

Les mesures de stabilisation prises le 1er novembre 1978 sont arrivées juste à temps; elles ont semblé marquer toutefois une nouvelle orientation de la politique économique des Etats-Unis, surtout à l'égard de la situation internationale du dollar. Il ne fait aucun doute que désormais les effets externes de la politique économique, ainsi que les répercussions sur l'inflation interne de l'évolution extérieure, ont pris davantage d'importance par rapport aux autres préoccupations.

Ce changement de priorité a placé les autorités monétaires devant un nouveau problème: comment utiliser la politique monétaire pour parvenir à ralentir efficacement l'inflation sans sombrer brutalement dans la récession? La réponse à cette question ne dépend pas uniquement de la détermination des autorités;

elle est également fonction des changements incessants d'ordre institutionnel qui ont encore rendu plus difficiles la mesure et le contrôle du degré de stimulation monétaire.

Le problème du contrôle tient en partie au fait que, sous l'effet de l'accélération de l'inflation et de la progression des taux d'intérêt nominaux, le secteur privé a redoublé d'efforts pour réduire ses encaisses oisives. De plus, divers changements de caractère institutionnel et réglementaire ont modifié l'attrait relatif des différents types de dépôts bancaires et non bancaires et favorisé l'expansion des fonds communs de placement sur le marché monétaire. A long terme, de telles modifications se traduisent simplement par un accroissement tendanciel de la vitesse de circulation de la masse monétaire dans sa définition étroite. A court terme cependant, elles rendent moins discernables les différences entre les divers concepts de la monnaie et engendrent des difficultés au niveau des politiques de contrôle de la masse monétaire. Un autre problème, qui n'est pas propre aux Etats-Unis, est que la propension à épargner et à investir semble également avoir varié de manière inattendue.

La détermination des objectifs intermédiaires de politique monétaire dépend de la stabilité relative de l'évolution comparée des grandeurs monétaires et réelles. On s'accorde généralement à reconnaître que, si les grandeurs monétaires, en particulier la demande de monnaie, sont considérées comme plus stables et mieux prévisibles que les relations entre l'épargne et les dépenses dans un contexte donné, on obtient probablement de meilleurs résultats, sur le plan économique, du contrôle de la masse monétaire que de la régulation des taux d'intérêt. L'inverse sera vrai, bien entendu, si les fonctions monétaires paraissent moins stables que celles de la dépense. Aucune règle simple n'indique qu'il est préférable de recourir en toutes circonstances aux objectifs de masse monétaire. Il n'en reste pas moins que les niveaux élevés et variables de l'inflation, qui ont caractérisé les années soixante-dix, ont singulièrement compliqué l'application de politiques monétaires axées sur les taux d'intérêt nominaux. Il est devenu plus difficile de définir le niveau des taux d'intérêt réels, facteur qui détermine principalement les décisions concernant l'épargne réelle, la consommation et l'investissement.

Certes, les autorités monétaires des Etats-Unis ont dû faire face, ces dernières années, à beaucoup d'autres incertitudes sur le plan opérationnel. En ce qui concerne la masse monétaire, un nombre impressionnant de modifications et d'innovations de caractère réglementaire ont atténué considérablement les différences entre dépôts à vue non rémunérés, d'une part, et dépôts à terme et d'épargne productifs d'intérêt, de l'autre. Certains de ces changements, tels que l'instauration, à partir de 1972, des comptes d'épargne rémunérés utilisables pour les règlements, appelés comptes NOW (negotiable order of withdrawal), dans les caisses mutuelles d'épargne (mutual savings banks) et des comptes de dépôts à vue ouverts par certaines caisses mutuelles d'épargne et associations d'épargne et de prêt (savings and loan associations), ont entraîné la création d'instruments de dépôts qui ont remplacé avantageusement les comptes ordinaires à vue dans les banques commerciales. En outre, la mise en place, auprès des banques commerciales, d'un système permettant, après autorisation préalable, de transférer des fonds d'un compte d'épargne à un compte à vue, ainsi que la possibilité pour les organismes du secteur public et les entreprises de se faire ouvrir des comptes d'épargne dans les banques commerciales, ont modifié les caractéristiques de liquidité

de ces comptes. Aux termes de nouvelles modifications d'ordre réglementaire introduites en 1978, les banques commerciales ont été autorisées à procéder à des transferts automatiques entre les dépôts d'épargne et les comptes à vue, mais la légalité de ces mesures est actuellement en cours d'examen. A la suite de ces changements et des autres modifications intervenues, la distinction entre dépôts d'épargne et dépôts à vue est devenue en fait extrêmement ténue.

D'autres réformes de caractère réglementaire ont également modifié l'incidence, sur les flux financiers et sur l'économie, des variations de taux d'intérêt induites par les autorités. Au milieu de 1978, les banques commerciales et les organismes d'épargne ont été autorisés à offrir à leur clientèle des certificats du marché monétaire à six mois, d'un montant nominal attrayant pour les détenteurs de comptes d'épargne sensibles aux écarts de taux d'intérêt. Ces nouveaux certificats étaient en grande partie destinés à mettre le secteur de l'immobilier à l'abri d'une diminution des ressources du marché hypothécaire. Parallèlement, cependant, ces mesures réduisent les possibilités, pour les autorités monétaires, de comprimer la demande globale par un resserrement du volume des fonds que peuvent se procurer les organismes de dépôt. En préférant restreindre le montant des crédits accordés par les banques commerciales et les organismes d'épargne par le libre jeu des taux d'intérêt plutôt que par une action quantitative sous forme d'un plafonnement des taux servis sur les dépôts, les autorités ont peut-être modifié l'incidence exercée par un relèvement donné des taux d'intérêt sur le flux total du crédit et sur la dépense globale.

Il est possible également que l'efficacité du contrôle monétaire ait été réduite par l'application, par les banques commerciales, de techniques de «gestion des ressources» ainsi que par leur plus grande dépendance à l'égard des engagements autres que sous forme de dépôts. En particulier, le système des pensions, d'après lequel une banque cède au secteur non bancaire un titre qu'elle détient en portefeuille en s'engageant à le lui racheter à une date ultérieure, a pu faire baisser le montant total comptabilisé des dépôts à vue. La proposition faite récemment d'assujettir les prises en pension aux réserves obligatoires donne une idée de l'importance de leur développement. L'utilisation de plus en plus efficace des soldes des dépôts à vue des entreprises disposant de la technique électronique et informatique paraît également avoir contribué, à certains moments, à maintenir la croissance monétaire recensée à des taux inférieurs aux niveaux enregistrés précédemment au cours de périodes semblables de reprise conjoncturelle.

La diminution du nombre des banques affiliées au Système de Réserve fédérale peut également avoir compliqué le problème du contrôle monétaire. Les banques commerciales non adhérentes sont soumises à des réserves obligatoires moins importantes que les établissements bancaires membres, sans compter que, dans de nombreux cas, leurs réserves peuvent être détenues sous forme d'instruments rémunérés.

Compte tenu de ces nombreux facteurs de caractère technique et institutionnel, il semble bien cependant que, jusque vers la fin de 1978, les autorités monétaires des États-Unis aient davantage cherché à soutenir l'expansion qu'à réduire l'inflation. D'un côté, les modifications du cadre institutionnel ont forcément supprimé certains mécanismes de déclenchement du rationnement du crédit — particulièrement sur le marché de l'immobilier — qui constituaient des indicateurs précurseurs d'un véritable resserrement monétaire. De l'autre, étant donné qu'à l'heure actuelle le durcissement

monétaire dépend beaucoup plus du niveau des taux d'intérêt, les autorités se demandent jusqu'où elles doivent les faire monter pour obtenir le degré de resserrement souhaité. Il est en tout cas certain qu'on n'a pas constaté d'«étranglement du crédit» sous une forme analogue à celui qu'on avait enregistré au cours des années soixante, bien que l'on estime actuellement que, comparativement, les taux d'intérêt nominaux sont élevés. Les autorités monétaires paraissent avoir retenu comme hypothèse que le maintien de ces taux autour du niveau actuel permettra un ralentissement progressif de l'économie réelle — autrement dit, un «atterrissage en douceur».

Problèmes des marchés de change et politiques monétaires

Par suite des événements qui se sont produits l'an dernier aux Etats-Unis, le problème majeur qui s'est posé aux autres pays a été d'adapter leur politique monétaire à l'instabilité des marchés des changes, et plus particulièrement de celui du dollar.

Ces pays se sont trouvés devant des dilemmes d'une intensité variable et y ont réagi de façon fort différente; aussi peut-on les ranger dans trois grands groupes. Dans le premier figurent l'Allemagne, le Japon et la Suisse, où la monnaie a subi de plein fouet les contrecoups de la faiblesse du dollar et qui ont fini par répondre aux pressions s'exerçant sur leur monnaie, à la hausse d'abord puis, plus récemment, à la baisse, en procédant surtout à des interventions massives sur les marchés des changes. Le second groupe comprend un grand nombre de pays dont la monnaie a apparemment été considérée, en raison d'un taux tendanciel d'inflation plus élevé, comme un refuge moins attrayant pour les capitaux fuyant le dollar. Ainsi, la France, le Royaume-Uni et l'Italie ont pu, par le jeu combiné d'ajustements de taux d'intérêt, d'interventions modestes sur les marchés des changes et d'une appréciation modérée de leur taux de change, limiter l'incidence de l'évolution extérieure sur la situation monétaire interne. Le troisième groupe est composé des pays moins importants participant au bloc européen de flottement concerté, qui ont accepté pendant un certain temps un resserrement assez prononcé des conditions du marché monétaire en contrepartie de l'appréciation de leur monnaie parallèlement à celle du deutsche mark.

En *Allemagne*, la Bundesbank avait sensiblement renforcé ses réserves monétaires à la fin de 1977 et au début de 1978. Après un répit de courte durée en avril et en mai, les interventions sous forme d'achats de dollars et de monnaies du «serpent» ont atteint un nouveau record en octobre. Au cours de l'été, lorsqu'il est apparu évident que la progression annuelle moyenne de la monnaie centrale (monnaie fiduciaire et réserves obligatoires des banques assises sur leurs engagements envers les résidents, calculées à coefficient constant) dépasserait l'objectif de 8% pour l'année, non seulement les autorités n'ont pas essayé de stériliser les entrées de capitaux, mais elles ont même pris des mesures destinées à accroître encore les réserves libres des banques. Sans aucun doute, cette action visait notamment à éviter une tension des taux d'intérêt, qui aurait pu favoriser l'entrée de nouveaux capitaux étrangers; il semble cependant que les autorités aient également tenu compte de la faiblesse de l'économie interne et aient été convaincues que l'appréciation du deutsche mark ne manquerait pas de freiner l'inflation. Au cours de l'année 1978, la progression totale de 11% de la monnaie centrale s'explique et au-delà par les achats nets de devises de la Bundesbank qui y ont contribué à raison de 15 points; ces achats ont représenté plus de 3% de la masse

monétaire au sens large. Dans les statistiques monétaires, la contribution de la composante extérieure à l'expansion monétaire en 1978 a toutefois été inférieure à ce dernier chiffre, l'afflux de capitaux étrangers ayant été constitué en grande partie de fonds de non-résidents acheminés par les banques et qui n'apparaissent pas dans la masse monétaire interne.

A mesure que la reprise de l'activité se confirmait, les autorités se sont préoccupées de plus en plus du risque d'apparition de nouvelles pressions inflationnistes d'origine interne et externe, du fait en partie de la plus grande stabilité des relations de change au sein du Système monétaire européen. Tout en profitant de la fermeté du dollar au début de 1979 pour céder pour plus de DM 7 milliards de devises au total en février-mars, la Bundesbank avait pris, dès novembre 1978, des mesures de resserrement de la liquidité bancaire et porté le taux d'escompte de 3 à 4% en mars. L'objectif monétaire fixé pour 1979 semble impliquer que les autorités ne chercheront pas à récupérer la marge de dépassement enregistrée en 1978, mais qu'elles s'efforceront d'éviter que cette expérience ne se renouvelle.

En *Suisse*, les autorités ont répugné dans un premier temps à effectuer des interventions massives sur le marché des changes qui risquaient de compromettre la réalisation de leurs objectifs monétaires et elles ont cherché sans grand succès à enrayer les pressions s'exerçant sur le franc suisse par un contrôle direct des placements des non-résidents et par un abaissement des taux d'intérêt. A la fin de septembre, le taux de change effectif réel du franc suisse dépassait de 30% le cours atteint un an auparavant; ce niveau était manifestement intolérable pour l'économie nationale s'il venait à être considéré comme permanent. Convaincues qu'elles se trouvaient devant une modification d'ampleur considérable, bien qu'incertaine, de la demande de francs suisses, les autorités décidèrent de renoncer à leur objectif monétaire, au moins temporairement, et annoncèrent leur intention d'intervenir sur le marché des changes dans la mesure nécessaire pour ramener le franc suisse à un taux «nettement supérieur à 0,80 franc suisse pour 1 deutsche mark» et le maintenir à ce niveau. Elles entendaient ainsi fournir au marché des changes ce qui paraissait être devenu la condition nécessaire à des anticipations stables, même au risque d'une résurgence de l'inflation en Suisse. L'augmentation des réserves de devises de la Banque Nationale (déduction faite des opérations de swaps conclues avec les banques), qui traduit essentiellement les interventions substantielles requises pour stabiliser le taux de change, a contribué à raison de 20 points en 1978 à la progression de la base monétaire ajustée, et a représenté 10,7% du volume de M_1 au début de l'année. Malgré des cessions importantes de «rescriptions de stérilisation» aux banques, la base monétaire ajustée s'est accrue de 21%, après une augmentation de 26% en 1977 imputable également aux achats officiels de devises. Au début de 1979, toutefois, les autorités ont pu absorber des liquidités en quantités notables en vendant des dollars.

Au *Japon*, les efforts déployés périodiquement par les pouvoirs publics pour enrayer l'appréciation du yen ont provoqué un gonflement de 44% des réserves officielles de change pour l'ensemble de l'année 1978. Le volume de la base monétaire s'est accru très fortement, soit de 15%, contre 8½% en 1977. Si ce rythme d'accroissement ne s'est pas accéléré encore davantage, c'est grâce en partie aux quantités substantielles de titres d'Etat placés par les autorités auprès des banques et des particuliers. En

l'occurrence, l'incidence des entrées de fonds sur l'expansion de la masse monétaire a été assez limitée.

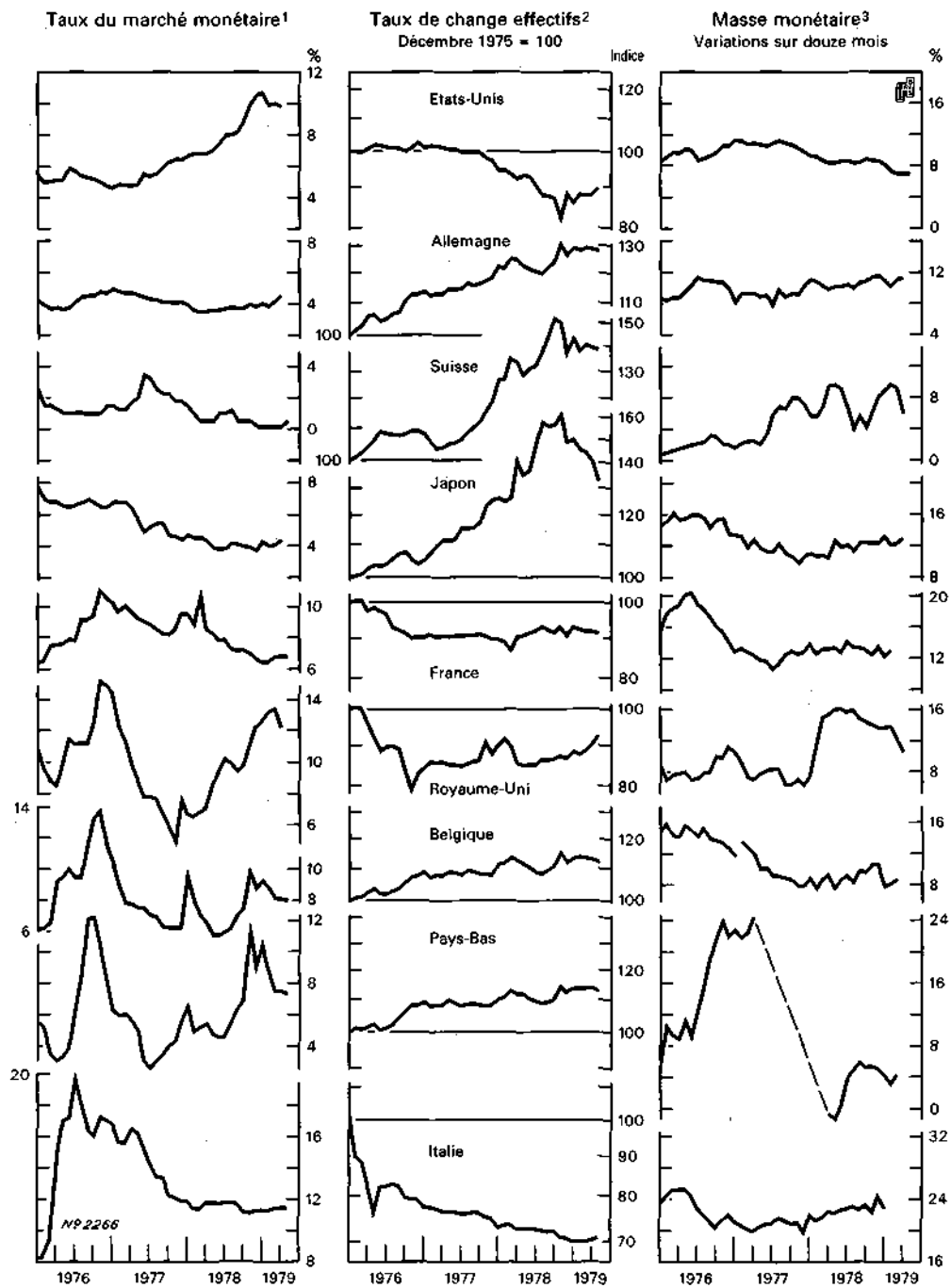
L'évolution du marché des changes en Italie, en France et au Royaume-Uni a été dans l'ensemble moins spectaculaire, bien que dans chacun de ces pays la monnaie ait subi par moments d'assez fortes pressions à la hausse. En *Italie*, les taux d'intérêt ont été maintenus à un niveau assez élevé, et les autorités ont laissé le taux de change effectif de la lire baisser légèrement. La progression de la base monétaire (à l'exclusion des dépôts postaux) a été de 24%, dont 14 points sont toutefois imputables à un gonflement notable des réserves extérieures et au remboursement des emprunts effectués à l'instigation des pouvoirs publics pour redresser la balance des paiements — deux événements tout à fait bienvenus par ailleurs. En *France*, les autorités ont joué sur les taux d'intérêt et recouru aux emprunts à l'étranger du secteur public pour assurer une certaine stabilité du taux de change effectif, tout en évitant une expansion monétaire excessive. Les achats de devises aux fins d'interventions ont été, il est vrai, fort élevés à certains moments et, pour l'ensemble de l'année, alors qu'on avait envisagé à l'origine une neutralité des opérations extérieures de la Banque de France sur l'évolution de la masse monétaire, la progression des avoirs officiels de change s'est finalement traduite par un accroissement de près de 1% de la masse monétaire au sens large. Au *Royaume-Uni*, la valeur externe de la monnaie ainsi que les taux d'intérêt ont enregistré des fluctuations marquées au cours de l'année. Par suite essentiellement de l'évolution survenue au printemps de 1978, lorsque la livre sterling connut un accès de faiblesse, le financement extérieur du secteur public (compte tenu des mouvements des réserves officielles) a, dans l'ensemble de l'année, exercé un effet restrictif sur la croissance monétaire.

Parmi les pays du « serpent », la *Belgique* et les *Pays-Bas* ont de nouveau recouru à la technique, bien connue désormais, qui consiste à permettre des ajustements souples des conditions du marché monétaire pour protéger la monnaie sur le marché des changes, en encourageant une hausse des taux d'intérêt à court terme de façon à les amener au niveau requis. Pour ce faire, les autorités de ces pays ont renforcé l'effet restrictif des sorties de fonds en réduisant les facilités de refinancement offertes aux banques et en en majorant le coût, notamment celui des avances spéciales. Pour la période octobre-décembre 1978, les autorités belges ont également plafonné le crédit bancaire et adopté de nouvelles dispositions pour freiner la cession de titres d'Etat par les banques. La brusque tension des taux d'intérêt sur le marché monétaire s'est traduite, comme de coutume, par une augmentation temporaire du coût du crédit bancaire — qui a contribué à son tour à limiter les sorties de capitaux — mais les rendements sur les marchés financiers ont pu être en majeure partie préservés. Sur l'ensemble de l'année 1978, les réserves officielles des deux pays ont accusé une légère baisse.

Les nouveaux conflits en matière de politique monétaire: expansion monétaire, taux d'intérêt et taux de change

Loin de disparaître, le traditionnel dilemme, à savoir le conflit entre les objectifs internes et externes, semble avoir resurgi sous une nouvelle forme dans le régime des taux flottants. Cet antagonisme peut être examiné sous l'angle de la relation entre les

Taux d'intérêt à court terme, taux de change effectifs et taux de croissance monétaire



¹ Taux représentatifs (pour le Japon, argent à vue; pour la France, taux interbancaire à un mois; pour l'Italie, dépôts interbancaires à vue; pour la Belgique, certificats à quatre mois; pour les autres pays, instruments du marché monétaire à trois mois). ² Données fournies par la Banque d'Angleterre; échelle semi-logarithmique. ³ M₁ pour l'Allemagne; M₂ en sterling pour le Royaume-Uni; M₃ pour les autres pays.

rythmes d'expansion monétaire, les taux d'intérêt et les taux de change. Du fait de la réduction progressive de l'inflation, les pays qui ont le mieux réussi à contenir leur croissance monétaire ont également enregistré des baisses de taux d'intérêt et une appréciation de leur monnaie.

Le graphique ci-contre révèle toutefois que les pays ont éprouvé des difficultés pour stabiliser les trois variables en même temps. Au cours des deux ou trois dernières années, le Japon et, jusqu'à ces derniers temps, l'Allemagne et la Suisse ont connu des rythmes d'expansion de la masse monétaire au sens large assez stables et modérés, cependant que leurs taux d'intérêt — représentés par les indicateurs sensibles que sont les taux du marché monétaire — n'ont pratiquement pas varié ou n'ont que modérément fléchi, sauf en Suisse où ils ont atteint le niveau zéro. Bien qu'on ait pu s'attendre à une appréciation des monnaies de ces pays, la hausse effective a été beaucoup plus forte que ne l'avaient prévu les autorités, ou le marché lui-même. Aux Etats-Unis, où le rythme de croissance monétaire semble pourtant modéré par rapport à certains autres pays, on a constaté parallèlement des taux d'accroissement relativement élevés de la demande globale nominale. Les taux d'intérêt à court terme ont fortement progressé l'an dernier, pas assez tôt cependant pour maintenir l'expansion monétaire sur la trajectoire fixée. Et, de fait, la hausse des taux d'intérêt n'a été ni aussi rapide ni aussi ample que celles qui ont eu lieu à certains moments dans des pays qui se sont employés avec plus de détermination à stabiliser leur monnaie sur les marchés des changes.

Certains pays — comme par exemple la France et aussi, en 1978, l'Italie et le Royaume-Uni — ont obtenu d'assez bons résultats en matière de stabilisation du taux de change effectif de leur monnaie en suivant une voie moyenne entre le dollar et les monnaies fortes; on peut en dire autant de la Belgique, des Pays-Bas et du Danemark pour ce qui est du respect de leur objectif plus ambitieux visant à stabiliser leur monnaie l'une par rapport à l'autre et — hormis quelques ajustements occasionnels — à l'égard du deutsche mark. Mais, tous ces pays ont dû accepter de très fortes fluctuations des taux d'intérêt et, dans certains cas, de la masse monétaire également. Au Danemark et en Italie, les taux d'intérêt ont enregistré des oscillations moins amples que dans les autres pays, tout en se maintenant à des niveaux exceptionnellement élevés.

Les difficultés que peuvent rencontrer les autorités en s'efforçant de concilier leurs objectifs de stabilisation de la masse monétaire et des taux d'intérêt ont fait l'objet de maintes études. Mais les récents problèmes auxquels elles se sont heurtées pour respecter leurs objectifs de taux de change, par suite de l'apparition d'événements financiers ou économiques imprévus à l'intérieur ou à l'extérieur, confèrent une tout autre dimension à ces questions. Outre les incertitudes considérables qu'elles suscitent, les variations de taux de change peuvent «dépasser» les différences dans l'accroissement des agrégats monétaires et des prix relatifs. Si, par exemple, en réaction à des impulsions monétaires expansionnistes venues de l'extérieur, certaines monnaies s'apprécient trop, cette «surréaction» peut exercer une influence restrictive sur la demande globale dans les pays en cause. Dans le cas où ces pays se voient alors contraints d'intervenir massivement, il est clair que l'impulsion monétaire se transmettra comme sous un régime de taux de change plus stables. Les taux de change

flexibles peuvent donc se révéler incapables de préserver aussi facilement qu'on l'espérait un moment, tout au moins dans certains milieux, l'évolution monétaire de tel ou tel pays des influences extérieures.

La surréaction des taux de change n'est pas un phénomène nouveau, et nombre de raisons incitent à penser qu'on peut s'attendre à le voir réapparaître de temps à autre dans un système de taux flottants. Ces dernières années, l'Italie et le Royaume-Uni, par exemple, ont souffert d'une tendance évidente de leur taux de change à se déprécier au-delà de ce que justifiait l'évolution de la situation monétaire relative, et ce comportement semble avoir alimenté directement l'inflation interne. Mais, pendant ces années, les tendances à l'appréciation manifestées simultanément par certaines autres monnaies ont été d'une ampleur modérée. A la vérité, comme les taux d'inflation étaient partout élevés et que le mouvement du couple prix/coûts avait tendance à s'accélérer, on en était venu à considérer généralement qu'une appréciation modeste du cours de change pourrait aider à faire baisser les taux d'inflation internes; dans certains pays, la politique monétaire a même été spécialement conçue à cet effet. Il a toujours été admis, cependant, qu'une appréciation trop rapide peut avoir des effets très néfastes sur la position concurrentielle d'un pays; de plus, si de l'avis des chefs d'entreprise elle revêt également un caractère permanent, les niveaux de la production et de l'emploi risquent aussi de s'en ressentir. A la différence des dépréciations de monnaies moins importantes, la chute du dollar l'an dernier a engendré une hausse sensible du taux de change effectif de maintes autres monnaies. En outre, comme les plus affectées ont été celles des pays où les taux d'inflation étaient déjà fort modestes, les prix et les salaires ne pouvaient guère supporter tout le poids de l'ajustement.

La baisse exceptionnellement forte du dollar, l'an dernier, s'explique sans doute par divers facteurs. Les taux de change sont déterminés sur les marchés des actifs réels et financiers où des forces diverses entrent en jeu. Les courants commerciaux et l'activité économique ne s'adaptant normalement qu'avec un certain retard aux variations des prix relatifs, les marchés des actifs financiers doivent subir de plein fouet les répercussions de l'ajustement à court terme. Apparemment, ces marchés ne réagissent pas seulement à la situation extérieure et à la politique économique mise en œuvre, mais tiennent également compte de l'éventualité de voir se poursuivre longtemps encore les divergences dans les orientations de la politique appliquée et dans l'évolution économique. En même temps, les marchés jugent évidemment les politiques en fonction non seulement des intentions proclamées, mais aussi du degré de crédibilité des autorités monétaires, selon les résultats effectifs obtenus dans la lutte contre l'inflation. Il est en outre possible que les incertitudes sur les marchés des changes se soient développées, l'an dernier, au point de dissuader les opérateurs de prendre position en faveur du dollar.

La situation a été aggravée par le fait que le dollar joue un rôle important comme monnaie internationale d'échange et de réserve et qu'il est détenu par un grand nombre de non-résidents. Ainsi, les détenteurs étrangers ont vu fléchir brutalement la valeur de leurs avoirs en dollars — mesurés en monnaie nationale ou en termes de pouvoir d'achat — ce qui peut les avoir amenés dans une certaine mesure à restreindre leurs propres dépenses. Qui plus est, ils semblent avoir réagi à la chute du dollar en s'efforçant de diversifier la composition par monnaie de leur portefeuille. Seul un mouvement de ce genre peut expliquer la vigueur des pressions à la hausse qui se

sont exercées sur le deutsche mark, le franc suisse et le yen. Dans une certaine mesure, ces modifications dans la composition des portefeuilles peuvent être irréversibles, et on ne sait pas encore très bien jusqu'où le processus va se poursuivre.

Financement du secteur public et du secteur privé

Le tableau ci-dessous donne une image composite de l'expansion monétaire, en comparant celle-ci à l'évolution des avoirs extérieurs nets du système bancaire et du crédit bancaire à l'économie interne. Dans la plupart des cas, les variations sont calculées sur la base des flux, d'où sont exclues les variations de change, dont l'incidence peut être sensible, notamment en ce qui concerne la position envers l'étranger.

La différence la plus notable entre l'évolution du crédit aux Etats-Unis et dans les autres pays apparaît dans la tendance suivie par le crédit aux administrations publiques. A noter toutefois qu'aux Etats-Unis les chiffres correspondants ne comprennent que le portefeuille de titres du Trésor des banques commerciales, que ces dernières ont réduit l'an dernier pour permettre de financer une expansion de 12½% des autres prêts et investissements. Même cette hausse, qui fait suite à une forte augmentation en 1977, n'indique pas l'ampleur réelle de la demande de crédit aux Etats-Unis, puisque le rythme de l'octroi des prêts bancaires aux entreprises s'est ralenti au cours de l'année dernière et que le ton a été donné de plus en plus par le développement

Variations de la masse monétaire au sens large et contributions de ses contreparties «concours à l'économie» et «extérieur»¹

Pays	Masse monétaire au sens large ²			Avoirs extérieurs nets ³			Crédit aux administrations publiques ⁴			Crédit aux entreprises et aux particuliers ⁵		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
	de décembre à décembre, en %			contributions à la variation de la masse monétaire ⁶								
Etats-Unis	11,4	9,3	8,3	-0,2	-4,0	-1,7	2,8	-0,3	-0,9	6,9	12,2	12,9
Japon	13,5	11,1	13,1	0,7	1,7	1,0	4,4	3,6	6,1	12,0	9,0	10,1
Allemagne fédérale	8,2	11,2	11,0	1,7	1,9	1,2	5,9	4,8	6,1	12,7	12,9	15,1
France	12,8	13,9	12,3	-1,1	0,6	0,9	2,1	0,1	0,3	13,9	13,2	13,3
Royaume-Uni	10,6	7,7	13,5	-5,7	9,7	1,1	9,3	-6,3	5,4	9,6	8,0	10,5
Italie	21,1	21,9	22,6	-0,6	1,7	4,1	11,0	11,2	14,1	14,6	7,3	5,3
Belgique	13,1	9,1	7,8	-2,1	-0,5	-4,8	8,6	4,6	9,7	6,1	9,3	6,0
Pays-Bas	25,0	3,6	4,2	0,8	-1,2	4,8	3,7	1,5	3,6	8,2	24,4	30,4
Danemark	11,5	9,8	6,7	-8,9	-2,9	-0,9	7,7	4,5	3,2	13,6	9,0	5,9
Suède	5,0	9,0	17,7	-1,5	1,8	-1,4	-0,8	4,4	10,7	10,7	12,8	11,9
Canada	14,1	11,6	12,5	-1,0	-0,5	-0,8	1,1	0,9	0,9	15,1	12,5	13,0

¹ Chiffres établis à partir de sources nationales. ² M. pour l'Allemagne, M. en sterling pour le Royaume-Uni, M. pour les autres pays. ³ 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). ⁴ Pour les Etats-Unis, avoirs des banques commerciales en titres du Trésor seulement; pour la France et le Danemark, administrations centrales seulement; pour le Royaume-Uni, secteur public, y compris les emprunts du secteur public à l'étranger; pour le Canada, prêts des banques commerciales seulement. ⁵ Pour les Etats-Unis et le Canada, prêts des banques commerciales seulement. ⁶ 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.

des prêts hypothécaires, des emprunts aux sociétés de financement du crédit à la consommation et des émissions de papier commercial. Dans tous les autres pays, sauf en France et au Canada, le crédit bancaire au secteur public s'est très fortement accru l'an passé, apportant — dans la plupart des cas — une contribution nettement plus forte qu'en 1977 à l'expansion monétaire.

Le crédit bancaire aux entreprises et aux particuliers a progressé assez rapidement au Royaume-Uni, qui a connu une phase de haute conjoncture sous l'impulsion de la consommation. De plus, à la progression des prêts ordinaires des banques s'est ajoutée une forte augmentation des crédits par acceptation, que les banques ont pu utiliser pour transférer la charge du financement sur le secteur non bancaire au lieu d'encourir de lourdes pénalités en développant leurs engagements productifs d'intérêts. Au début de 1979, lorsque les pressions liées à l'obligation de constituer des dépôts spéciaux se sont atténuées, le rythme des prêts bancaires s'est brusquement accéléré. Le crédit des banques au secteur privé a également connu une forte expansion en Allemagne et aux Pays-Bas; à l'accroissement prononcé des prêts à la construction, du crédit immobilier et du crédit à la consommation a succédé en effet, en Allemagne tout au moins, un redressement progressif des emprunts des entreprises, annonciateur d'une reprise assez générale de l'activité économique. Dans ce dernier pays, les banques ont réduit leurs achats d'obligations pour accroître leurs concours parmi lesquels les crédits à court terme ont pris une importance grandissante. De plus, la progression des ouvertures de crédit non utilisées a été supérieure de plus de 30% à celle de 1977 dans le cas des facilités d'escompte ainsi qu'en compte courant et a plus que doublé par rapport à 1977 dans le cas des emprunts à plus long terme. En Suisse, le crédit à la construction a progressé de 33% l'an dernier. Au Japon également, bien que la demande de crédit des entreprises soit restée assez faible, on a noté vers la fin de 1978 un brusque accroissement des prêts octroyés à des fins spéculatives, notamment pour l'acquisition de biens immobiliers, la construction et le négoce. Certes, en de précédentes occasions, le réveil de la construction de logements avait donné le signal d'une reprise économique générale dans ces pays, mais on a peine à croire que la vaste progression des prêts aux logements et du crédit foncier constatée l'an dernier n'a pas été influencée par les craintes d'une réapparition de l'inflation. Dans les autres pays industriels, l'expansion de la demande de crédit du secteur privé a été assez modérée, traduisant principalement la faiblesse persistante de l'économie.

Le crédit a été plafonné l'an dernier au Japon, en France, en Italie, aux Pays-Bas et au Danemark, ainsi qu'en Belgique pendant les deux derniers mois de l'année. Dans quelques rares cas — l'Italie notamment — ce plafonnement a reflété la nécessité de rationner le crédit au secteur privé pour contrôler la liquidité globale, étant donné les énormes besoins d'emprunt du secteur public. En Italie, les plafonds ont été quelque peu assouplis au début de 1979 pour soutenir la reprise économique. En revanche, l'encadrement du crédit n'a pas eu l'an dernier d'incidence restrictive en France, où le volume des prêts n'a généralement pas dépassé les normes (qui ont été quelque peu resserrées pour 1979), ni au Japon, où les plafonds ont en réalité entériné les prévisions de prêts des banques jusqu'au dernier trimestre de 1978. Pour les deux premiers trimestres de 1979, les autorités japonaises ont renforcé les mesures d'encadrement, afin de limiter de façon sélective les concours aux secteurs autres que l'industrie de transformation. Aux Pays-Bas, le plafonnement a été appliqué aux prêts financés à l'aide de

ressources monétaires. Les banques n'ont pu donner à leurs crédits l'important développement constaté — tout en se maintenant en général à l'intérieur des limites prescrites — qu'en recourant largement au marché des capitaux et en acceptant des dépôts d'épargne pour un montant considérable.

Lorsqu'on examine les répercussions de l'octroi de crédits bancaires sur la masse monétaire, il convient de se rappeler qu'aux Etats-Unis les ressources «gérées» par les banques, certificats de dépôt compris, ont commencé à progresser très rapidement à partir de l'automne 1978. En même temps, les banques se sont également procuré de très importantes quantités de fonds dans le cadre de pensions (il s'agissait souvent d'opérations au jour le jour mais non comprises dans la masse monétaire) et au prix d'un gonflement énorme du «float» (effets en cours de recouvrement) de la Réserve fédérale. Elles ont également fortement développé leurs emprunts en euro-dollars aux alentours de la fin de l'année, mais leurs créances sur les banques sises à l'étranger semblent s'être accrues encore plus vivement durant cette période. En Allemagne et au Japon, également, l'accroissement des engagements à long terme a constitué, comme de coutume, une contrepartie assez importante de l'octroi de crédits, contribuant ainsi à limiter l'expansion de la masse monétaire au sens large.

Financement du secteur public. Depuis 1975, les besoins de financement des administrations publiques (ou du secteur public), qui reflètent en principe les déficits établis sur la base de la comptabilité nationale plus les prêts accordés à l'économie à des fins de politique économique, s'étaient progressivement contractés dans un certain nombre de pays. L'année dernière, en revanche, ils se sont de nouveau accrues presque partout, sauf aux Etats-Unis où ils ont continué à régresser. Mesurés par rapport au produit national brut, ces besoins ont été particulièrement élevés en Italie — où leur vive expansion a résulté des ajournements apportés antérieurement à l'adoption de mesures fiscales — au Japon et en Belgique, où l'accroissement se poursuit sans discontinuer depuis 1973. Quant aux besoins de financement de l'administration centrale, ils ont généralement suivi l'an passé la même évolution; à l'exception du Japon, ils ont été à l'origine de la majeure partie des besoins de financement des administrations publiques (ou du secteur public). Aux Etats-Unis, les Etats et les collectivités locales ont continué à dégager un excédent budgétaire, bien que la «révolte des contribuables» ait commencé à entamer la solidité de leur position financière.

Aux Etats-Unis, le financement du Gouvernement fédéral a été surtout marqué en 1978, comme l'année précédente, par le fait que près de la moitié des besoins ont été satisfaits par des emprunts à l'étranger. La plus grande partie des fonds ainsi collectés a revêtu la forme de titres du Trésor que les banques centrales étrangères se sont procurés contre des dollars acquis par suite de leurs interventions sur les marchés des changes. Des emprunts en devises de faibles montants ont été contractés sur les marchés des capitaux allemand, japonais et suisse dans le cadre des mesures de soutien du dollar annoncées le 1er novembre. A la fin de 1978, les non-résidents détenaient un quart de l'ensemble des titres représentatifs de la dette du gouvernement des Etats-Unis à l'égard de créanciers autres que les fonds et organes d'administration centrale et le Système de Réserve fédérale. Le financement interne a, quant à lui, été assuré pour l'essentiel l'an dernier par les particuliers, par la Réserve fédérale sous la forme d'opérations d'open market, ainsi que par les Etats et les collectivités locales. Au total, les entreprises non financières et les institutions financières du secteur privé ont réduit leur

portefeuille de titres du Trésor. Compte tenu de ces sources de financement, il n'est pas surprenant que les besoins aient pu être satisfaits sans exercer de pression excessive sur les taux d'intérêt; de fait, les taux des bons du Trésor ont accusé une hausse sensiblement inférieure à celle des autres taux du marché monétaire, en raison principalement de l'apport externe dont a bénéficié le marché.

Dans tous les autres pays, hormis la France et l'Allemagne, les besoins d'emprunt de l'administration centrale ont été plus élevés qu'aux Etats-Unis par rapport au produit national brut. Dans la plupart d'entre eux, une part importante a été couverte par le secteur non bancaire. Il est intéressant de noter qu'en Italie les ventes de bons du Trésor à six et douze mois et de fonds d'Etat — dont certains indexés — ont porté l'an passé sur des montants considérables. A partir du milieu de l'année, le coefficient d'emploi en valeurs mobilières à revenu fixe imposé aux banques sur la progression de leurs dépôts a été abaissé. Etant donné l'ampleur du déficit, le Trésor a néanmoins recouru massivement aux banques et à l'institut d'émission. En Belgique, l'Etat a de nouveau largement emprunté à la banque centrale. Lorsque, à l'automne, ses besoins substantiels de fonds se sont révélés incompatibles avec la nécessité de maintenir le resserrement du marché monétaire pour soutenir le franc belge, les autorités se sont, pour la première fois depuis de nombreuses années, procuré des ressources en devises étrangères. Au Royaume-Uni, l'importance assez considérable de la composante extérieure reflète principalement un fléchissement des avoirs officiels en devises. Dans les autres pays, les pouvoirs publics n'ont pas recouru de façon significative aux emprunts à l'étranger et ont pu éviter de faire appel massivement aux concours de la banque centrale. A noter toutefois que des montants élevés ont été collectés auprès du système bancaire par l'administration centrale, au Japon, et par les organismes publics autres que la sécurité sociale, en Allemagne.

Dans divers pays, l'administration centrale a éprouvé des difficultés pour trouver régulièrement un volume suffisant de ressources sur le marché financier même si, pour certaines d'entre elles, les résultats ont été assez satisfaisants sur l'ensemble de l'année. Au Royaume-Uni, en Allemagne et au Japon, le volume des émissions placées auprès du secteur non bancaire s'est fortement contracté durant certaines périodes de l'année. Diverses mesures ont été prises en vue d'améliorer cette situation. En Allemagne, les pouvoirs publics ont développé leurs emprunts à court et à moyen terme, tandis que, au Japon, les autorités ont fait appel abondamment à l'émission d'un nouveau type de titres à trois ans, et des obligations ont été placées pour la première fois dans le cadre d'un système d'adjudication. Au Royaume-Uni, les rendements des bons d'épargne nationale et des certificats d'impôt anticipé ont été rendus plus compétitifs, cependant qu'on a recouru amplement à l'émission de titres d'Etat libérés en partie seulement à la souscription. Un emprunt ayant été lancé à un prix d'émission qui s'est révélé sensiblement trop faible, les autorités ont annoncé une procédure d'adjudication applicable seulement dans le cas où les souscriptions dépasseraient le montant émis. Dans chaque cas, cependant, le gouvernement a dû accroître temporairement son recours au crédit bancaire ou prélever sur ses encaisses et, finalement, accepter une hausse des taux d'intérêt nominaux.

Dans quelques pays, y compris au Royaume-Uni, il est apparu que les taux d'intérêt et les émissions de fonds d'Etat commençaient à déséquilibrer le marché par suite des changements intervenus dans les perspectives de financement du secteur

Financement des administrations publiques¹

Rubriques	Année	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	5,8	6,7	2,2	14,6	7,0	4,8	10,2
	1976	4,5	6,6	4,1	0,4	11,2	10,0	4,9	7,5
	1977	3,1	7,0	3,1	1,3	10,2	9,2	3,9	4,2
	1978	3,2	7,4	2,7	2,1	14,8	10,6	4,6	5,2
Besoin de financement de l'administration centrale ³	1975	6,2	5,6	5,9	3,0	11,3	2,7	3,0	8,1
	1976	4,4	5,9	4,0	1,1	9,1	4,7	3,7	5,5
	1977	2,7	6,6	3,5	1,1	9,0	4,6	3,1	3,2
	1978	3,4	6,4	2,9	1,7	13,0	5,7	3,3	5,2
couvert par: la banque centrale . .	1975	0,6	0,1	0,6	1,4	6,6	.	0,0	
	1976	0,3	0,6	0,7	0,7	6,2	.	0,5	
	1977	- 0,0	0,6	0,4	- 0,9	- 2,5	.	0,1	2,3
	1978	- 0,1	0,4	0,4	- 1,0	0,7	.	0,2	- 0,0
les banques	1975	4,3	0,6	1,7	0,8	1,5	2,1	0,9	1,3
	1976	2,9	1,3	0,8	- 0,3	0,3	3,6	0,8	- 0,3
	1977	2,1	0,7	- 0,0	0,5	7,0	3,0	0,5	
	1978	2,7	1,6	- 0,6	0,7	5,1	4,0	0,5	
d'autres sources nationales	1975	1,2	4,8	3,1		3,2		2,1	5,7
	1976	0,7	3,5	2,0		2,6		2,5	4,5
	1977	0,6	5,6	1,5	0,8	4,5	0,6	2,6	6,9
	1978	0,7	3,6	1,7	0,8	7,2	1,1	2,6	4,6
des sources étrangères ⁴	1975	0,3	0,0	0,5	1,5	0,0	1,6	- 0,0	0,2
	1976	0,5	0,4	0,5	2,0	0,0	1,7	- 0,1	1,0
	1977	0,0	- 0,2	1,6		0,0		0,0	- 5,1
	1978	0,1	0,8	1,4		0,0		0,0	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. Pour l'Italie, secteur public élargi selon la définition retenue dans la lettre d'intention au FMI; comprend les besoins d'emprunts de certaines entreprises publiques. Pour le Japon, montant net des émissions d'obligations à moyen et à long terme du Trésor 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 d'Etat (équivalent ensemble à 1,5% du PNB en 1978). Pour le Royaume-Uni, comprend les besoins d'emprunt des entreprises publiques. ³ Pour l'Allemagne, ensemble des collectivités publiques sauf la sécurité sociale; pour l'Italie, administrations publiques; pour le Royaume-Uni, comprend les prêts de l'administration centrale aux entreprises publiques (équivalent à environ 1,1% du PNB en 1978). ⁴ Pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, comprend l'accroissement (—) des avoirs officiels de change.

public et des variations à court terme des taux d'expansion monétaire. S'il est vrai que des phénomènes de ce genre ont compliqué la tâche des responsables de la gestion monétaire, il n'est pas possible d'en conclure avec certitude que la hausse des taux d'intérêt, l'année passée, doit être considérée comme la manifestation d'un phénomène d'éviction. Comme mentionné précédemment, les rendements des obligations en dehors de l'Amérique du Nord semblent se tenir maintenant à un niveau élevé par rapport aux taux d'inflation actuels. Il ne fait pas de doute que la hiérarchie des taux d'intérêt, telle qu'elle s'établit dans un grand nombre de pays européens, a incité les entreprises à utiliser davantage le crédit bancaire plutôt qu'à émettre des emprunts obligataires. Dans la plupart de ces pays, le recours net au marché obligataire par les sociétés non financières est demeuré faible, voire négatif.

Situation financière du secteur privé

Par suite des divergences conjoncturelles entre les divers pays et des modifications dans les perspectives d'évolution de l'inflation, l'activité du marché du crédit au secteur privé a présenté un certain nombre de contrastes intéressants.

Aux Etats-Unis, les emprunts des entreprises et le crédit à la consommation ont continué de se développer à vive allure l'an passé, tandis que le crédit hypothécaire se maintenait à un niveau remarquablement élevé, compte tenu du stade assez avancé de la reprise. Malgré une nouvelle réduction des emprunts du gouvernement fédéral, le montant total des flux de crédit nets par rapport au produit national brut s'est maintenu au niveau record enregistré en 1977. Dans les autres pays, la demande de crédit du secteur privé a été plus modérée; à noter toutefois le raffermissement sensible, en Allemagne et au Canada, des emprunts des entreprises ainsi que du crédit à la consommation et du crédit hypothécaire, cependant qu'au Royaume-Uni le crédit à la consommation connaissait, lui aussi, une vive expansion.

Aux Etats-Unis, les investissements du secteur industriel et commercial ont été sensiblement supérieurs à l'accroissement des ressources internes des entreprises, qui ont emprunté massivement à court terme, tout en réduisant leur recours au financement obligataire et en maintenant l'émission d'actions à des proportions modestes. C'est pourquoi les entreprises ont vu leurs ratios financiers, tels que le rapport entre les avoirs liquides et les engagements à vue et celui entre les dettes à court terme et l'endettement global se détériorer fortement, pour revenir en fait à des niveaux qu'on ne peut comparer qu'à ceux de 1974. Au Royaume-Uni, la situation financière des entreprises autres que celles du secteur de l'exploitation du pétrole de la Mer du Nord a connu également une légère aggravation, après les progrès notables enregistrés en 1977, en raison du taux d'investissement remarquablement élevé et du recul de la rentabilité.

La situation financière des entreprises s'est nettement améliorée au Japon, en Allemagne, au Canada et en France. Au Japon, ces progrès reflètent en grande partie la faiblesse de l'activité d'investissement, tandis qu'en Allemagne ils n'ont pas empêché un raffermissement prononcé de la formation de capital fixe des entreprises. Au Japon, en Allemagne et au Canada, le secteur industriel et commercial a eu tendance à accumuler des avoirs liquides. Le portefeuille de valeurs à court terme des entreprises s'est nettement étoffé au Japon, cependant que les entreprises allemandes, qui bénéficiaient à divers titres d'entrées de fonds, ont fortement développé leurs dépôts à terme. Au Canada, l'extension de la liquidité des entreprises a en partie pris la forme de créances en devises. Dans la plupart des pays autres que les Etats-Unis, les entreprises ont recherché des concours essentiellement auprès des banques. Les nouvelles émissions de valeurs mobilières à revenu variable ont toutefois atteint un niveau assez élevé au Canada — où le marché des actions a enregistré une expansion vigoureuse, du fait principalement, il est vrai, de la dépréciation de la monnaie — et en France, où des avantages fiscaux ont été accordés au début de 1978 afin d'intéresser davantage les particuliers à l'acquisition d'actions. Dans ce dernier pays, le volume des émissions d'obligations a également été fort élevé, mais cette progression reflète principalement le développement des emprunts de l'Etat et des émissions d'organismes semi-publics, dont l'activité de collecte de ressources a été réorientée, pour des raisons de balance des paiements, de l'extérieur vers le marché interne.

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

Pays	Année	Emprunteur							Total
		Secteur des entreprises ²					Secteur des ménages ²		
		Secteur public ²	Actions	Obligations	Prêts ³	Total	Crédit au logement ⁴	Divers	
		en % du produit national brut							
Etats-Unis	1975	6,4	0,7	1,9	0,5	3,1	2,5	0,7	12,7
	1976	5,1	0,6	1,5	2,3	4,4	3,6	1,7	14,8
	1977	4,4	0,1	1,3	4,2	5,6	4,9	2,5	17,4
	1978	3,7	0,1	1,1	4,7	5,9	4,8	2,9	17,3
Allemagne fédérale	1975	5,9	0,4	-0,1	1,4	1,7	2,2	0,7	10,5
	1976	3,8	0,4	0,1	3,1	3,6	2,4	1,2	11,0
	1977	3,1	0,2	0,1	2,7	3,0	3,0	1,2	10,3
	1978	3,4	0,3	-0,0	2,9	3,2	3,8	1,3	11,7
Japon	1975	7,7	0,7	1,1	9,9	11,7	4,7		24,1
	1976	9,2	0,5	0,6	8,9	10,0	5,1		24,3
	1977	8,4	0,5	0,4	6,4	7,4	4,4		20,2
	1978	9,8	0,6	0,4	4,9	5,9	4,8		20,5
Royaume-Uni	1975	10,2	1,0	0,2	0,9	2,1	3,5	-0,4	15,4
	1976	7,5	0,6	0,0	2,4	3,0	3,1	0,7	14,3
	1977	4,2	0,5	-0,1	2,4	2,8	3,0	1,1	11,1
	1978	5,2	0,5	-0,1	1,8	2,2	3,3	1,4	12,1
Canada	1975	7,6	0,5	1,3	2,5	4,3	4,4	2,0	18,3
	1976	7,7	0,6	1,2	3,4	5,2	4,7	2,1	19,7
	1977	8,0	1,2	1,7	2,6	5,5	5,7	1,6	20,8
	1978	9,7	2,2	1,3	2,2	5,7	5,4	2,0	22,8
France	1975	4,2	0,6	1,0	6,3	7,9	4,1		16,2
	1976	2,6	0,9	0,7	5,7	7,3	4,7		14,6
	1977	2,8	0,5	0,6	6,1	7,2	3,5		13,5
	1978	3,7	0,7	0,5	4,5	5,7	3,7		13,1

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 du secteur étranger; 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; pour le Royaume-Uni, montant total des emprunts des secteurs indiqués, à l'exception des crédits commerciaux et des investissements intra-entreprises; pour le Canada, fonds collectés par les emprunteurs non financiers; pour la France, montant total des emprunts recensés à l'exception des crédits commerciaux et des valeurs mobilières à revenu variable autres que les actions (ajustements comptables exclus). ² Pour le Japon et le Royaume-Uni, les emprunts des entreprises publiques sont inclus dans les emprunts du secteur public et, pour ces pays et la France, ceux des entreprises non constituées en sociétés figurent dans les crédits au secteur des ménages. ³ Comprend les effets négociables sur le marché monétaire. ⁴ Pour l'Allemagne, ensemble du crédit au logement.

Le développement du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires au logement, dans le contexte inflationniste américain, a été tel que le rapport du montant total de la dette des ménages au revenu disponible s'est élevé à plus de 65% au quatrième trimestre de 1978, alors qu'il n'avait jamais dépassé 58% avant 1977. Les mesures visant à soustraire le marché hypothécaire au resserrement du crédit (voir page 66) se sont révélées un peu moins efficaces à la suite de la nouvelle poussée des taux d'intérêt, en novembre, et des modifications de caractère réglementaire, en mars. Au Royaume-Uni également, l'offre de crédits hypothécaires s'est trouvée de plus en plus limitée par suite de la détérioration de la situation financière des sociétés de crédit immobilier; les concours bancaires aux particuliers ont connu une forte progression, sans pour autant que ces derniers se soient exposés à un endettement excessif. De même qu'au Canada, en Allemagne et dans certains autres pays, où le développement

prononcé des prêts hypothécaires a servi principalement à financer des transactions sur des habitations existantes et, indirectement, la consommation des particuliers, la vive progression des prix des logements, au Royaume-Uni, a probablement contrecarré toute tendance à la détérioration de la position financière du secteur des ménages.

Objectifs monétaires et évolution des agrégats monétaires

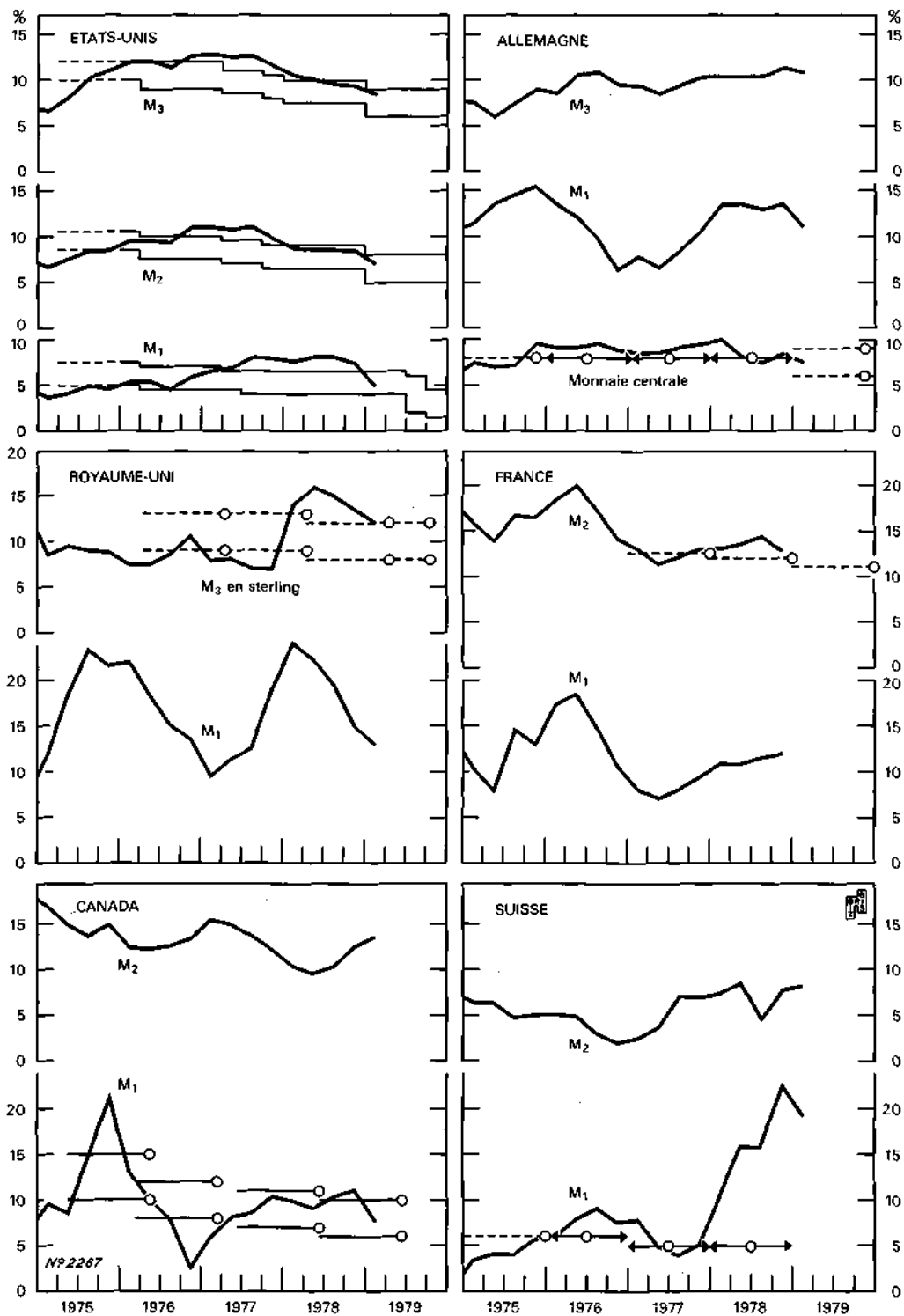
Les pays qui, l'an passé, s'attachaient à maintenir l'expansion monétaire sur une pente stable, prédéterminée, se sont trouvés confrontés en tout état de cause à des situations extrêmement difficiles. Les Etats-Unis ont dû s'accommoder d'innovations sur le plan de la réglementation et des institutions, tandis que d'autres pays devaient faire face à l'agitation sur les marchés des changes. Plusieurs d'entre eux ont également éprouvé des difficultés à assurer de façon régulière un flux adéquat de moyens financiers non monétaires pour satisfaire les besoins d'emprunt élevés de l'administration centrale, et la demande privée de crédits bancaires a fait preuve, chez certains, d'un dynamisme croissant. Les problèmes de régulation de l'expansion monétaire ne se sont pas seulement posés aux pays qui ont principalement recouru à la politique des taux d'intérêt ou au contrôle de la base monétaire, mais également à ceux qui ont utilisé des

Agrégats monétaires: objectifs et taux d'expansion

Pays	Agrégat monétaire et de crédit	Période	Objectif	Résultat effectif
			accroissement en %	
Allemagne fédérale . . .	Monnaie centrale	moyenne 1977 — moyenne 1978	8	11,4
		4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	6—9	.
Canada	M ₁	juin 1977 — juin 1978	7—11	8,5
		juin 1978 —	6—10	5,3 ¹
Etats-Unis . . .	M ₁	4ème trimestre 1977 — 4ème trimestre 1978	4,0—6,5	7,3
		1er trimestre 1978 — 2ème trimestre 1979	4,0—6,5	4,9 ²
		3ème trimestre 1978 — 3ème trimestre 1979	2,0—6,0	.
		4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	1,5—4,5	.
	M ₂	4ème trimestre 1977 — 4ème trimestre 1978	6,5—9,0	8,5
		1er trimestre 1978 — 3ème trimestre 1979	6,5—9,0	7,1 ²
		4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	5,0—8,0	.
	M ₃	4ème trimestre 1977 — 4ème trimestre 1978	7,5—10,0	9,4
		1er trimestre 1978 — 3ème trimestre 1979	7,5—10,0	8,4 ²
		4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	6,0—9,0	.
France	M ₂	12 mois s'achevant en décembre 1978	12 ³	12,3
		12 mois s'achevant en décembre 1979	11 ³	.
Japon	M ₂	3ème trimestre 1977 — 3ème trimestre 1978	11—12 ⁴	12,1
		4ème trimestre 1977 — 2ème trimestre 1979	12—13 ⁴	12,3 ⁵
Pays-Bas . . .	M ² /Revenu national net	fin 1976	.	41,0 ⁶
		fin 1980	37,0 ⁷	.
Royaume-Uni . .	Masse monétaire en sterling (M _s)	12 mois s'achevant à la mi-avril 1979	8—12	10,4
		12 mois s'achevant à la mi-octobre 1979	8—12	.
Suisse	M ₁	moyenne 1977 — moyenne 1978	5	16,2

¹ Juin 1978—janvier 1979. ² 1er trimestre 1978—1er trimestre 1979. ³ Limite supérieure. ⁴ Projection non contraignante seulement. ⁵ 1er trimestre 1978—1er trimestre 1979. ⁶ Ratio effectif. ⁷ Ratio escompté devant être atteint par une réduction progressive.

Objectifs monétaires et taux d'expansion monétaire*



* Variations annuelles calculées sur la base de moyennes trimestrielles.

moyens d'action assez directs pour agir sur les contreparties de la création monétaire dans les bilans des banques.

Le tableau de la page 80, ainsi que le graphique de la page 81, donnent des indications sur l'expansion monétaire par rapport aux normes officielles. En comparant les normes et l'évolution effective des objectifs sur la base indiquée, on constate des dépassements sensibles, dans le cas des Etats-Unis, pour M_1 (mais pas, l'année dernière, pour les autres agrégats) ainsi qu'en Allemagne et en Suisse. En France, en revanche, le résultat n'a été que légèrement supérieur à la norme, tandis qu'au Canada et au Royaume-Uni il s'est situé à l'intérieur de la fourchette, en dépit des difficultés considérables auxquelles ces pays ont dû faire face en cours d'année.

Les variables auxquelles ces normes se réfèrent diffèrent considérablement d'un pays à l'autre. Le graphique retrace les variations des agrégats, à la fois au sens large et étroit, dans six pays clés et permet d'effectuer, pour les agrégats correspondants, une comparaison entre l'évolution en cours d'année et les objectifs. L'expansion monétaire est représentée en termes de variations d'une année sur l'autre des moyennes trimestrielles; avec cette présentation, les fluctuations à court terme de nature purement fortuite sont dans une certaine mesure atténuées. Si les objectifs monétaires d'un certain nombre de pays sont exprimés comme précisé ci-dessus, pour d'autres la comparaison ne revêt qu'un caractère indicatif. Il convient de noter également que le degré d'engagement des autorités vis-à-vis du respect de ces normes varie considérablement.

On est très frappé par l'évolution irrégulière de l'expansion monétaire durant l'année dans la plupart des pays. En Allemagne, la croissance excessive de la monnaie centrale par rapport à la norme (exprimée en termes de moyenne annuelle) est en très grande partie attribuable aux événements qui se sont déroulés pendant le premier trimestre de 1978 au cours de la phase initiale d'affaiblissement du dollar bien que, sur la base des variations mensuelles désaisonnalisées, on ait assisté à une nouvelle accélération à partir du milieu de l'année. Par contre, en Suisse, l'expansion de M_1 a pris, par rapport à la trajectoire fixée, une avance qui n'a cessé de croître tout au long de l'année.

Au Royaume-Uni, le taux d'expansion de M_3 en sterling s'est accéléré de façon alarmante au début de 1978 devant l'instabilité du marché des fonds d'Etat, le renforcement de la demande privée de crédits bancaires et les difficultés rencontrées par les autorités pour surveiller l'évolution de l'expansion monétaire sur le plan statistique. La progression est demeurée fort modeste en été et à l'automne, grâce en partie au recours au système des dépôts supplémentaires pour limiter le développement des engagements bancaires rémunérés; cela n'a toutefois pas empêché les banques de participer à l'octroi d'un volume considérable de crédits d'acceptation qui ne sont enregistrés ni dans les crédits bancaires, ni dans la masse monétaire. A la fin de l'année dernière, la progression de M_3 en sterling s'est de nouveau sensiblement intensifiée. Au Japon et en France, l'expansion monétaire a suivi un cours relativement modéré et régulier, du fait surtout que la faiblesse de la demande privée de crédit bancaire a contribué à neutraliser l'incidence expansionniste des opérations du Trésor et de l'excédent extérieur. En France, cependant, la modération de l'expansion monétaire a été facilitée, par suite en partie d'un heureux concours de circonstances, par le développement considérable, dû aux mesures d'incitation fiscale, des portefeuilles d'actions

des particuliers et des dépôts dans les caisses d'épargne (qui ne figurent pas dans M_2). Au Canada, l'accroissement de M_1 a connu une accélération sensible en cours d'année, du fait surtout de l'incidence des grèves des services postaux. Les taux de progression des agrégats monétaires au sens large se sont situés entre 13 et 17%, en raison notamment de l'élargissement de la part prise par les banques dans la distribution du crédit. Etant donné que le dollar canadien s'est même affaibli par rapport au dollar EU, les dépôts en monnaies étrangères effectués par des résidents auprès des banques (qui sont inclus dans M_3 , mais pas dans M_1 ni dans M_2) ont progressé de 55% environ, dont 10 points sont certainement attribuables à l'incidence des variations de change.

L'expansion des divers agrégats fait également apparaître des divergences notables dans tous les pays représentés sur le graphique. S'il est possible que les taux de croissance de la masse monétaire au sens large aient pu se ressentir des modifications intervenues dans la structure de la distribution du crédit, l'accroissement de M_1 semble généralement avoir été nettement plus sujet à des fluctuations, du moins au cours des dernières années. La Suisse fournit à cet égard un exemple très frappant: l'an passé, le taux d'intérêt créditeur des dépôts à vue a dépassé celui des comptes à terme et, dans le cas de certains comptes de particuliers, il ne s'est situé que légèrement au-dessous de la rémunération des dépôts d'épargne; aussi les entrées de fonds de l'étranger et les transferts de ressources en provenance d'autres catégories de comptes de résidents ont-ils contribué à gonfler M_1 , tandis que la progression de M_3 (qui comprend les dépôts à terme et d'épargne) a fait preuve d'une assez grande stabilité. En Allemagne, la monnaie centrale peut être considérée comme un agrégat au sens large, étant donné que le montant des réserves obligatoires est influencé à des degrés divers par les variations de l'ensemble des catégories de dépôts bancaires de résidents; ce montant n'a cessé de se développer en cours d'année. La vive accélération de la croissance de l'agrégat en question, au début de 1978, est cependant imputable surtout à l'importance de la composante monétaire qui, comme en Suisse, comprend des montants élevés de billets et de pièces détenus à l'étranger.

Dans les pays où les encaisses de transaction ne sont pas formellement rémunérées ou ne sont assorties que d'une rémunération relativement modeste, l'ampleur des fluctuations des taux d'intérêt servis sur les autres formes de placement est certainement l'une des raisons majeures de la variation des taux de croissance des composantes de M_1 . Maints pays qui ont choisi de fixer des objectifs à la masse monétaire au sens restreint s'en remettent principalement, pour les atteindre, à l'action sur les taux d'intérêt. Dans certains cadres institutionnels tout au moins, des considérations théoriques et empiriques ont milité en faveur du choix de M_1 comme objectif. Dans d'autres, les autorités ont préféré se borner à fixer des normes à un agrégat monétaire au sens large comprenant une composante importante d'épargne liquide. Dans quelques cas, la question de savoir quel est l'objectif monétaire le plus approprié continue à faire l'objet de discussions.

A la lumière de l'expérience de l'année dernière, des modifications ont été apportées aux objectifs monétaires appliqués par certains pays. Aux Etats-Unis, les objectifs pour 1979 ont été sensiblement abaissés, tout spécialement pour M_1 , afin de tenir compte de diverses modifications institutionnelles; un nouvel agrégat a été publié (M_1+ , qui comprend, outre les espèces et les dépôts bancaires à

vue, une variété de comptes d'épargne rémunérés utilisables pour des règlements et ouverts par les banques et les caisses d'épargne) et une révision de plus grande envergure des définitions des divers agrégats a été proposée. Par suite notamment de l'habitude prise précédemment par la Réserve fédérale de permettre une «dérive de la base» — le nouvel objectif publié chaque trimestre étant calculé d'après le niveau effectif de la masse monétaire, qui se révélait quelquefois bien supérieur à la valeur maximale de la fourchette précédente — les objectifs pour 1979 seront en outre maintenus jusqu'à la fin de l'année, sous réserve d'une révision en milieu d'année.

En Allemagne, l'objectif exprimé en termes de moyenne annuelle a été remplacé par une fourchette qui s'applique à l'expansion monétaire entre le quatrième trimestre de 1978 et le quatrième trimestre de 1979. Etant donné l'ampleur de l'expansion de la monnaie centrale en 1978, un objectif fondé sur des moyennes annuelles aurait dû être fixé à un niveau nettement trop élevé, ne serait-ce que pour permettre une progression modérée dans le courant de 1979. L'idée qui a présidé au choix de la fourchette n'est pas de tenir compte de l'imprécision du contrôle monétaire, mais de laisser aux autorités une certaine marge de manœuvre pour adapter le taux d'expansion monétaire en fonction de l'évolution économique en cours d'année. En Suisse, les autorités se sont abstenues de publier un objectif pour 1979, préférant y renoncer tant que la situation ne sera pas plus calme sur les marchés des changes.

Dans un souci de souplesse, les autorités britanniques ont décidé de maintenir les objectifs fixés pour des périodes de douze mois, mais d'établir une nouvelle base à intervalles de six mois à partir d'octobre. En mars 1979, cependant, en prévision des élections générales, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé, dans son projet de budget, que l'objectif actuel resterait en vigueur jusqu'à nouvel ordre. Les objectifs fixés au Royaume-Uni en octobre, de même que ceux qui ont été publiés en cours d'année au Canada et en France, ont été très légèrement inférieurs à leur niveau antérieur; dans chaque cas, il s'agit, pour les autorités, de faire connaître leur désir de réduire progressivement les taux d'expansion monétaire. Au Japon, les autorités ont commencé d'annoncer, au cours de l'été 1978, des projections non contraignantes pour l'expansion monétaire sur des périodes de douze mois se terminant le trimestre suivant. En dépit des inconvénients que risquent d'entraîner ces annonces, elles ont estimé qu'il serait bon de sensibiliser davantage l'opinion aux taux d'expansion monétaire et aux relations possibles entre ces derniers et les taux d'inflation, compte tenu de l'ampleur considérable du déficit budgétaire.

Les difficultés rencontrées l'année dernière dans les divers pays pour maintenir l'expansion monétaire dans la voie tracée doivent être attribuées en grande partie aux circonstances exceptionnelles qui prévalaient alors. L'un des enseignements à tirer est qu'aux Etats-Unis ainsi que dans les pays d'Europe qui ont adhéré ou se sont associés au Système monétaire européen, une importance plus grande est désormais accordée, dans la politique économique, à l'atténuation des fluctuations des taux de change. Pour quelques pays de plus petite dimension, la stabilisation du taux de change peut entraver quelquefois une régulation fine de l'expansion monétaire. Elle pourrait cependant permettre d'obtenir également une meilleure stabilité des prix et des salaires, à condition que les taux d'inflation dans les pays plus importants soient réduits et maintenus à un niveau modéré. Spécialement dans les pays où l'inflation est relativement

forte, les politiques monétaires qui rendent la détermination des autorités crédible semblent être de nature à contribuer à la stabilité tant externe qu'interne. Bien que les situations varient d'un pays à l'autre, il apparaîtrait que, dans un grand nombre de cas, les politiques reposant sur la fixation de normes quantitatives de progression des agrégats monétaires annoncées à l'avance continueront à jouer un rôle utile.

V. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Au cours de la période sous revue, le commerce mondial et les balances de paiements ont été fortement influencés par les mouvements de grande envergure des taux de change intervenus en cours d'année et par le renversement partiel de ces mouvements durant les premiers mois de 1979. Pendant l'année 1978, la structure globale des paiements mondiaux a connu son meilleur équilibre depuis 1973; en effet, l'excédent total des opérations courantes des pays exportateurs de pétrole a été ramené à moins de \$10 milliards, les balances des transactions courantes des zones développées du monde ont cessé d'être déficitaires, et les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, bien qu'ayant vu leur déficit combiné s'élargir par rapport à 1977, ont néanmoins pu renforcer encore leurs réserves officielles. Cette évolution favorable s'est toutefois accompagnée d'une aggravation considérable des déséquilibres existant au sein des pays du Groupe des Dix et de la Suisse par suite de la crise monétaire de l'an dernier: l'excédent combiné des paiements de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse — mesuré en termes d'accroissement des réserves officielles nettes — a plus que doublé pour s'établir à \$25 milliards tandis que, pour la deuxième année de suite, le déficit global des paiements des États-Unis a dépassé \$30 milliards. Pendant le second semestre de 1978 et les premiers mois de 1979, les éléments de la balance des transactions courantes qui entraient dans ces déséquilibres, en particulier l'excédent japonais et le déficit américain, ont marqué un fléchissement accentué et, à la suite de la décision prise en novembre 1978 par les autorités américaines d'intervenir résolument sur les marchés des changes, les mouvements de capitaux spéculatifs enregistrés antérieurement se sont en grande partie inversés. Le nouvel accès de hausse des prix du pétrole et des autres matières premières depuis la fin de 1978 vient d'introduire des éléments supplémentaires de déséquilibre, qui ne manqueront pas de replacer les pays exportateurs de pétrole dans une position largement excédentaire et de faire apparaître, dans les zones développées du monde, un déficit des transactions courantes, inférieur toutefois à celui qui avait été enregistré au lendemain de la crise de 1973.

Commerce mondial

En 1978, le commerce mondial a suivi une évolution assez semblable à celle de l'année précédente, tout au moins en ce qui concerne les variations globales. La valeur en dollars des échanges mondiaux s'est accrue de 15½%, soit grosso modo de deux points de plus qu'en 1977, pour atteindre un total légèrement supérieur à \$1.300 milliards. Les hausses tendancielles du volume et du prix des échanges, estimées respectivement à 5 et 10%, n'ont pas été non plus sensiblement différentes de celles de 1977. En même temps, l'expansion du commerce international par rapport à celle de la production des pays du Groupe des Dix et de la Suisse, qui effectuent à eux seuls les trois cinquièmes des échanges mondiaux de marchandises et de services, est restée pratiquement inchangée. Si l'on considère séparément, toutefois, les pays ou groupes de pays, on relève des contrastes frappants dans l'évolution des échanges entre 1977 et 1978, tant en volume qu'en valeur unitaire, qui ont entraîné de très importantes modifications des balances commerciales.

La modération relative de l'expansion du commerce mondial doit une fois encore être attribuée en partie à la faiblesse persistante des taux de croissance économique, en particulier au sein du Groupe des Dix et de la Suisse. En outre, si l'on se réfère aux résultats des années antérieures à 1973, on constate une nette déviation par rapport à la relation qui existait précédemment entre la production et la croissance des échanges internationaux. Au cours de la décennie 1963-72, le rythme annuel de progression en volume du commerce mondial atteignait en moyenne 9%, soit le double du taux de croissance du produit national brut en volume des principaux pays industrialisés. En 1977 et 1978, le produit national brut en volume des pays du Groupe des Dix et de la Suisse s'est accru d'un peu moins de 4%, et le volume du commerce mondial de 5% tout au plus. Bien qu'un certain ralentissement du développement des échanges commerciaux par rapport à la production ne soit pas inhabituel en période de basse conjoncture, sa persistance pendant deux années consécutives, bien après le creux de la récession, donne à penser que des facteurs autres que conjoncturels ont exercé une influence dépressive. Il est possible que, durant les années d'avant la crise pétrolière de 1973-74, la croissance plus rapide du commerce mondial par rapport à la production ait été due en partie au fait que de nouveaux investissements ont eu tendance, dans l'ensemble, à accroître sur le plan international le degré de spécialisation en matière de

Commerce mondial¹

Zones	Exportations (f.o.b.)				Importations (c.a.f.)			
	1977	1978			1977	1978		
	année entière	1er se- mestre	2ème se- mestre		année entière	1er se- mestre	2ème se- mestre	
en milliards de dollars EU (indice de volume 1976 = 100)								
Zones développées								
Groupe des Dix et de la Suisse	647,6 (104,9)	776,7 (110,8)	369,0 (109,6)	407,7 (112,0)	677,3 (103,8)	791,2 (110,8)	379,6 (109,2)	411,6 (112,4)
Autres pays ²	92,8 (104,3)	110,4 (112,1)	52,3 (108,5)	58,1 (115,7)	128,4 (102,6)	138,0 (101,5)	66,5 (105,0)	71,5 (98,0)
Total des zones développées	740,4 (104,8)	887,1 (111,0)	421,3 (109,5)	465,8 (112,5)	805,7 (103,6)	929,2 (109,3)	446,1 (108,6)	483,1 (110,0)
Zones en voie de développement								
Pays exportateurs de pétrole ³	150 (99,5)	145 (96,0)	70 .	75 .	87 (122,0)	102 (128,0)	51 .	51 .
Autres zones	128 (103,5)	142 (110,0)	67 .	75 .	154 (104,0)	180 (110,0)	85 .	95 .
Total des zones en voie de développement	278 (101,5)	287 (102,5)	137 (99,0)	150 (106,0)	241 (110,0)	282 (116,0)	136 (115,0)	146 (117,0)
Economies à planification centralisée⁴	106	121	57	64	113	133	65	68
Total général ⁵	1.124 (104,0)	1.295 (108,5)	615 (106,5)	680 (110,5)	1.160 (105,0)	1.344 (110,5)	647 (109,5)	697 (111,5)

¹ Sur la base des statistiques douanières; ces chiffres ne sont pas directement comparables à ceux qui, dans le tableau de la page 92, concernent les balances commerciales. ² Pays de l'OCDE à l'exception du Groupe des Dix et de la Suisse, plus l'Afrique du Sud, Israël et la Yougoslavie. 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.

production. Le fléchissement général des ratios investissements/production au cours de ces dernières années a peut-être affaibli ce facteur d'expansion. Il se peut aussi que les incertitudes entourant l'évolution des taux de change, de même que l'adoption par certains pays de mesures de caractère protectionniste, aient pesé sur le négoce international.

Le volume des importations des *pays du Groupe des Dix et de la Suisse* s'est accru en 1978 de 6½%, contre 4% l'année précédente. Etant donné que, dans l'ensemble, la demande interne n'a pas augmenté dans ces pays à un rythme sensiblement supérieur à celui de 1977, l'accélération de la croissance des importations doit s'expliquer essentiellement par deux autres facteurs. Tout d'abord, la demande interne s'est développée plus rapidement qu'auparavant dans des pays comme le Royaume-Uni et l'Allemagne, dont le ratio importations/production intérieure est relativement élevé; ensuite, les variations prononcées des taux de change après septembre 1977 ont commencé à faire sentir dans certains cas leurs effets sur le volume des importations, en particulier dans les principaux pays excédentaires. En conséquence, la progression du total des importations qui, en 1977, était due en grande partie à l'augmentation de 10½% des achats américains à l'étranger, s'est répartie l'an dernier d'une façon beaucoup plus régulière entre les pays membres du groupe. Si les importations américaines se sont encore fortement gonflées (de 9½%), les achats à l'étranger de la plupart des autres pays ont connu un vif essor. Les principaux pays excédentaires, c'est-à-dire le Japon, l'Allemagne et la Suisse, ont accru les leurs de 7, 7½ et 10% respectivement. Simultanément, la progression des importations s'est également accentuée dans les pays où, précisément, elle avait été précédemment freinée par des programmes de stabilisation interne: 7½% au Royaume-Uni, 5% en France et 7½% en Italie, après un recul de 2% dans ce dernier pays en 1977. Dans ce groupe, seule la Suède a enregistré une contraction de ses importations, avec un pourcentage de baisse (6½%) bien supérieur à celui de 1977.

Après avoir connu pendant plusieurs années une situation plutôt précaire des comptes extérieurs, qui s'était encore aggravée dans certains cas en 1977, la majorité des *autres pays développés* a continué d'appliquer ou a mis en œuvre une politique de restriction de la demande en 1978. Le total de leurs importations, qui s'était accru de 2½% seulement en 1977, a marqué l'an dernier un fléchissement de 1%. Le résultat global de 1978 a été fortement influencé par le recul des achats à l'étranger de l'Autriche, de l'Espagne, de la Finlande, de la Nouvelle-Zélande, de la Norvège et de la Turquie, ce dernier pays ayant enregistré une diminution de 25%. La plupart des autres pays de ce groupe n'ont que faiblement développé leurs achats, exception faite de l'Irlande et de la Grèce, qui ont accru les leurs de 16½ et 5% respectivement après avoir enregistré une augmentation du même ordre l'année précédente.

L'expansion des importations des *pays exportateurs de pétrole*, qui tout au long de la période 1974-77 avait largement dépassé le rythme de progression du commerce mondial, semble être tombée de 22% en 1977 à seulement 5% en 1978. Ce ralentissement a été particulièrement marqué dans les pays à faible capacité d'absorption. Si cette réduction du taux d'accroissement des importations de ce groupe a en partie résulté de l'interruption par l'Iran de ses achats au cours des deux derniers mois de 1978, elle s'explique surtout par l'adoption de politiques économiques internes plus restrictives visant à établir une plus grande stabilité sur le plan interne et, dans certains

cas, externe. La nécessité de telles politiques s'est faite plus pressante sous l'effet du fléchissement brutal des recettes de la plupart des pays exportateurs de pétrole au cours du premier semestre de 1978.

Grâce au renforcement de leurs réserves par rapport aux importations et à la contraction de leur déficit des opérations courantes en 1976 et 1977, les *pays en voie de développement non producteurs de pétrole*, considérés en tant que groupe, ont pu revenir en 1978 à des politiques plus expansionnistes. Cette évolution, ainsi que l'assouplissement des restrictions aux importations dans un certain nombre de pays asiatiques, se sont traduits par une accélération de la progression du volume des achats à l'étranger, qui est passée de 4% à 6% environ. Toutefois, ce résultat, qui constitue une moyenne pour l'ensemble du groupe, masque des différences sensibles dans le comportement des importations dans les divers pays et zones. Dans les *économies à planification centralisée*, où la valeur en dollars des achats à l'étranger s'est accrue de 18%, le volume de ces derniers, qui n'avait que peu varié en 1977, semble avoir progressé de quelque 7%.

La physionomie de l'expansion des exportations réelles des principaux groupes de pays en 1978 ne correspond pas dans tous les cas à celle de la croissance des importations. La progression la plus considérable en volume des exportations a été le fait des *pays développés extérieurs au Groupe des Dix et de la Suisse*, avec un taux de 7½%, soit beaucoup plus que la moyenne mondiale. A l'autre extrémité se classent les *pays exportateurs de pétrole*. Etant donné le développement de la production pétrolière dans d'autres parties du monde et le fait que les fortes réductions opérées par les pays importateurs sur leurs stocks au premier semestre n'ont pas été entièrement compensées par le mouvement de reconstitution de ces derniers au second semestre, les exportations cumulées des pays exportateurs de pétrole ont diminué de 3½%, après avoir fléchi très faiblement en 1977. Dans les autres zones, les résultats des exportations ont été plus en rapport avec la croissance des achats à l'étranger. Les ventes des *pays en voie de développement non producteurs de pétrole* se sont accrues de 6% en volume en 1978, soit de deux points et demi de plus que l'année précédente, et leur part dans les exportations mondiales a de ce fait légèrement progressé; en outre, il semble que le volume des exportations des *économies à planification centralisée* ait augmenté de 5% soit, en gros, du même ordre qu'en 1977. Les ventes des *pays du Groupe des Dix et de la Suisse* ont marqué une augmentation de 5½%, pourcentage quelque peu inférieur à celui des achats à l'étranger. En général, la situation de la demande sur les marchés d'exportation de ces pays semble avoir été le facteur déterminant de la croissance des exportations; cependant, la progression de 1% seulement des ventes japonaises, succédant à un accroissement de 9% en 1977, reflète apparemment l'influence de l'appréciation du yen ainsi que celle des contrôles directs imposés à l'exportation par le gouvernement japonais. Les exportations américaines, canadiennes et italiennes se sont gonflées sensiblement, de 8½, 9½ et 11% respectivement. Ailleurs, cependant, la variation du rythme de croissance des livraisons à l'étranger a été beaucoup moins prononcée.

La diversité d'évolution du volume des échanges en 1978 a coïncidé avec des fluctuations considérables des prix relatifs des produits faisant l'objet de transactions internationales. Les cours en dollars des matières premières autres que le pétrole brut, qui avaient monté de 11½% en 1977, n'ont progressé que de 2½% en moyenne l'an dernier, alors que la hausse des prix du pétrole importé par les pays développés est

tombée de 8% à 1½% d'une année sur l'autre. En revanche, la hausse des prix à l'exportation de leurs produits manufacturés s'est accélérée, passant de 9% à 14½%. Cette évolution des prix relatifs s'est traduite par une amélioration de 3½% des termes de l'échange pour le Groupe des Dix et la Suisse, contre une détérioration de 1% en 1977. De même, les autres pays développés ont bénéficié de conditions légèrement plus avantageuses des échanges commerciaux. En conséquence, le fardeau de l'aggravation des termes de l'échange est retombé essentiellement sur les pays en voie de développement: les pays en développement non producteurs de pétrole ont subi une réduction de 5% qui a largement annulé l'avantage acquis l'année précédente, et la dégradation a atteint 10% pour les pays exportateurs de pétrole.

Si l'on veut chiffrer approximativement les répercussions des variations de volume et de prix sur les changements survenus dans les balances commerciales des différents pays, on constate que l'amélioration substantielle de \$15,3 milliards en 1978 de la balance commerciale consolidée des pays du Groupe des Dix et de la Suisse s'explique, et au-delà, par un effet de \$25 milliards, résultant de l'amélioration des termes de l'échange et d'un «effet de base» légèrement positif, qui ont plus que compensé les variations en volume intervenues en 1978. L'«effet de base» représente l'inci-

**Incidence des variations de volume et de prix
sur les balances commerciales en 1977 et 1978 (estimations)**

Pays et zones	Variation globale par rapport à l'année précédente ¹		aux variations en volume		Imputable aux variations des termes de l'échange		à l'effet de base ²	
	1977	1978	1977	1978	1977	1978	1977	1978
	en milliards de dollars EU							
Groupe des Dix et de la Suisse	- 3,3	15,3	5,1	-10,0	- 5,8	25,0	- 2,8	0,3
(à l'exclusion des Etats-Unis)	(18,5)	(18,4)	(18,2)	(-5,2)	(-0,1)	(20,9)	(0,4)	(2,7)
dont:								
Allemagne fédérale	2,9	4,1	2,2	- 2,7	- 0,8	4,1	1,5	2,7
Canada	1,1	0,4	3,1	2,4	- 1,9	- 1,9	- 0,1	- 0,1
Etats-Unis	-21,8	- 3,1	-13,1	- 4,8	- 5,7	4,1	- 3,0	- 2,4
France	1,8	3,0	3,2	0,3	- 1,0	2,9	- 0,4	- 0,2
Italie	4,2	2,1	3,5	1,2	0,9	0,9	- 0,2	0
Japon	6,3	8,6	4,4	- 4,0	1,0	10,9	0,9	1,7
Pays-Bas	- 2,6	- 0,9	- 2,1	- 1,6	- 0,3	0,9	- 0,2	- 0,2
Suède	0,2	2,3	0,5	2,7	- 0,3	- 0,5	0	0,1
Suisse	- 0,4	0,1	0,3	- 0,9	- 0,6	1,0	- 0,1	0
Royaume-Uni	5,2	- 0,6	2,9	- 2,4	3,0	2,6	- 0,7	- 0,8
UEBL	- 0,2	- 0,7	0,2	- 0,2	- 0,1	0	- 0,3	- 0,5
Autres pays développés extérieurs au Groupe des Dix et de la Suisse	- 1,6	7,9	0,6	9,4	1,0	2,1	- 3,2	- 3,6
Pays exportateurs de pétrole	- 8,5	-19,5	-15,0	- 9,5	1,0	-12,0	5,5	2,0
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole	1,5	-12,5	- 1,5	- 2,0	4,5	- 7,0	- 1,5	- 3,5

¹ Sur la base des statistiques douanières; exportations f.o.b., importations c.a.f.; la comparaison ne peut être directement effectuée avec les balances commerciales du tableau de la page 92. ² Reflète surtout l'effet des variations du niveau général des prix en dollars des marchandises échangées sur la balance commerciale exprimée en dollars EU; calculé par différence.

dence exercée, sur la valeur en dollars d'un déficit commercial existant, par la hausse des prix en dollars des produits négociés sur le marché international. Si l'on exclut les Etats-Unis, un contraste accentué apparaît entre 1977 et 1978 dans les résultats de la balance commerciale du groupe, en volume et en valeur; le redressement de \$18,5 milliards noté en 1977 était dû essentiellement à des variations en volume, alors que celui de même ampleur qui s'est produit en 1978 a été entièrement provoqué par l'évolution des prix. En outre, bien que le solde commercial des trois principaux pays excédentaires ait continué à s'accroître en termes de dollars en 1978, tous trois ont enregistré une réduction de leur excédent réel — l'exemple le plus spectaculaire est fourni par le Japon, où une détérioration de \$4 milliards en termes réels a été éclipsée par un effet de prix favorable à hauteur de \$12,6 milliards. L'incidence divergente des facteurs volume et prix a été moins prononcée en dehors du Groupe des Dix et de la Suisse. L'amélioration de la balance commerciale des autres pays développés s'explique en totalité par un effet de volume favorable tandis que, dans le cas des pays exportateurs de pétrole et des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, l'incidence négative des termes de l'échange a été renforcée par des tendances également défavorables dans l'évolution en volume.

Les vigoureux effets exercés en 1978 par les modifications des termes de l'échange sur l'ensemble des positions commerciales se sont toutefois révélés temporaires. Au cours du dernier semestre de 1978 déjà, et surtout au cours des premiers mois de 1979, les mouvements des prix relatifs des principales catégories de marchandises annonçaient un revirement partiel des variations enregistrées en 1978 dans les termes de l'échange. Il est certain que les récentes hausses des prix du pétrole et des cours d'autres produits de base améliorent la balance commerciale des pays exportateurs de pétrole et les recettes d'exportation des pays producteurs de matières premières.

Balances des paiements

Les variations considérables des balances des échanges visibles en 1978 se sont presque intégralement traduites par des modifications de même ampleur de la situation globale des balances des opérations courantes. En conséquence, la structure des paiements courants des principaux groupes de pays a été, en 1978, plus proche de celle des années antérieures à 1974 qu'au cours des années 1974 à 1977. Le solde combiné des transactions courantes des pays du Groupe des Dix et de la Suisse est passé d'un déficit de \$5 milliards en 1977 à un excédent de \$18 milliards en 1978. En même temps, le déficit consolidé des autres pays développés, qui depuis 1974 dépassait en moyenne chaque année \$20 milliards, s'est réduit à \$11,5 milliards. Cette amélioration de \$35 milliards au total de la situation des paiements courants des pays développés s'est en partie reflétée dans l'aggravation de la position des pays en voie de développement non producteurs de pétrole; leur déficit des transactions courantes, après avoir régressé au cours des deux années précédentes, a en effet fait un bond estimé à \$9 milliards en 1978, pour atteindre au total \$24 milliards. Cette détérioration s'explique largement par la diminution relative des prix des produits de base. En outre, le déficit des opérations courantes des économies à planification centralisée semble s'être accru. Toutefois, la contrepartie essentielle de la réapparition d'un excédent substantiel de la balance des

Transactions courantes dans le monde¹

Pays et zones	Balance commerciale (f.o.b.)			Services et transferts			Balance des transactions courantes		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
	en milliards de dollars EU								
Zones développées									
Allemagne fédérale	16,7	19,8	25,3	- 13,2	- 15,5	- 16,3	3,5	4,3	9,0
Canada	1,4	2,7	3,0	- 5,2 ²	- 6,6 ²	- 7,6 ²	- 3,8	- 3,9	- 4,6
Etats-Unis	- 9,4	- 31,1	- 34,1	13,7	15,8	18,1	4,3	- 15,3	- 16,0
France	- 4,7	- 2,7	1,8	- 1,2	- 0,6	2,4	- 5,9	- 3,3	4,2
Italie	- 4,2	- 0,1	2,9	1,4 ²	1,5 ²	3,5 ²	- 2,8	1,4	6,4
Japon	9,9	17,3	24,7	- 6,2 ²	- 6,4 ²	- 8,1 ²	3,7	10,9	- 16,6
Pays-Bas	1,6	- 0,4	- 1,0	1,1 ²	0,8 ²	- 0,4 ²	2,7	0,4	- 1,4
Royaume-Uni	- 6,4	- 3,0	- 2,3	4,4	3,6	2,8	- 2,0	0,6	0,5
Suède	0,2	0,3	2,6	- 2,4	- 3,1	- 3,6	- 2,2	- 2,8	- 1,0
Suisse	0,4	- 0,1	0,5	3,0 ²	3,5 ²	4,6 ²	3,4	3,4	5,1
UEBL	- 0,4 ³	- 1,4 ³	- 1,1 ³	0,4 ²	0,7 ²	0,5 ²	0	- 0,7	- 0,6
Groupe des Dix et de la Suisse	5,1	1,3	22,3	- 4,2	- 6,3	- 4,1	0,9	- 5,0	18,2
Autres pays	- 27,6	- 27,9	- 19,0	5,0	4,5	7,6	- 22,6	- 23,4	- 11,4
Total des zones développées	- 22,5	- 26,6	3,3	0,8	- 1,8	3,5	- 21,7	- 28,4	6,8
dont: OCDE ⁴	17,9	- 23,6	5,6	- 1,0	- 3,3	1,7	- 18,9	- 26,9	7,3
Zones en voie de développement⁵									
Pays exportateurs de pétrole	78	72	54	- 41	- 43	- 47	37	29	7
Autres zones	- 12	- 9	- 18	- 6	- 6	- 6	- 18	- 15	- 24
Total des zones en voie de développement	66	63	36	- 47	- 49	- 53	19	14	- 17
Economies à planification centralisée⁵ . . .	- 6	- 1	- 5	.	.	.	.	.	.

¹ Sur la base des transactions. ² A l'exclusion des bénéfices non distribués procurés par les investissements directs. ³ 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; les chiffres du commerce extérieur sont calculés d'après les statistiques douanières.

opérations courantes des principaux pays développés a été la chute rapide et inattendue, à raison de \$22 milliards, de l'excédent des paiements courants des pays exportateurs de pétrole, qui a ainsi été ramené à \$7 milliards seulement. De ce fait, l'excédent des pays exportateurs de pétrole a cessé d'être le principal facteur de déséquilibre de la structure des transactions courantes dans le monde.

En lui-même, le retour vers une structure plus traditionnelle des balances de paiements parmi les principaux groupes de pays, constitue un pas vers un meilleur équilibre. Il s'est toutefois accompagné d'une aggravation des déséquilibres au sein des pays du Groupe des Dix et de la Suisse. Si la situation des transactions courantes de la France, de l'Italie et de la Suède a, il est vrai, marqué une amélioration globale de

\$14,3 milliards, cette évolution satisfaisante a été entièrement éclipsée par l'élargissement de l'écart entre le déficit courant des Etats-Unis et les excédents en compte courant de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse. Le surplus consolidé de ces trois pays a progressé de \$12,1 milliards pour atteindre \$30,7 milliards en 1978, tandis que le déficit des Etats-Unis marquait à nouveau une légère progression, qui l'a porté à \$16 milliards. Le déséquilibre accentué entre ces pays s'était en fait déjà manifesté au dernier trimestre de 1977 et s'est seulement légèrement atténué en termes de dollars dans le courant de 1978.

Si du point de vue de son ampleur l'ajustement intervenu en 1978 a été à certains égards décevant, les chiffres en dollars pour l'ensemble de l'année qui figurent au tableau de la page 92 ne font pas ressortir les progrès accomplis en cours d'année en ce qui concerne la réduction des principaux déséquilibres en compte courant au sein des pays du Groupe des Dix — progrès qui se sont d'ailleurs poursuivis pendant le premier trimestre de 1979. Dans le cas des Etats-Unis, l'amélioration a été très marquée en termes de dollars courants, le déficit corrigé des variations saisonnières, qui avait atteint le montant exceptionnellement élevé de \$7,6 milliards au premier trimestre, étant revenu à \$1,3 milliard au cours des trois derniers mois, en dépit de l'insuffisance de l'ajustement en volume des échanges. De même, dans les trois principaux pays excédentaires, on constate une évolution vers un meilleur équilibre, encore que, l'an dernier, cette amélioration ait été masquée la plupart du temps par les répercussions sur les termes de l'échange de la faiblesse du dollar. Les progrès les plus évidents se sont produits au Japon, où non seulement l'excédent commercial réel, mais également le volume des ventes à l'étranger accusent un fléchissement depuis le deuxième trimestre de 1978, au point qu'au premier trimestre de 1979 la balance des opérations courantes, non corrigée des variations saisonnières, était en déficit. En Allemagne, si les exportations ont continué de s'accroître — à un rythme toutefois plus lent qu'auparavant — les excédents trimestriels des échanges commerciaux en volume ont, en 1978, été sensiblement plus faibles que pendant les périodes correspondantes de 1977. Néanmoins, en termes de dollars, l'excédent trimestriel des paiements courants s'est accru de façon appréciable l'an dernier, avant de retomber à \$1,5 milliard au premier trimestre de 1979, soit bien au-dessous du niveau de la période correspondante de l'année précédente. Si, en Suisse, la balance commerciale en volume s'est détériorée en 1978, le déficit commercial en dollars était deux fois plus important au premier trimestre de 1979 qu'une année auparavant.

Par conséquent, les progrès accomplis dans le sens d'un meilleur équilibre des opérations courantes ne sont pas négligeables, tant s'en faut et, à la suite des mesures prises par les Etats-Unis le 1er novembre 1978, ils ont été entérinés par les marchés des changes. En outre, la très vive progression l'an dernier des sorties de capitaux à long terme du Japon peut également être considérée comme un pas vers une amélioration de la balance de base. En fait, un excédent en compte courant compensé par des sorties de capitaux à long terme peut raisonnablement constituer un modèle approprié de structure de la balance des paiements vers lequel doivent tendre les pays industrialisés. Pour un certain nombre de raisons, il est toutefois primordial d'agir pour atténuer les excédents de paiements courants. D'abord, il peut s'avérer difficile de faire en sorte que les sorties de capitaux à long terme se poursuivent avec l'ampleur requise, étant donné que les autorités doivent tenir compte en partie des besoins de l'économie interne lorsqu'elles élaborent leur politique monétaire et des taux d'intérêt; en

outre, des déséquilibres de paiements courants importants et persistants, souvent associés à des écarts de taux d'inflation, peuvent, comme en 1977-78, donner naissance à des anticipations de variations de taux de change, génératrices de mouvements de capitaux des pays déficitaires vers les pays excédentaires. Ensuite, des excédents de paiements courants élevés et durables, même s'ils sont compensés par des sorties de fonds à long terme, risquent de poser à la longue des problèmes de financement extérieur aux pays qui enregistrent les déficits correspondants. Cette observation vaut surtout pour les excédents dégagés par les pays non membres de l'OPEP à un moment où ce groupe commence de nouveau à enregistrer un surplus élevé au titre de ses paiements courants à l'égard du reste du monde. C'est pourquoi il serait sage de ne pas s'en remettre par trop aux mouvements de capitaux au détriment des ajustements des transactions courantes pour parvenir à une structure plus stable des balances des paiements dans le monde.

Au déséquilibre considérable des paiements courants au sein des pays du Groupe des Dix et de la Suisse s'est aussi ajoutée, l'an dernier, une évolution défavorable de la balance des mouvements de capitaux de ces pays, à la seule exception du Japon qui a enregistré des sorties de fonds à long terme. Aux Etats-Unis, le déficit général des paiements a été deux fois plus élevé que celui de la balance des opérations courantes, alors qu'en Suisse les avoirs monétaires officiels ont augmenté, en chiffres nets, d'un montant bien supérieur à celui de l'excédent courant. En Allemagne également, où les réserves se sont accrues presque autant que l'excédent des transactions courantes, et au Japon, où le gain de réserves a été nettement plus faible, on a aussi assisté à différentes reprises au cours de l'année à un afflux considérable de capitaux spéculatifs. Ce processus a atteint son point culminant au dernier trimestre, lorsque les sorties nettes de capitaux des Etats-Unis se sont élevées à près de \$16 milliards, soit autant que pour l'ensemble de l'année. Pendant les tout premiers mois de 1979, ces mouvements « pervers » de fonds se sont très sensiblement renversés, et le reflux de capitaux des pays excédentaires vers les Etats-Unis a été suffisamment ample pour éponger une part non négligeable des réserves accumulées contre leur gré l'an dernier par les pays excédentaires et pour permettre aux Etats-Unis de récupérer les sommes substantielles qu'ils avaient consacrées en novembre et décembre 1978 à des interventions sur le marché.

Si l'on se tourne vers l'avenir, on constate que les perspectives sont assombries par les récentes hausses du prix du pétrole. Il est vrai que les réactions aux fluctuations des taux de change de l'an passé devraient se faire sentir de plus en plus au fil des mois. Aux Etats-Unis, cependant, il est possible que l'influence de l'évolution favorable du volume des échanges soit en partie neutralisée par le renchérissement des prix du pétrole et, pour la même raison, la plupart des pays d'Europe risquent de voir leur balance des paiements courants se détériorer. L'excédent global des pays du Groupe des Dix et de la Suisse sera vraisemblablement réduit en 1979, alors que le surplus dégagé par les pays exportateurs de pétrole va s'accroître. Ainsi, la situation générale des balances des opérations courantes tendra peut-être à revenir vers la structure caractéristique des années qui ont immédiatement suivi 1974.

Pays développés

Le déficit des paiements courants des *Etats-Unis*, qui était devenu fort élevé en 1977, n'a guère varié en 1978. La base de calcul statistique a changé depuis l'an dernier,

en ce sens que les bénéfices nets non distribués procurés par les investissements directs figurent désormais comme crédit dans les transactions courantes et comme débit dans les mouvements de capitaux: sur cette nouvelle base, la balance des paiements courants se trouvait excédentaire de \$4,3 milliards en 1976, puis déficitaire de \$15,3 milliards en 1977 et de \$16 milliards en 1978. Le déficit a atteint son niveau maximum au dernier trimestre de 1977 et durant les trois premiers mois de 1978, où il s'est élevé en moyenne à \$27,4 milliards en rythme annuel désaisonnalisé. Les déficits trimestriels relatifs aux trois derniers trimestres de 1978 ont été de l'ordre de \$11,2 milliards, en

Etats-Unis: balance des paiements, 1976-1978

Postes	1976	1977	année entière	1978 ¹			
				1er trimestre	2e trimestre	3e trimestre	4e trimestre
	en milliards de dollars EU						
Transactions courantes							
Exportations de marchandises f.o.b. . . .	114,7	120,6	141,9	30,8	35,3	36,5	39,3
Importations de marchandises f.o.b. . . .	124,1	151,7	176,0	42,7	43,2	44,5	45,6
Balance commerciale . .	— 9,4	— 31,1	— 34,1	— 11,9	— 7,9	— 8,0	— 6,3
Revenu des investissements (net) ² .	15,9	17,5	19,9	4,8	4,6	4,9	5,6
Autres services et transferts (nets)	— 2,2	— 1,7	— 1,8	— 0,5	— 0,1	— 0,6	— 0,6
Services et transferts . .	13,7	15,8	18,1	4,3	4,5	4,3	5,0
Balance des paiements courants . .	4,3	— 15,3	— 16,0	— 7,6	— 3,4	— 3,7	— 1,3
Transactions en capital ³							
Opérations du gouvernement	0,8	— 2,0	— 1,8	— 0,1	— 1,5	— 1,1	0,9
Investissements directs ⁴ .	— 7,3	— 8,9	— 9,8	— 4,2	— 2,1	— 0,5	— 3,0
Investissements de portefeuille	— 5,7	— 1,2	0,2	— 0,1	0,3	0	0
Mouvements de capitaux déclarés par les banques américaines, n.i.a. . . .	— 7,6	— 4,1	— 14,8	— 5,7	2,2	1,3	— 12,6
Divers	— 2,5	— 1,5	— 0,6	— 1,7	0,5	0,9	— 0,3
Mouvements de capitaux identifiés. . .	— 22,3	— 17,7	— 26,8	— 11,8	— 0,6	0,6	— 15,0
Ecart statistique	9,3	— 0,9	11,5	4,6	9,1	— 1,6	— 0,6
Balance des mouvements de capitaux	— 13,0	— 18,6	— 15,3	— 7,2	8,5	— 1,0	— 15,6
Balance générale ⁵ . . .	— 8,7	— 33,9	— 31,3	— 14,8	5,1	— 4,7	— 16,9
dont variations des: réserves officielles des Etats-Unis	2,5	0,2	— 0,9	— 0,2	— 0,4	— 0,1	— 0,2
engagements des Etats-Unis envers des organismes officiels étrangers ³	— 11,2	— 34,1	— 30,4	— 14,6	5,5	— 4,6	— 16,7

¹ Données trimestrielles désaisonnalisées. ² Y compris les bénéfices nets non distribués procurés par les investissements directs. ³ Par suite de différences dans les définitions, certains chiffres globaux relatifs aux mouvements de capitaux, de même que les engagements des Etats-Unis envers les organismes officiels étrangers, ne sont pas identiques à ceux qu'ont publiés les autorités américaines. ⁴ Y compris le réinvestissement des bénéfices nets non distribués procurés par les investissements directs. ⁵ A l'exclusion des ajustements dus aux variations de change.

rythme annuel moyen, celui des trois derniers mois s'étant sensiblement réduit pour atteindre \$5,4 milliards. Pour l'ensemble de 1978, la balance des mouvements de capitaux fait apparaître d'importantes sorties nettes de fonds privés et de capitaux officiels non comptabilisés dans les réserves, qui ont amplifié les effets néfastes exercés sur le dollar par le déficit des paiements courants. Les sorties nettes identifiées ont atteint \$26,8 milliards, mais il convient de tenir compte d'un écart statistique favorable de \$11,5 milliards; au total, le déficit des règlements officiels ressort à \$31,3 milliards, chiffre qui n'est pas sensiblement inférieur à celui de 1977.

L'évolution d'un trimestre à l'autre de la balance des paiements des Etats-Unis a été des plus irrégulières. Traduisant les phases de la crise du dollar, les variations importantes ont porté sur les mouvements de capitaux — notamment les flux déclarés par les banques sises aux Etats-Unis — et le poste «Ecart statistique». Malheureusement, les statistiques ne font plus de distinction, pour les flux acheminés par les banques américaines, entre les flux à long terme et ceux à court terme, de sorte qu'il n'est pas possible de considérer la position à court terme des banques (qui ne comprend pas les fluctuations des dépôts des organismes officiels étrangers) comme un poste de financement. Au premier trimestre, le dollar s'est montré faible dans l'ensemble, et les banques ont été prêteuses nettes à l'étranger. Ce mouvement s'est en partie inversé aux deuxième et troisième trimestres, peut-être sous l'influence, durant cette dernière période, de la suppression, le 28 août, des réserves obligatoires sur les emprunts à l'étranger. Le changement le plus marqué s'est cependant produit au quatrième trimestre, les banques ayant déclaré \$12,6 milliards de sorties nettes, qui s'expliquent et au-delà par des créances additionnelles en dollars contractées essentiellement en novembre et décembre sur des non-résidents. En outre, sans la première émission de «bons Carter» libellés en deutsche marks et offerts aux résidents allemands, les sorties nettes au quatrième trimestre auraient accusé \$1,6 milliard de plus. Il est possible que ces sorties aient en partie revêtu un caractère purement saisonnier, mais il y a fort à penser que ce mouvement s'est produit pour beaucoup en réponse à la volonté accrue des autorités des Etats-Unis d'intervenir sur les marchés des changes pour soutenir le dollar; cette prise de position a en effet permis à des détenteurs d'avoirs en dollars, peu désireux de les conserver, de couvrir leur risque de change sans craindre de déclencher un mouvement de baisse important et coûteux de la monnaie américaine. Par comparaison, les autres transactions identifiées en capitaux non comptabilisés dans les réserves sont restées assez stables et font apparaître, pour l'ensemble de l'année, un déficit plus faible qu'en 1977.

Le déficit de la balance des paiements courants a, en réalité, été légèrement plus élevé en 1978 qu'en 1977; aussi est-il intéressant d'examiner plus en détail son évolution au cours des dernières années. Le tableau ci-après retrace les variations par trimestre, en données désaisonnalisées, de la balance des biens et services des Etats-Unis en 1977 et 1978, établies à la fois en dollars courants et, afin de faire abstraction de l'incidence sur les termes de l'échange de la dépréciation du dollar et des autres variations des prix, en prix de 1972 exprimés en pourcentage du produit national brut.

Un des traits caractéristiques mis en évidence dans ce tableau est l'ampleur des déficits commerciaux, en données désaisonnalisées, au dernier trimestre de 1977 et au premier trimestre de 1978; ces déficits ont, semble-t-il, résulté principalement d'un ralentissement des exportations, provoqué peut-être par les anticipations d'une nouvelle baisse

Etats-Unis: balance des biens et services, 1977-78

1977					1978				
année entière	1er trimestre	2e trimestre	3e trimestre	4e trimestre	année entière	1er trimestre	2e trimestre	3e trimestre	4e trimestre
<i>en milliards de dollars EU à prix courants, en taux annuels désaisonnalisés</i>									
- 11,1	- 8,5	- 5,9	- 7,0	- 23,2	- 12,0	- 24,1	- 5,5	- 10,7	- 7,6
<i>aux prix de 1972, exprimés en % du produit national brut</i>									
+ 0,7	+ 0,9	+ 0,8	+ 0,9	+ 0,2	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,8	+ 0,7	+ 0,7

du dollar. Alors que cette détérioration ne s'est révélée être que temporaire, de nombreux observateurs estiment que, si l'on se fonde sur l'expérience passée, le redressement qui s'ensuivrait aurait dû être plus prononcé. Les chiffres indiqués dans la partie inférieure du tableau montrent que, depuis le milieu de 1977, on n'a pas enregistré d'accroissement notable des exportations nettes, malgré la perte de valeur du dollar. Certes, les effets favorables de la dépréciation peuvent fort bien être contrecarrés par des hausses compensatoires des coûts et des prix dans le pays dont la monnaie fléchit par rapport aux autres, mais rien de tel ne s'est produit récemment aux Etats-Unis. Entre le deuxième trimestre de 1977 et le quatrième trimestre de 1978, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie de transformation ont diminué de 11,5% aux Etats-Unis par rapport aux autres pays.

L'évolution récente de la balance des biens et services des Etats-Unis apparaît encore plus clairement si l'on compare les effets de la perte de valeur du dollar en 1977-78 à ceux des dépréciations de 1971-72 et 1973. Cette comparaison est faite dans le tableau ci-après qui indique, d'un trimestre à l'autre, les variations du taux d'utilisation des capacités productives et du volume des exportations nettes des Etats-Unis (en % du produit national brut) consécutives aux dépréciations du dollar. Les avantages initiaux de la dévaluation de 1971-72 semblent avoir servi à promouvoir le plein emploi dans l'économie interne, car aucune amélioration n'a été constatée dans la balance commerciale. La dépréciation de 1973, bien au contraire, n'a guère contribué à accroître le niveau interne de l'emploi, alors qu'elle a eu sur la balance commerciale une forte incidence positive qui peut avoir été renforcée par les effets différés de la dévaluation de 1971-72.

La dépréciation la plus récente semble pour l'instant n'avoir eu comparativement qu'une faible influence favorable dans l'ensemble, alors qu'elle était pourtant d'une ampleur analogue aux précédentes. Le taux d'utilisation du potentiel productif a beaucoup moins progressé qu'en 1972, et le solde extérieur s'est même quelque peu détérioré par rapport au produit national brut. De plus, l'évolution conjoncturelle dans les autres pays ne saurait fournir une explication plausible. On pourrait faire valoir que, puisque la dernière baisse du dollar s'est produite par étapes, sur une période d'environ un an, et s'est poursuivie au cours du dernier trimestre de 1978, il est peut-être prématuré de tirer des conclusions défavorables d'une comparaison de ses résultats avec ceux des baisses précédentes. Une telle objection peut être valable si la comparaison porte sur les conséquences de la dépréciation de 1973, qui fut plus rapide; en fait, la dernière dépréciation n'a guère été plus étalée que celle de 1971-72. Et même si, pour tenir

Etats-Unis: incidence des dépréciations du dollar

Numéro des trimestres après le début de la dépréciation ¹	Année et ampleur de la dépréciation					
	1971-72 (6¼%) ²		1973 (9%) ²		1977-78 (9%) ²	
	Variations du		Variations du		Variations du	
	taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie de transformation ³	volume des exportations nettes ⁴	taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie de transformation ³	volume des exportations nettes ⁴	taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie de transformation ³	volume des exportations nettes ⁴
1	+ 1,5	- 0,20	+ 1,5	+ 0,31	- 0,1	- 0,70
2	+ 4,0	- 0,48	+ 2,1	+ 0,58	- 1,1	- 0,72
3	+ 5,9	- 0,36	+ 2,3	+ 0,87	+ 1,2	- 0,11
4	+ 7,2	- 0,12	+ 2,2	+ 1,16	+ 2,4	- 0,27
5	+ 10,3	- 0,10	- 0,1	+ 1,34	+ 3,5	- 0,21
6	début de la deuxième période (voir colonne suivante)		-	+ 1,37	+ 3,7	- 0,30
7			- 0,3	+ 1,37		
8			- 7,1	+ 1,61		

¹ Le trimestre portant le numéro 1 est, dans chaque cas, le premier trimestre au cours duquel s'est produite une dépréciation effective, calculée sur une base moyenne trimestrielle, supérieure à 2%. Dans la période 1971-72, le trimestre numéro 1 correspond au quatrième trimestre de 1971; dans l'année 1973, il s'agit du premier trimestre de 1973; dans le cas le plus récent, le quatrième trimestre de 1977. Toutes les comparaisons faites dans le tableau sont établies par rapport au trimestre précédant celui qui est numéroté 1. ² Les chiffres entre parenthèses représentent les dépréciations effectives totales du dollar et sont établis sur la base des calculs de la Morgan Guaranty Trust Company. Ils sont calculés sur les périodes suivantes: du troisième trimestre de 1971 au deuxième trimestre de 1972; du quatrième trimestre de 1972 au troisième trimestre de 1973; et du troisième trimestre de 1977 au quatrième trimestre de 1978. ³ Variation (en %) de l'indice du FRB par rapport à celui du trimestre précédant le numéro 1. ⁴ Variation du volume des exportations nettes de biens et services exprimé en % du PNB, calculée au prix de 1972.

compte de cette différence, on établit un parallèle entre ses résultats après six trimestres et ceux de la dévaluation de 1971-72 après cinq trimestres, le bilan est encore relativement décevant. En outre, bien que les chiffres des échanges commerciaux pour le premier trimestre de 1979 soient encourageants, ils ne font toujours pas apparaître d'ajustement comparable à ceux qui ont été obtenus après les deux dépréciations antérieures du dollar.

Si l'on considère la lenteur des réactions à la dépréciation de 1977-78, il est intéressant d'examiner les modifications dans la composition par produit de la balance commerciale entre 1977 et 1978. On relève, certes, des améliorations - à hauteur de \$7 milliards - portant sur les produits alimentaires, la nourriture animale et les boissons, ainsi que sur le pétrole et ses dérivés, mais ce ne sont pas là les réactions favorables attendues d'une dépréciation. Dans les autres catégories de produits, au lieu des améliorations qu'on pouvait escompter, des détériorations ont été enregistrées, représentant au total \$10 milliards. On pourrait penser que cette évolution négative traduit en partie l'incidence de l'affaiblissement des termes de l'échange des Etats-Unis, consécutif à la perte de valeur du dollar, plutôt que des variations en volume. Or, les termes de l'échange se sont en fait améliorés entre 1977 et 1978, malgré la dépréciation de la monnaie américaine. Ainsi, la réaction la plus défavorable de la balance commerciale américaine à la dépréciation de 1977-78 s'est produite au niveau des produits manufacturés, secteur dans lequel il est souvent très difficile de maintenir des débouchés, et cette évolution ne peut pas s'expliquer comme étant un phénomène de la courbe en J. En résumé, on n'a donc guère décelé pour l'instant de signes de l'ajustement substantiel en volume des importations et des exportations américaines

qu'on aurait pu raisonnablement attendre de la dépréciation du dollar depuis le milieu de 1977; quant aux améliorations constatées, elles n'ont pas été celles qu'on escomptait.

Au début de 1979, on pensait que le déficit en compte courant pour l'année serait en gros réduit de moitié, pour atteindre entre \$8 milliards et \$10 milliards. Bien que les chiffres des échanges commerciaux au premier trimestre se soient révélés légèrement meilleurs que ceux des trois derniers mois de 1978, les relèvements des prix du pétrole qui viennent d'être décidés ont ravivé les craintes de rechute en ajoutant encore plusieurs milliards de dollars au déficit pétrolier précédemment envisagé pour 1979. Malgré cette augmentation de la facture pétrolière, un certain redressement, même plus modeste, de la balance des paiements courants en 1979 devrait toutefois être possible. La balance des mouvements de capitaux reflète à l'évidence l'efficacité des mesures de soutien du dollar prises le 1er novembre 1978. Pendant les seuls mois de janvier et février, le reflux des capitaux par l'intermédiaire des banques s'est élevé à quelque \$12 milliards, sous la forme essentiellement de réductions de créances à l'égard de non-résidents; à noter que cette tendance s'est poursuivie en mars et en avril. Il n'en reste pas moins que, comme indiqué par ailleurs dans le Rapport, la stabilité du marché des changes à plus long terme continue d'être tributaire d'un redressement de la balance des paiements courants aux Etats-Unis.

En 1978, l'évolution de la balance des paiements des trois principaux pays excédentaires — *Japon, Allemagne et Suisse* — a été fortement influencée par le recul prononcé du dollar. Ces trois pays ont sensiblement renforcé leur excédent de paiements courants, sous l'effet de l'amélioration des termes de l'échange qui a plus que compensé la réduction de leurs exportations nettes en volume. De plus, chacun de ces pays a enregistré de très importantes entrées de capitaux à court terme, de sorte que la progression de leurs réserves officielles nettes a même été plus forte qu'en 1977, les autorités monétaires étant intervenues massivement pour freiner l'appréciation de leur monnaie.

Si la balance des paiements du *Japon* a, en 1978, continué de faire apparaître un excédent global important, elle a connu certaines modifications de grande envergure qui, vers la fin de l'année, avaient considérablement réduit le déséquilibre fondamental. Malgré le renforcement des directives officielles visant à réduire les exportations et l'application d'un programme d'importations d'urgence, l'excédent des paiements courants s'est encore accru, passant de \$10,9 milliards à \$16,6 milliards. Cette progression a toutefois été plus que compensée par le quadruplement des sorties nettes de capitaux à long terme, qui ont atteint \$12,2 milliards, de sorte que l'excédent de la balance de base s'est réduit de \$8,2 milliards à \$4,4 milliards. La progression de \$7,7 milliards en chiffres nets des avoirs monétaires officiels a néanmoins été supérieure à celle de 1977, par suite d'importantes entrées nettes de fonds bancaires et non bancaires à court terme.

Dans le courant de l'année, la balance de base s'est modifiée de façon spectaculaire, puisque le surplus de \$4,3 milliards au premier trimestre a fait place à un déficit de \$2,1 milliards au quatrième. Cette modification est attribuable en partie à l'évolution de la balance commerciale, dont l'excédent est tombé à \$5,1 milliards dans les trois derniers mois de 1978, après avoir atteint en moyenne \$6,5 milliards au cours des trois trimestres précédents. La diminution de l'excédent commercial au quatrième trimestre a cependant été due essentiellement, à hauteur de \$1,7 milliard, aux importations

Pays développés: balances des paiements¹

Pays	An- née	Balance des transactions courantes ²	Balance des mouve- ments de capitaux ²	Balance générale ³	Ajuste- ments ⁴	Balance géné- rale après ajustements (= solde des mouvements monétaires avec l'étranger) ⁵
en millions de dollars EU						
Allemagne fédérale	1977	4.320	- 3.150	1.170	- 570	600
	1978	8.960	- 4.050	4.910	- 1.130	3.780
Autriche	1977	- 2.980	1.845	- 1.135	- 60	- 1.195
	1978	- 1.505	2.435	930	25	955
Belgique-Luxembourg	1977	- 725	- 450	- 1.175	- 770	- 1.945
	1978	- 565	- 585	- 1.150	320	- 830
Canada	1977	- 3.930	1.150	- 2.780	- 70	- 2.850
	1978	- 4.625	440	- 4.185	- 100	- 4.285
Danemark	1977	- 1.680	2.655	975	60	1.035
	1978	- 1.400	2.375	975	105	1.080
Espagne	1977	- 2.450	2.745	295	- 720	- 425
	1978	1.510	2.240	3.750	- 765	2.985
Etats-Unis	1977	-15.290	-14.440	-29.730	360	-29.370
	1978	-15.960	- 490	-16.450	2.000	-14.450
Finlande	1977	- 160	200	40	60	100
	1978	585	145	730	35	765
France	1977	- 3.310	5.335	2.025	- 435	1.590
	1978	4.200	400	4.600	- 600	4.000
Grèce ⁶	1977	- 1.275	1.055	- 220	235	15
	1978	- 1.255	915	- 340	220	- 120
Irlande	1977	- 300	290	- 10	30	20
	1978	- 310	460	150	95	245
Italie	1977	1.350	725	2.075	290	2.365
	1978	6.365	1.915	8.280	145	8.425
Japon	1977	10.920	- 2.710	8.210	- 1.110	7.100
	1978	16.625	-10.610	6.015	- 1.830	4.185
Norvège	1977	- 4.935	4.710	- 225	- 70	- 295
	1978	- 2.100	2.925	825	40	865
Pays-Bas	1977	365	- 1.600	- 1.235	260	- 975
	1978	- 1.355	- 2.360	- 3.715	225	- 3.490
Portugal ⁶	1977	- 1.505	60	- 1.445	305	- 1.140
	1978	- 740	955	215	210	425
Royaume-Uni	1977	580	9.025	9.605	- 325	9.280
	1978	500	600	1.100	- 635	465
Suède	1977	- 2.810	3.225	415	25	440
	1978	- 975	605	- 370	- 135	- 505
Suisse	1977	3.440	1.220	4.660	.	4.660
	1978	5.145	5.055	10.200	.	10.200
Turquie	1977	- 3.385	885	- 2.500	.	- 2.500
	1978	- 1.420	810	- 610	.	- 610
Yougoslavie	1977	- 1.600	1.770	170	.	170
	1978	- 1.015	1.390	375	.	375

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 de taux de change. ⁴ Écart 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 110. ⁶ En partie sur la base des règlements.

d'urgence. L'élément décisif qui est à l'origine de l'apparition d'un déficit de la balance de base a été le renversement substantiel et rapide des mouvements de capitaux à long terme, les entrées nettes (\$0,4 milliard) enregistrées au premier trimestre ayant fait place à des sorties nettes (\$5 milliards) au cours des trois derniers mois.

Un accroissement de \$7,4 milliards, identique à celui de l'année précédente, a porté en 1978 l'excédent commercial à \$24,7 milliards. Exprimée en yens, cette expansion est cependant beaucoup moins spectaculaire. En outre, comme mentionné précédemment, la vigueur apparente de la balance commerciale en 1978 résulte d'une amélioration exceptionnelle, de presque 15%, des termes de l'échange, qui a masqué un ajustement prononcé de l'évolution tendancielle des échanges commerciaux en volume. Le rythme d'expansion des exportations réelles a accusé un fléchissement, passant de 9% en 1977 à 1% seulement en 1978. La progression réelle de 7½% au cours des trois premiers mois a été suivie d'une diminution de 3% au second trimestre, lorsque, à l'incidence du programme de modération des exportations, s'est ajouté l'effet de freinage exercé par la rapide appréciation du yen; au dernier trimestre, les exportations en volume étaient inférieures de près de 5% à celles de l'année précédente. L'ampleur de la dépréciation du dollar par rapport au yen a cependant évité une baisse de la valeur en dollars des exportations. La valeur unitaire en dollars des ventes à l'étranger s'est accrue de près de 20% en 1978, étant donné que les exportateurs japonais ont ajusté en hausse leurs prix en dollars à l'exportation par suite de l'appréciation du yen, bien que la variation du cours de change ait été en partie absorbée par une réduction des marges bénéficiaires.

Les importations ont augmenté de 7% en termes réels en 1978, après un accroissement de 2½% l'année précédente. Cette accélération ne constitue toutefois qu'une preuve limitée de la sensibilité des importations réelles aux variations du cours de change, et ce pour deux raisons: d'abord, le programme d'importations d'urgence peut à lui seul avoir ajouté environ 2½% à la progression des importations en 1978; ensuite, le volume des achats à l'étranger est demeuré inférieur au maximum de 1973, malgré un vigoureux redressement de la production industrielle, qui a dépassé de 5% le niveau atteint cinq ans auparavant. Le faible développement des importations nippones peut être attribué en majeure partie au comportement de deux grandes catégories de produits, les matières premières et les combustibles minéraux, qui avaient représenté pratiquement les deux tiers du montant total des achats à l'étranger en 1977. Le volume global de ceux-ci n'a pas augmenté au cours des dernières années et, même en 1978, alors que l'évolution tendancielle des prix était favorable et que la reconstitution des stocks stratégiques amplifiait la demande, les importations de matières premières ne se sont accrues que de 5% pendant que celles de combustibles minéraux fléchissaient de 2%. Le fait qu'en 1978 la production industrielle a été maintenue à un niveau bien supérieur à celui de 1973, bien que le volume des importations de ces deux catégories de produits de base ait été sensiblement moindre que cette année-là, est révélateur de l'évolution remarquable qui s'est produite vers des techniques de production visant à économiser l'énergie ainsi que les matières premières. La progression du volume total des importations, l'année dernière, traduit donc essentiellement l'accroissement des achats de produits finis, étant donné que les avantages en matière de prix relatifs qui ont découlé de l'appréciation rapide du yen ont permis aux fournisseurs étrangers d'effectuer une pénétration sur le marché japonais; par voie

de conséquence, la part des importations de produits manufacturés dans le montant total des achats à l'étranger s'est accrue pour passer de 21% en 1977 à 25% en 1978.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, la politique des autorités visant à encourager les non-résidents à emprunter sur le marché de Tokyo a été le principal élément à l'origine de l'augmentation considérable des sorties nettes de capitaux à long terme, qui ont atteint \$12,2 milliards en 1978. Les achats de titres étrangers par des résidents et les prêts consentis à des non-résidents par les banques japonaises ont engendré des sorties de fonds, qui sont allées croissant tout au long de l'année. Au total, ces transactions ont fait ressortir des exportations nettes de \$11,7 milliards, soit près de cinq fois le total de 1977. A ces sorties est venu s'ajouter un accroissement de \$2,4 milliards du déficit des investissements directs en chiffres nets. Les sorties nettes au titre des crédits commerciaux à long terme, qui s'étaient élevées à \$1,4 milliard en 1977, se sont toutefois pratiquement taries l'an dernier. Les flux nets de capitaux à court terme, qui comprennent le poste «erreurs et omissions», mais où n'apparaît pas le secteur bancaire, ont dégagé des entrées de \$1,6 milliard en 1978, bien que la physiologie d'un trimestre à l'autre ait été des plus irrégulières. Pour l'ensemble, les exportations nettes de capitaux se sont élevées à \$10,6 milliards, contre \$2,7 milliards au cours de l'année précédente, de sorte que l'excédent de la balance générale a fléchi de \$8,2 milliards en 1977 à \$6 milliards en 1978.

Si l'on tient compte de l'incidence des variations de change, la position monétaire extérieure nette s'est améliorée de \$4,2 milliards, avec des entrées nettes de capitaux bancaires à court terme, à concurrence de \$3,5 milliards, et une expansion de \$7,7 milliards des avoirs officiels nets. La plus importante progression trimestrielle des réserves (\$6,8 milliards) s'est produite au cours des trois premiers mois de 1978, lorsque des entrées substantielles de capitaux spéculatifs sont venues amplifier l'excédent des paiements courants; les autorités sont alors intervenues massivement pour freiner l'appréciation du yen. Un renversement des flux de capitaux au deuxième trimestre a contribué, à hauteur de \$1,9 milliard, à un fléchissement de la position officielle nette, qui a été compensé pour une part importante par un nouvel accroissement au trimestre suivant. Au cours des trois derniers mois, la position monétaire extérieure nette s'est affaiblie de \$1,6 milliard, mais les entrées nettes (\$3,3 milliards) de fonds à court terme acheminés par les banques ont entraîné une progression de \$1,7 milliard des réserves officielles.

Au premier trimestre de 1979, alors que le taux de change du yen fléchissait fortement, la balance des paiements courants s'est soldée par un déficit de \$0,5 milliard, marquant ainsi un revirement de \$3,4 milliards par rapport au trimestre précédent. Comme les sorties de capitaux à long terme sont demeurées importantes, la balance de base a accusé un déficit substantiel de \$4,2 milliards; les réserves officielles nettes ont diminué de \$3,7 milliards.

L'excédent des paiements courants de la *République fédérale d'Allemagne*, comme celui du Japon, a fortement progressé l'année dernière, passant de \$4,3 milliards à près de \$9 milliards. Parallèlement, et à l'inverse de ce qui s'est produit au Japon, la crise monétaire a provoqué une réduction sensible des sorties nettes de capitaux à long terme (de \$5,6 milliards à \$1,1 milliard), qui a permis à la balance de base, précédemment déficitaire, de dégager un excédent de \$7,9 milliards. Grâce à cet excédent

et à d'importantes entrées de capitaux à court terme acheminées par le système bancaire, les avoirs monétaires officiels nets se sont accrus de \$10,4 milliards.

L'élargissement de l'excédent des paiements courants a été dû en totalité à la progression de \$5,5 milliards du surplus des échanges commerciaux qui, en termes de dollars, a atteint le record absolu de \$25,3 milliards. Bien que le déficit traditionnel des transactions invisibles se soit légèrement élargi, pour s'élever à \$16,3 milliards, il a fléchi, en termes de monnaie nationale, de DM 2,8 milliards. Ce résultat inhabituel s'explique principalement par le redressement des bénéfices nets tirés des investissements, qui avaient fortement baissé en 1977 lorsque les amendements apportés à la fiscalité entraînèrent des décaissements de dividendes pour un montant exceptionnellement élevé au profit des actionnaires étrangers. Les autres transactions invisibles ont en général suivi leur évolution classique, la progression la plus forte (\$2,6 milliards) étant imputable aux dépenses nettes au titre du tourisme.

La progression de l'excédent commercial s'explique en totalité par une amélioration de 3½% des termes de l'échange de l'Allemagne. Comme on l'a montré précédemment, la balance commerciale «réelle» s'est détériorée en 1978 de quelque \$2,7 milliards, les exportations et les importations en volume ayant réagi aux modifications des phases d'évolution conjoncturelle en République fédérale et dans d'autres pays, ainsi qu'aux variations de la compétitivité internationale des produits allemands. L'augmentation des exportations en volume a fléchi d'un point et demi pour revenir à 4%, ce qui est légèrement inférieur à la croissance estimée du commerce mondial. En fait, la situation a été généralement déprimée dans le secteur de l'exportation et, par contraste avec l'expérience des cycles précédents, ce secteur n'a que modestement contribué à l'essor de la production interne en 1978. Un élément décisif à cet égard a incontestablement été le fait que les valeurs unitaires, mesurées en deutsche marks, des exportations n'ont pas varié, ce qui indique une réduction sensible, pour la deuxième année de suite, des marges bénéficiaires des exportateurs allemands. En termes de deutsche marks, les résultats des exportations ont été différents d'un marché à l'autre. Les gains les plus importants ont été procurés par les ventes au Royaume-Uni, au Japon et en Suisse (+15% environ), puis par les livraisons aux Etats-Unis et à la Belgique-Luxembourg (+10%). Les exportations vers la Norvège, l'Espagne et la Suède ont fléchi de 13 à 20%, ce qui s'explique par la mise en œuvre, dans ces pays, de programmes de stabilisation interne, et les exportateurs allemands ont vu également se rétrécir leur part du marché dans les pays exportateurs de pétrole, dont les importations en provenance de l'Allemagne ont fléchi au total de 1½%.

La valeur en deutsche marks des importations a augmenté de 3½% en 1978, par suite d'une baisse des prix de 3½% et d'une expansion de 7½% en volume. L'accélération de la croissance des importations en volume, qui était inférieure à 4% en 1977, a été due en partie à la reprise de l'activité économique interne, mais elle reflète également l'amélioration de la compétitivité des fournisseurs étrangers. Leur avantage en matière de prix relatifs a été particulièrement ressenti dans le secteur des produits finis, où le volume des importations a progressé de près de 10%; les achats de produits semi-finis se sont également développés très sensiblement dans le cadre du processus de reconstitution des stocks. La faiblesse relative des importations de matières premières, qui ont régressé pour la deuxième année de suite, semble indiquer que, comme on l'a

constaté récemment au Japon, des économies ont été réalisées dans l'utilisation de ces produits. La meilleure percée sur le marché allemand a été effectuée par certains autres pays industriels, des économies à planification centralisée et des pays d'Europe méridionale. En même temps, les importations en provenance des pays exportateurs de pétrole ont diminué de 17% en valeur, en raison surtout de la forte réduction du prix en deutsche marks du pétrole, mais en partie aussi du fait que la part des achats de pétrole en provenance du Royaume-Uni et de Norvège s'est accrue. Par voie de conséquence, l'excédent commercial de l'Allemagne avec les pays exportateurs de pétrole a nettement augmenté, passant de \$0,6 milliard en 1977 à \$2,6 milliards en 1978.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le recul accentué, de \$5,6 milliards à \$1,1 milliard, des sorties nettes de capitaux à long terme peut être attribué à deux catégories de transactions, qui se sont l'une et l'autre fortement ressenties des perturbations monétaires de l'an passé. D'abord et surtout, les opérations à long terme du secteur bancaire avec l'étranger se sont traduites par \$2,5 milliards d'entrées nettes, évolution qui contraste vivement avec les \$2,7 milliards de sorties nettes de l'année précédente. En particulier, les engagements extérieurs à long terme du secteur bancaire ont progressé de pas moins de \$7,4 milliards l'année dernière, en partie du fait d'importantes acquisitions par les non-résidents de billets à ordre émis par les banques. Ces entrées de capitaux spéculatifs n'ont été que partiellement compensées par un accroissement de \$4,3 milliards des crédits bancaires à long terme accordés à des non-résidents, qui comprennent les achats par les banques de «bons Carter», pour une contre-valeur de \$1,6 milliard. En second lieu, les sorties nettes au titre des investissements de portefeuille sont tombées de \$1,3 milliard à \$0,3 milliard, sous l'effet principalement d'une progression des acquisitions de valeurs allemandes par des non-résidents. Pour le reste des mouvements de capitaux à long terme, les sorties nettes ont été supérieures à celles de 1977, le chiffre net des investissements directs passant de \$1,4 milliard à \$2 milliards et les sorties nettes de capitaux officiels ayant doublé pour atteindre \$1,5 milliard.

Au faible montant d'exportations nettes de capitaux à long terme sont venues s'ajouter \$3 milliards de sorties nettes de capitaux non bancaires à court terme (qui comprennent le poste «erreurs et omissions»), alors qu'en 1977 on avait enregistré des entrées de fonds à hauteur de \$2,4 milliards. Dans ce renversement de position se trouve comprise une diminution de \$3 milliards du montant des prêts financiers accordés par l'étranger au secteur privé non bancaire allemand. Bien que le déficit au titre des crédits commerciaux nets identifiés n'ait pas varié en 1978, l'écart statistique négatif relativement élevé peut refléter une certaine progression des crédits de cette nature consentis par les exportateurs allemands. Pour l'ensemble de l'année, l'excédent de la balance générale des paiements de l'Allemagne s'est élevé à \$4,9 milliards, soit quatre fois plus en termes de dollars qu'en 1977.

Si l'on tient compte de l'incidence des variations de change, les contreparties monétaires de cet excédent de la balance générale ont pris la forme d'un accroissement de \$6,7 milliards des engagements nets à court terme du secteur bancaire et d'une progression de \$10,4 milliards des avoirs officiels nets. Ce gonflement des réserves officielles nettes est intervenu pour l'essentiel au dernier trimestre de 1978, avec une augmentation de \$4,4 milliards pour le seul mois d'octobre — alors que la crise du dollar était à son paroxysme — et une autre de \$2,8 milliards pendant les deux derniers mois

de 1978. Les réserves officielles nettes n'ont fléchi qu'au second trimestre, lorsque le dollar a connu un mieux momentané. Des sorties nettes de capitaux à court terme acheminés par le canal des banques ont été enregistrées au premier trimestre, à concurrence de \$1,3 milliard; par la suite, les entrées nettes ont progressé régulièrement, pour atteindre \$4,7 milliards au quatrième trimestre.

Durant les trois premiers mois de 1979, la balance des paiements courants a fait ressortir un excédent de \$1,5 milliard, contre \$2,1 milliards pour la période correspondante de 1978. Parallèlement, le surplus de la balance de base a brutalement fléchi à \$1,1 milliard (contre \$3,6 milliards), avec la reprise des sorties nettes de capitaux à long terme. De plus, des exportations nettes considérables de capitaux à court terme, d'origine bancaire et non bancaire, se sont produites, à concurrence de \$6,1 milliards, et les avoirs officiels nets ont régressé de \$5 milliards.

En Suisse, l'appréciation du franc, l'an dernier, et les pressions concomitantes qui se sont exercées sur le marché des changes ont contribué à porter l'excédent de la balance générale des paiements de \$4,7 milliards en 1977 à \$10,2 milliards. Ce surplus a eu pour contrepartie monétaire extérieure une amélioration de \$6,9 milliards de la position officielle nette et de \$3,3 milliards des avoirs extérieurs nets du système bancaire.

L'excédent de la balance des paiements courants est passé de \$3,4 milliards à \$5,1 milliards. Les recettes nettes au titre des services et des transferts qui, de \$3,5 milliards, ont progressé à \$4,6 milliards, ont constitué comme de coutume l'élément dominant de cet excédent. Les revenus nets des investissements, avec \$3,5 milliards, ont été supérieurs de \$1 milliard à ceux de 1977, et les recettes nettes au titre du tourisme, bien qu'inférieures à celles de l'année précédente en termes de francs suisses, se sont améliorées de \$0,3 milliard en termes de dollars, pour s'établir à \$1,5 milliard. La balance des échanges visibles a enregistré un surplus de \$0,5 milliard, après un déficit de \$0,1 milliard en 1977. Ce changement s'explique, et au-delà, par une amélioration de 7½% des termes de l'échange. Sur la base des statistiques douanières, les variations en volume de la balance commerciale – augmentation de 5% des exportations et de 10% des importations – auraient provoqué à elles seules une détérioration de \$0,9 milliard des échanges commerciaux.

Dans la balance des mouvements de capitaux, le facteur prépondérant a été une entrée de fonds non identifiés de \$11,1 milliards. Les mouvements de capitaux identifiés se sont soldés au contraire par un déficit de \$6 milliards, qui traduit l'attrait exercé sur les émetteurs d'effets et d'obligations par les faibles taux d'intérêt sur les emprunts libellés en francs suisses. Au total, les entrées nettes de capitaux se sont montées à \$5,1 milliards, contre \$1,2 milliard en 1977.

Pendant le premier trimestre de 1979, le déficit des échanges visibles de la Suisse s'est élevé à \$0,5 milliard, soit près de deux fois plus qu'au trimestre correspondant de 1978. Le courant d'entrées de fonds observé l'an dernier s'est en partie inversé en janvier et en mars, et la position officielle nette s'est détériorée de \$1,9 milliard pendant le trimestre.

Les taux de change des autres pays européens du Groupe des Dix ont beaucoup moins fluctué en 1978. Dans certains pays, la stabilité relative s'explique par l'absence

de pressions intenses sur le marché des changes; dans d'autres, les autorités sont intervenues massivement pour maintenir la valeur externe de leur monnaie à un niveau intermédiaire entre ceux des principales monnaies divergentes. Dans un cas comme dans l'autre, l'évolution de leur balance des paiements en 1978 s'est beaucoup moins ressentie des perturbations périodiques du marché des changes.

L'excédent des paiements courants de *l'Italie* a enregistré une vive progression, passant de \$1,4 milliard en 1977 à \$6,4 milliards (soit environ 2½% du produit intérieur brut) en 1978. La balance commerciale s'est améliorée de \$3 milliards et celle des services et transferts de \$2 milliards. Ces variations sont imputables à la lenteur relative de la croissance de la demande interne et à l'influence persistante de la dépréciation effective de 18% subie par la lire en 1976.

Les termes de l'échange se sont améliorés de 2½% en 1978, malgré la dépréciation de la lire par rapport aux autres monnaies européennes, mais ce mouvement n'a contribué qu'à concurrence de \$1 milliard environ à l'amélioration totale de la balance des échanges de marchandises sur la base des statistiques douanières. En volume, les exportations de biens se sont accrues de 11% et les importations de 7½% seulement. L'incidence des mouvements en volume sur la balance commerciale a toutefois été plus faible qu'en 1977, année marquée par une progression de 7% du volume des exportations et une baisse de 2% de celui des importations. Certains symptômes donnent en outre à penser que le renforcement de la balance commerciale s'est ralenti au cours de l'année 1978.

L'excédent des mouvements de capitaux est passé de \$0,7 milliard en 1977 à \$1,9 milliard en 1978. Les sorties nettes au titre des crédits commerciaux sont tombées de \$0,7 milliard à \$0,3 milliard, et les \$0,8 milliard de remboursements de l'emprunt compensatoire contracté à l'étranger par le secteur public ont été supérieurs de \$0,2 milliard à ceux de l'année précédente. L'élément le plus important du changement a toutefois été l'amélioration de \$0,8 milliard du solde des erreurs et omissions, qui est devenu excédentaire de \$0,3 milliard. L'excédent global a atteint \$8,3 milliards en 1978, et s'est traduit, à concurrence de \$7 milliards, par un renforcement des avoirs officiels nets.

La balance des paiements courants de la *France* s'est améliorée de façon spectaculaire en 1978, un déficit de \$3,3 milliards faisant place à un excédent de \$4,2 milliards, ce qui correspond à 0,9% du produit intérieur brut. Malgré un fléchissement marqué des entrées nettes de capitaux, le surplus de la balance générale a été porté de \$2 milliards à \$4,6 milliards.

L'amélioration globale de \$7,5 milliards de la balance des paiements courants est attribuable, à hauteur de \$3 milliards, aux postes des services et des transferts, qui ont fait ressortir un solde nettement excédentaire, surtout au quatrième trimestre. On relève de fortes augmentations des recettes nettes tirées du tourisme ainsi que des services fournis dans le cadre de grands travaux et de la coopération technique avec l'étranger. Le redressement de \$4,5 milliards de la balance des échanges visibles a résulté principalement d'une amélioration de 4% des termes de l'échange, l'accroissement en volume des exportations nettes n'intervenant qu'assez faiblement. En 1977, au contraire, les progrès de la balance commerciale s'expliquaient, et au-delà, par une évolution favorable en volume, les termes de l'échange s'étant détériorés de 1½%.

La balance des mouvements de capitaux à long terme, excédentaire de \$0,3 milliard en 1977, s'est soldée en 1978 par un déficit de \$1,7 milliard. En conséquence du redressement de la balance des paiements courants, les tirages effectués par les résidents sur les emprunts étrangers soumis à l'autorisation préalable du Trésor n'ont atteint que \$3 milliards, soit \$2 milliards de moins que l'année précédente tandis que, pour les autres grandes catégories d'opérations à long terme, les soldes ont été approximativement les mêmes qu'en 1977. Les entrées nettes de capitaux à court terme, compte tenu des erreurs et omissions, sont tombées de \$5 milliards à \$2 milliards. La position monétaire officielle nette et la position extérieure nette à court terme des banques commerciales, compte tenu de l'incidence des variations de change et des différences de couverture statistique, se sont renforcées de \$2,8 milliards et de \$1,2 milliard respectivement.

Au premier trimestre de 1979, l'excédent désaisonnalisé de la balance commerciale n'a guère varié par rapport à la moyenne de 1978; sur la base des statistiques douanières, il s'est élevé à \$0,3 milliard. La position monétaire officielle nette s'est améliorée de \$1 milliard.

La balance des opérations courantes du *Royaume-Uni* a fait ressortir en 1978 un léger excédent de \$0,5 milliard, résultat très voisin de celui de 1977. En cours d'année toutefois, cet excédent a eu quelque peu tendance à augmenter à mesure que la reprise économique se ralentissait, et il a atteint \$0,8 milliard au quatrième trimestre après correction des variations saisonnières. Sur l'ensemble de l'année 1978, l'incidence favorable sur l'excédent courant de l'augmentation de la production nationale de pétrole et de gaz naturel a été de quelque \$2 milliards en chiffres nets, et l'on s'attend pour 1979 que cette activité procure encore un gain de \$3 milliards.

Les termes de l'échange ont enregistré en 1978 une amélioration de 6% sur la base des données douanières, due en grande partie à la fermeté de la livre. En l'absence d'une variation en volume des exportations et des importations, la balance des paiements courants se serait améliorée de près de \$2 milliards. Or, en termes réels, l'évolution a été défavorable, l'expansion des importations ayant été de 7½% contre 4½% seulement pour les exportations; en conséquence, la balance des échanges de marchandises n'a marqué qu'un progrès de \$0,7 milliard et a dégagé un déficit de \$2,3 milliards. Les soldes négatifs du commerce des produits non manufacturés se sont réduits, notamment dans les secteurs pétrolier et agricole. La balance des produits manufacturés est devenue, en revanche, moins favorable, ce qui reflète la sensibilité de la demande interne de ces biens aux variations de la conjoncture et le manque de dynamisme de l'offre sur le marché intérieur. Le surplus dégagé par les services et les transferts a fléchi de \$0,8 milliard en 1978, pour s'établir à \$2,8 milliards. L'amélioration de la balance des services et de celle des revenus des investissements a été plus que compensée par une détérioration de \$1,7 milliard de la balance des transferts, dans laquelle le montant supplémentaire des transferts effectués par les autorités britanniques aux Communautés européennes a représenté \$1 milliard en chiffres nets.

L'excédent considérable dégagé par la balance des mouvements de capitaux en 1977, qui a reflété la remontée du sterling après le dérapage de 1976, a évidemment été sans lendemain, et \$0,6 milliard de fonds seulement sont entrés au Royaume-Uni en 1978. La balance générale s'est ainsi soldée par un excédent de \$1,1 milliard. Il a été procédé au remboursement de \$1,9 milliard au FMI et de \$0,7 milliard sur les

emprunts nets contractés par des collectivités publiques dans le cadre de divers systèmes de couverture du risque de change. L'Etat a toutefois emprunté \$350 millions d'argent frais pour son propre compte sur le marché new-yorkais des obligations. Sur l'ensemble de l'année, la position officielle nette s'est aggravée de \$2,6 milliards, tandis que les engagements extérieurs nets des banques se sont réduits de \$3,1 milliards.

Les derniers chiffres actuellement disponibles sur la balance commerciale sont ceux de janvier 1979. D'importantes entrées de capitaux venant s'investir en sterling ont cependant été notées pendant le premier trimestre de cette année et, avec l'apport supplémentaire de \$0,4 milliard au titre d'une allocation de droits de tirage spéciaux, le Royaume-Uni a renforcé de \$1,8 milliard ses réserves officielles. La réévaluation de ces dernières, en mars, a permis de majorer de \$4,5 milliards leur valeur publiée, qui a ainsi atteint \$21,9 milliards à la fin du mois.

Le déficit des paiements courants de la *Suède*, qui s'était élevé à \$2,8 milliards en 1977, a été fortement réduit l'an dernier, revenant à \$1 milliard. Ce redressement s'est produit malgré une aggravation de \$0,5 milliard du déficit des transactions invisibles, résultant en partie d'un alourdissement de la charge du service de la dette publique extérieure et des mesures exceptionnelles de remise de dette prises en 1978 en faveur de certains pays en voie de développement. Malgré une évolution défavorable de 2½% des termes de l'échange, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de \$2,6 milliards, contre \$0,3 milliard en 1977. Cette amélioration est le fruit des modifications apportées à la politique économique interne en 1977 – notamment des mesures de restriction de la demande et deux dévaluations de la couronne dont les effets ont été renforcés par la modération dont ont fait preuve les partenaires sociaux lors du renouvellement des conventions collectives en 1978. En volume, les exportations de marchandises ont progressé de 7% et les importations se sont contractées de 6½%.

Le fléchissement du déficit des transactions courantes a réduit les besoins de financement extérieur, de sorte que l'excédent des mouvements de capitaux est tombé de \$3,2 milliards à \$0,6 milliard. La balance générale a dégagé un déficit de \$0,4 milliard, qui a été plus que couvert par une détérioration de \$1,2 milliard de la position extérieure nette des banques; les avoirs officiels nets à l'étranger ont augmenté de \$0,7 milliard.

La balance des paiements de l'*Union Economique Belgo-Luxembourgeoise*, qui est maintenant calculée entièrement sur la base des transactions, n'a guère varié par rapport à 1977. Le déficit du compte courant a été de \$0,6 milliard, soit \$0,1 milliard de moins que l'année précédente. L'excédent dégagé au titre des services et des transferts s'est légèrement tassé, mais ce recul a été plus que compensé par une amélioration de \$0,3 milliard de la balance commerciale, dont le déficit est revenu à \$1,1 milliard. Le total des sorties nettes de capitaux a progressé de \$0,1 milliard, pour s'établir à \$0,6 milliard; les entrées nettes au titre des crédits commerciaux ont fait place à des sorties nettes, mais ce retournement, d'une ampleur de \$1 milliard, a été en grande partie compensé par une réduction des prêts bancaires à long terme à l'étranger, de sorte que le déficit global a été, avec \$1,1 milliard, pratiquement le même qu'en 1977. La position monétaire officielle nette s'est améliorée pendant la première partie de l'année, durant laquelle les autorités ont acheté des devises pour rembourser leurs dettes à l'égard du Fonds européen de coopération monétaire, mais de nouveaux

emprunts ont dû être contractés par suite de la recrudescence des pressions qui se sont exercées sur le franc belge, au sein du bloc européen de flottement concerté, pendant l'été et au début de l'automne et qui se sont finalement atténuées avec le réaligement des taux de change, le 16 octobre. Sur l'ensemble de l'année, la position monétaire officielle nette, corrigée de l'incidence des variations de change, a fléchi de \$0,3 milliard. Le reste du déficit global a été financé par une détérioration de \$0,5 milliard de la position extérieure nette à court terme des banques. Les avoirs des non-résidents en francs belges se sont renforcés pendant l'année de \$1,1 milliard.

La balance des paiements des *Pays-Bas* s'est fortement aggravée en 1978, le déficit global passant de \$1,2 milliard à \$3,7 milliards. La balance des paiements courants, qui s'est sensiblement affaiblie pour la deuxième année de suite, a fait ressortir un déficit de \$1,4 milliard, le premier qui ait été enregistré depuis 1971. L'élargissement du déficit commercial est, à raison de \$0,6 milliard, à l'origine de cette détérioration, les importations ayant progressé de plus de 5% et les exportations (qui avaient diminué en 1977) s'étant accrues de moins de 2% en termes réels. On note, en outre, une dégradation de \$1,2 milliard du solde des transactions invisibles, qui est devenu déficitaire à hauteur de \$0,4 milliard, en raison principalement de l'accroissement des dépenses nettes au titre du tourisme et d'une diminution des recettes nettes de transport et des revenus des investissements.

La nouvelle détérioration de la balance des opérations courantes s'est accompagnée d'une augmentation de \$1,2 milliard des sorties nettes de capitaux à long terme, qui ont atteint un total de \$2,5 milliards. Les prêts extérieurs nets des banques ont été plus élevés et les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille plus faibles qu'en 1977. Les mouvements de capitaux non bancaires à court terme, y compris les postes non identifiés, se sont soldés par une légère entrée nette. Compte tenu de l'incidence des variations de change et des ajustements dus aux différences de couverture statistique, la détérioration de la position monétaire extérieure globale nette a été, avec \$3,5 milliards, quelque peu inférieure au déficit de la balance générale des paiements. Les entrées nettes de capitaux à court terme par le canal du système bancaire, qui se sont élevées à \$3,3 milliards, ont couvert une très large part du déficit global. Les avoirs monétaires officiels nets, compte non tenu des variations dues à la réévaluation du stock d'or, n'ont baissé que de \$0,2 milliard.

Le déficit de la balance des paiements courants du *Canada* a atteint \$4,6 milliards en 1978, soit \$0,7 milliard de plus qu'en 1977. Cette détérioration a été entièrement imputable à une aggravation de \$1 milliard du déficit des transactions invisibles, due elle-même en grande partie au coût croissant du service de la dette extérieure canadienne et à des mesures de remise de dette officielle prises en faveur de certains pays en voie de développement. L'excédent de la balance commerciale s'est amélioré de \$0,3 milliard pour atteindre \$3 milliards, malgré une dégradation d'environ 3½% des termes de l'échange induite par la dépréciation du dollar canadien; le solde favorable des échanges de produits semi-finis a enregistré une progression particulièrement sensible l'an dernier.

Bien que les considérations d'ordre extérieur aient dominé la politique des taux d'intérêt, l'excédent habituel des mouvements de capitaux autonomes, qui s'était élevé à \$1,2 milliard en 1977, a fait place à un déficit de \$2 milliards en 1978. Ce revirement

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	1977	4.995	31.220	4.085	40.300	- 5.600	34.700	4.865	- 4.265
	1978	5.010	39.635	6.095	50.740	-12.260	38.480	10.440	- 6.660
Autriche	1977	895	2.770	510	4.175	-3.225	950	- 190	- 1.005
	1978	960	4.370	465	5.795	-3.890	1.905	1.620	- 665
Belgique-Luxembourg . .	1977	1.790	2.000	1.440	5.230	-4.400	830	- 110	- 1.835
	1978	1.795	1.770	1.330	4.895	-4.895	-	335	- 495
Canada	1977	935	1.315	1.355	3.605	- 915	2.690	- 1.255	- 1.595
	1978	1.010	1.845	1.075	3.930	-2.740	1.190	325	- 1.910 ⁴
Danemark	1977	80	1.320	205	1.605	555	2.160	830	205
	1978	90	2.845	220	3.155	85	3.240	1.550	- 470
Espagne	1977	610	5.465	- 635	5.440	-5.390	50	1.160	- 1.585
	1978	660	9.110	- 490	9.280	-6.245	3.035	3.840	- 855
Etats-Unis	1977	11.720	-126.065 ⁵	7.575	-106.770	24.815 ⁶	-81.955	-33.540	4.170
	1978	11.670	-152.050 ⁵	2.605	-137.775	42.755 ⁶	-95.020	-31.090 ⁴	16.640 ⁴
Finlande	1977	40	425	- 175	290	- 655	- 365	50	50
	1978	45	905	- 60	890	- 490	400	600	165
France	1977	16.720	4.060	1.185	21.965	.	.	735 ⁷	855
	1978	22.340	7.070	975	30.385	.	.	2.810 ⁷	1.190
Grèce	1977	160	- 220	- 200	- 260	40	- 220	5	10
	1978	170	- 360	- 180	- 370	30	- 340	- 110	- 10
Irlande	1977	20	2.215	135	2.370	-1.035	1.335	535	- 515
	1978	20	2.530	140	2.690	-1.110	1.580	320	- 75
Italie	1977	11.260	4.415	-1.775	13.900	-6.450	7.450	5.820 ⁷	- 3.455
	1978	14.335	10.190	- 535	23.990	-5.050	18.940	7.025 ⁷	1.400
Japon	1977	920	18.785	2.270	21.975	-12.935	9.040	5.910	1.190
	1978	1.090	25.000	3.565	29.655	-16.430	13.225	7.680	- 3.495
Norvège	1977	45	1.170	400	1.615	230	1.845	- 700	405
	1978	50	2.360	395	2.805	- 95	2.710	1.190	- 325
Pays-Bas	1977	2.305	3.645	1.845	7.795	-2.230	5.565	365	- 1.340
	1978	6.490	3.620	1.140	11.250	-5.480	5.770	- 240 ⁷	- 3.250
Portugal	1977	1.025	-1.185	- 290	- 450	- 480	- 930	- 520	- 620
	1978	1.010	- 955	- 265	- 210	- 295	- 505	240	185
Royaume-Uni. . .	1977	940	4.320 ⁸	-3.425	1.835	.	.	11.865	- 2.585 ⁹
	1978	965	- 145 ⁸	-1.650	- 830	.	.	- 2.665	3.130 ⁹
Suède	1977	250	2.935	405	3.590	- 180	3.410	1.155	- 715
	1978	275	3.620	395	4.290	-1.385	2.905	700	- 1.205
Suisse	1977	3.515	9.740	475	13.730	13.515	27.245	670	3.990
	1978	3.515	16.750	400	20.665	16.780	37.445	6.935	3.265
Turquie	1977	155	-3.240	- 410	-3.495	.	.	- 2.495	- 5
	1978	165	-3.670	- 620	-4.125	.	.	- 630	20
Yougoslavie . . .	1977	65	2.030	- 245	1.950	.	.	170	.
	1978	75	2.290	- 140	2.225	.	.	375	.

¹ Pour la plupart des pays figurant au tableau, les chiffres indiqués ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés. ² En France, en Italie et aux Pays-Bas, l'or est évalué à des prix dérivés du marché; dans un quart 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 100. ⁴ Par suite d'une interruption dans les séries, la différence entre les chiffres indiqués pour fin 1977 et fin 1978 ne correspond pas à la variation indiquée pour l'année 1978. ⁵ Est égal aux avoirs en monnaies convertibles, moins les engagements déclarés par les banques envers des institutions officielles étrangères. ⁶ Créances des banques sur les non-résidents, moins engagements des banques à l'égard des non-résidents du secteur non officiel. ⁷ Ne comprend pas les modifications dues à la réévaluation du stock d'or. ⁸ 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. ⁹ 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 des non-résidents, tant officiels que privés.

marqué a eu comme causes principales une réduction, de \$5,1 milliards à \$2,3 milliards, des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille et l'aggravation, de \$0,2 milliard à \$1,8 milliard, du déficit des investissements directs. Le solde défavorable du poste «erreurs et omissions» a été inférieur de \$1 milliard à celui de 1977. La couverture du déficit des transactions courantes et des mouvements de capitaux autonomes a donc nécessité un financement de \$6,6 milliards. Sur ce total, les titres émis et les emprunts contractés par le gouvernement canadien à New York et en Allemagne ont fourni \$2,4 milliards, tandis que \$2,7 milliards de ressources supplémentaires ont été obtenues sous forme de tirages sur des crédits du type «revolving» que l'Etat s'est fait consentir par des banques sises au Canada et à l'étranger. Compte tenu de l'incidence des variations de change, la position monétaire extérieure nette s'est détériorée de \$1,6 milliard. Les avoirs officiels extérieurs nets se sont accrus de \$0,3 milliard et les engagements extérieurs nets à court terme des banques ont progressé de \$1,9 milliard.

Dans les *pays développés extérieurs au Groupe des Dix et de la Suisse*, le déficit global des opérations courantes s'est très sensiblement réduit en 1978 – de \$12 milliards – pour s'établir à \$11,4 milliards. Cette amélioration a eu son origine en grande partie dans la balance des échanges visibles; elle s'explique généralement par une expansion appréciable des exportations en volume et par d'importantes réductions des importations en volume, sous l'effet de politiques intérieures restrictives. En outre, certains pays de ce groupe ont enregistré un accroissement notable de leurs recettes invisibles

**Transactions courantes 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 transactions courantes		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
	en milliards de dollars EU								
Autriche	- 2,54	- 3,79	- 2,98	1,07	0,81	1,47	- 1,47	- 2,98	- 1,51
Danemark	- 2,88	- 2,69	- 2,39	0,97	1,01	0,99	- 1,91	- 1,68	- 1,40
Espagne	- 7,33	- 6,22	- 4,02	3,04	3,77	5,53	- 4,29	- 2,45	1,51
Finlande	- 0,58	0,53	1,20	- 0,59	- 0,69	- 0,62	- 1,17	- 0,16	0,58
Grèce ²	- 2,69	- 3,16	- 3,50	1,60	1,88	2,25	- 1,09	- 1,28	- 1,25
Irlande	- 0,62	- 0,81	- 1,03	0,30	0,51	0,72	- 0,32	- 0,30	- 0,31
Islande	- 0,02	- 0,05	0,03	0	0	0	- 0,02	- 0,05	0,03
Norvège	- 3,49	- 4,02	- 0,58	- 0,26	- 0,91	- 1,52	- 3,75	- 4,93	- 2,10
Portugal ³	- 2,11	- 2,52	- 2,31	0,87	1,02	1,57	- 1,24	- 1,50	- 0,74
Turquie	- 2,62	- 3,43	- 1,82	0,32	0,04	0,40	- 2,30	- 3,39	- 1,42
Yougoslavie	- 1,76	- 3,33	- 3,49	1,91	1,73	2,47	0,15	- 1,60	- 1,02
Europe occidentale	-26,64	-29,49	-20,89	9,23	9,17	13,26	-17,41	-20,32	- 7,63
Afrique du Sud	- 0,24	2,52	4,00	- 1,63	- 1,94	- 2,50	- 1,87	0,58	1,50
Australie	2,03	1,00	0,06	- 3,48	- 3,53	- 3,96	- 1,45	- 2,53	- 3,90
Nouvelle-Zélande	- 0,05	0,27	0,70	- 0,70	- 0,90	- 1,10	- 0,75	- 0,63	- 0,40
Hémisphère sud	1,74	3,79	4,76	- 5,81	- 6,37	- 7,56	- 4,07	- 2,58	- 2,80
Israël	- 2,65	- 2,16	- 2,84	1,56	1,68	1,86	- 1,09	- 0,48	- 0,98
Total	-27,55	-27,86	-18,97	4,98	4,48	7,56	-22,57	-23,38	-11,41

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

nettes, dû essentiellement à une croissance rapide des revenus nets du tourisme. La balance des opérations courantes s'est le plus nettement améliorée en Espagne, en Norvège, en Turquie et en Autriche, où les variations des échanges en volume ont été particulièrement favorables avec des renforcements de \$4 milliards, \$2,8 milliards, \$2 milliards et \$1,5 milliard respectivement. La seule aggravation sensible (\$1,4 milliard) s'est produite en Australie.

Comme leurs besoins de financement extérieur se sont allégés en 1978 alors que les conditions d'emprunt sur les marchés internationaux demeuraient favorables, ces pays ont, au total, maintenu leurs importations nettes de capitaux à peu près au niveau atteint ces dernières années, et ils ont profité de cette situation pour renforcer leurs réserves officielles de \$11,8 milliards – première augmentation notable depuis 1973. Etant donné toutefois que les \$9 milliards d'emprunts bruts contractés auprès des banques des pays du Groupe des Dix et de la Suisse ainsi que des succursales aux Caraïbes et en Extrême-Orient des banques américaines ont été plus que compensés par une progression de \$10,4 milliards des créances sur ces banques, tout porte à croire, si l'on considère leurs emprunts sur une base nette, qu'ils se sont tournés de préférence vers le secteur non bancaire pour se procurer des ressources.

Pays exportateurs de pétrole

L'un des faits marquants de l'année 1978 a été la réduction, de \$29 milliards à \$7 milliards, de l'excédent des transactions courantes des pays exportateurs de pétrole. Plusieurs facteurs sont à l'origine de ce recul. D'abord, la demande mondiale de pétrole s'est accrue moins vite, cependant que les livraisons d'autres producteurs ont, comme en 1977, progressé très rapidement et que les pays consommateurs ont réduit leurs stocks. D'où une baisse de 5% environ, en volume, des ventes de pétrole des principaux exportateurs. Ensuite, le prix en dollars EU de la plupart des qualités de ce produit avait été maintenu sans changement depuis le 1er juillet 1977, alors qu'entre-temps le dollar avait fortement reculé par rapport à la plupart des grandes monnaies sur les marchés des changes. Il en est résulté une détérioration de plus de 10% des termes de l'échange des principaux pays exportateurs de pétrole entre 1977 et 1978. En troisième lieu, le volume des importations de ces pays a continué d'augmenter, à une cadence beaucoup plus modérée toutefois que les années précédentes: 5%, contre 20% environ par an en 1976 et 1977 et près de 40% tant en 1974 qu'en 1975. C'est dans les pays à faible capacité d'absorption que l'expansion des achats à l'étranger s'est le plus ralentie. Enfin, le déficit de la balance des services nets et des transferts privés a continué de s'aggraver. La détérioration des balances des paiements courants s'est répartie de façon assez égale entre pays à forte capacité d'absorption et ceux à faible capacité d'absorption. Les exportations de ces derniers ont subi une réduction plus importante par suite vraisemblablement du rôle joué par l'Arabie Saoudite comme producteur pétrolier d'appoint, tandis que les pays à forte capacité d'absorption ont vu leurs importations progresser davantage en valeur absolue.

En ce qui concerne l'investissement du surplus beaucoup plus réduit dégagé l'an dernier, il convient d'abord de remarquer qu'aux recettes enregistrées au titre de l'excédent courant des principaux pays exportateurs de pétrole en 1978 sont venus s'ajouter des emprunts au système bancaire international, pour un montant de

\$18 milliards, de sorte que le total des fonds à investir a atteint environ \$25 milliards. Sur la base des indications actuelles, il semble que ces pays aient eu tendance à réduire davantage leurs acquisitions d'avoirs liquides que les investissements à plus long terme.

L'évolution récente des prix du pétrole se traduira sans conteste par un accroissement sensible en 1979 de l'excédent des opérations courantes des pays exportateurs. Bien que le plan de relèvement des prix annoncé par l'OPEP en décembre 1978 n'ait guère fait que compenser la dégradation des termes de l'échange subie cette année-là par les pays exportateurs de pétrole, l'interruption des approvisionnements en provenance de l'Iran a permis à ces pays exportateurs de reprendre une position dominante sur le marché et d'imposer de nouvelles augmentations et «surcharges». Il est également possible qu'à ce relèvement des prix se superpose un léger accroissement des exportations de pétrole en volume.

Pays en voie de développement non producteurs de pétrole

Après s'être réduit pendant deux années de suite, le déficit combiné des transactions courantes des pays en développement non producteurs de pétrole s'est aggravé de \$9 milliards en 1978, pour atteindre \$24 milliards. Comparé à la valeur totale du commerce mondial, ce mouvement ne représente qu'un retour à la situation qui prévalait en 1976 et, du fait de la facilité d'accès au crédit sur le marché international des capitaux, le financement des déficits n'a généralement pas présenté de difficultés.

Bien que le volume des importations nettes ait probablement quelque peu progressé, la détérioration générale des balances des paiements courants de ces pays a été surtout due à la dégradation de 5% de leurs termes de l'échange, qui résulte elle-même de la baisse de 15% en moyenne des cours des matières premières entre 1977 et 1978 par rapport aux prix des produits exportés par les pays industriels. Vers la fin de 1978 et au début de 1979, toutefois, on a relevé de nets symptômes de raffermissement des cours des produits de base, par suite de la reprise de l'activité dans les pays industriels. Aucune grande zone géographique n'a pu éviter l'aggravation du déficit de ses paiements courants: par rapport aux importations, c'est dans les pays d'Afrique que cette détérioration a été la plus forte, tandis que les pays du Moyen-Orient appartenant à ce groupe se sont comparativement bien comportés. Si l'on considère isolément les pays assez avancés, on constate un accroissement de l'excédent des opérations courantes de l'Argentine et de Taïwan, mais l'apparition d'un déficit en Corée du Sud et une aggravation considérable de celui du Brésil, par suite notamment de la chute des cours du café, après la flambée enregistrée en 1977. L'idée a été avancée que l'extension des capacités dans les industries de transformation de certains de ces pays relativement avancés et la disponibilité d'une main-d'œuvre comparativement bon marché ont eu pour effet d'accentuer la récession dans les pays industrialisés, et il est certain que ces facteurs ont entraîné des difficultés dans tel ou tel secteur d'activité. Mais depuis le sommet conjoncturel atteint en 1973, les pays en développement non producteurs de pétrole ont accru de quelque 6% par an leur demande nette de produits manufacturés en provenance des pays de l'OCDE, et en 1977, dernière année pour laquelle on dispose de chiffres complets, les échanges de produits manufacturés de la zone OCDE avec ce groupe se sont soldés par un excédent de l'ordre de \$45 milliards. Dans le même

temps, la demande de produits manufacturés au sein de l'OCDE n'a progressé qu'à un rythme nettement moins rapide; on peut donc considérer que le groupe des pays en développement non producteurs de pétrole a exercé au total un effet stabilisateur sur la production dans les pays industriels pendant la récession.

Les réserves des pays de ce groupe se sont renforcées de \$13 milliards, soit encore plus qu'en 1977, malgré un déficit plus important des transactions courantes. Quelques pays seulement ont bénéficié de ce relèvement, mais si l'on prend le groupe dans son ensemble, on constate que, comme ce fut le cas pour les deux années précédentes, le rapport entre les réserves et les importations s'est accru. Les entrées de capitaux ont été, au total, supérieures d'environ \$10 milliards à celles de 1977; la plupart de ces nouveaux flux de fonds, sans nul doute stimulés par le maintien de conditions d'emprunt avantageuses sur les marchés internationaux des capitaux, n'étaient pas d'origine officielle. On relève des remboursements nets de faible importance d'emprunts contractés envers le FMI et d'autres autorités monétaires.

Economies à planification centralisée

Après s'être contracté au cours des deux années précédentes jusqu'à \$1 milliard seulement en 1977, le déficit commercial global des pays à économie centralisée s'est élargi à \$5 milliards environ en 1978. La détérioration la plus importante (quelque \$3 milliards) a été enregistrée par l'URSS, dont les importations de céréales se sont fortement accrues. Le solde des transactions invisibles du groupe s'est probablement détérioré lui aussi. Les versements d'intérêts au titre de la dette extérieure auront certainement été plus élevés qu'en 1977, d'une part à cause des nouveaux emprunts, d'autre part en raison de la hausse des taux d'intérêt des prêts en dollars.

Dans leur commerce avec les pays membres de l'OCDE, les économies à planification centralisée ont vu leur déficit passer de \$7 milliards à \$10 milliards en 1978. Cette aggravation a été principalement le fait de la Chine, dont les achats aux pays de l'OCDE ont augmenté des deux tiers en termes de dollars. Pourtant ces importations, avec près de \$7 milliards, représentent encore moins de 1% du total des ventes de l'OCDE à l'étranger. Le déficit des pays d'Europe de l'Est à l'égard de l'OCDE s'est accru de \$1,5 milliard pour atteindre \$7 milliards.

On peut identifier deux éléments dans le financement du déficit consolidé des économies à planification centralisée en 1978: accroissement de \$7 milliards de l'endettement net des pays d'Europe de l'Est à l'égard des banques couvertes par le dispositif de déclaration de la BRI et vente par l'URSS de quelque 450 tonnes d'or, pour une valeur de \$3 milliards environ.

VI. MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

Sur les marchés internationaux du crédit, la situation a été fort agitée en 1978. Cette constatation vaut particulièrement pour le secteur bancaire, où l'expansion du compartiment étranger a atteint des proportions sans précédent. Du fait de la faiblesse persistante de la demande de crédit interne des entreprises et de la création de liquidités engendrée, en dehors des Etats-Unis, par le déficit élevé des règlements officiels de ce pays, les grandes banques ont cherché à développer leurs opérations internationales de prêt. Il en est résulté un durcissement de la concurrence entre banques et une nouvelle compression de leurs marges bénéficiaires telle que les niveaux atteints par ces dernières semblent avoir été fondés sur l'hypothèse d'un avenir exempt de difficultés ou de pertes. Les emprunteurs, qu'il s'agisse de pays déficitaires ou de sociétés privées, ont mis à profit les conditions extrêmement favorables des marchés internationaux du crédit, non seulement pour satisfaire leurs besoins courants de financement, mais aussi pour renforcer leur liquidité. Une proportion importante des réserves supplémentaires ainsi constituées a été redéposée auprès du secteur bancaire international, ce qui a amplifié les pressions expansionnistes émanant de l'offre sur les marchés. A ce type de croissance à plus long terme est venue s'ajouter une très forte progression des positions à court terme, liée à l'agitation sur les marchés des changes; ces positions se sont toutefois en grande partie renversées avec le retour de la confiance dans le dollar au cours des premiers mois de 1979.

Eléments marquants

Par suite de ces diverses influences, le total des avoirs extérieurs des banques des pays du Groupe des Dix, d'Autriche, du Danemark, d'Irlande, de Suisse et des succursales des banques américaines dans les centres offshore s'est accru de \$213 milliards l'an dernier, soit près de deux fois autant qu'en 1977. Ce chiffre brut donne toutefois une idée fort exagérée de l'accélération de la croissance tendancielle du marché, et ce pour trois raisons. D'abord, les variations relevées en 1978 comprennent pour la première fois les positions des banques sises en Autriche, au Danemark et en Irlande, ainsi que certains éléments liés à des activités commerciales et figurant dans les avoirs extérieurs en monnaie nationale des banques au Royaume-Uni et en France. Ensuite, du fait de la dépréciation du dollar, ces chiffres en monnaie américaine surévaluent, en un certain sens, l'augmentation réelle. On peut penser en effet que les variations de change se sont traduites par un gonflement d'environ \$32 milliards – soit \$14 milliards de plus qu'en 1977 – de la valeur en dollars des avoirs extérieurs des banques en autres monnaies. Enfin, en raison de l'importance des influences à relativement court terme liées à l'évolution des marchés des changes, l'expansion des positions interbancaires des établissements opérant dans les centres financiers a été particulièrement prononcée. Si l'on exclut les duplications d'écritures qui résultent des dépôts successifs entre banques déclarantes, on peut donc estimer que l'expansion du crédit bancaire international s'est accélérée, passant de \$75 milliards en 1977 à \$110 milliards «seulement» en 1978, ou d'un peu plus de \$65 milliards à environ \$90 milliards, si l'on élimine l'incidence des

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

Prêteurs	Variations			Encours 1978
	1976	1977	1978	
	en milliards de dollars EU			
Banques situées dans les pays européens déclarants ¹	+ 55,7	+ 80,6	+ 145,2	611,4
<i>dont: en monnaies étrangères (euro-marché)</i>	+ 47,2	+ 68,5	+ 117,2	502,0
Banques situées au Canada et au Japon	+ 4,8	+ 0,8	+ 16,3	56,1
Banques situées aux Etats-Unis	+ 21,3	+ 11,5	+ 36,4	129,0
Succursales des banques américaines dans les centres offshore ²	+ 23,8	+ 16,2	+ 15,4	106,5
Total (ensemble des banques déclarantes)	+ 105,6	+ 109,1	+ 213,3	903,0
moins: duplications d'écritures attribuables aux déposits successifs entre banques déclara- rantes	35,6	34,1	103,3	363,0
A = Nouveaux prêts bancaires internationaux (chiffres nets)³	70,0	75,0	110,0	540,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères	34,3	36,1	36,7	.
moins: amortissements et rachats	4,3 ⁴	5,1 ⁴	8,2 ⁴	.
B = Nouveaux financements sous forme d'obliga- tions internationales (chiffres nets)	30,0	31,0	28,5	.
A+B = Montant total des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	100,0	106,0	138,5	.
moins: duplications d'écritures ⁵	3,5	4,0	6,5	.
Montant total net des nouveaux finance- ments sous forme de prêts bancaires et d'obligations	96,5	102,0	132,0	.

¹ Allemagne fédérale, Autriche, Belgique, Luxembourg, Danemark, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ² Bahamas, Iles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour. ³ En plus des créances directes sur les utilisateurs finals, 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, car on admet 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 prêter 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. ⁴ 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. ⁵ 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.

variations de change. Enfin, il convient de souligner que même ce chiffre ajusté de \$110 milliards comprend non seulement des crédits directs au secteur non bancaire, mais également des fonds utilisés par les banques pour accorder des prêts à des établissements de crédit situés en dehors de la zone déclarante, à des fins de conversion de devises en monnaie nationale, de couverture de positions de change, etc.

Si l'on examine les divers secteurs du marché, on constate que, l'an dernier, les prêts à l'étranger des banques du Japon et des Etats-Unis ont été les plus importants facteurs d'expansion. L'augmentation de \$12 milliards (+55%) des avoirs extérieurs des banques sises au Japon doit être considérée en liaison avec la nécessité de financer l'important excédent de la balance japonaise des opérations courantes et de réorienter vers l'étranger les fonds qui ont afflué en masse au Japon pour des raisons de taux de change. Inversement, la progression de \$36,4 milliards, soit de près de 40%, des avoirs extérieurs des banques situées aux Etats-Unis traduit la perte de confiance dans le dollar et, partant, l'empressement du reste du monde à accroître son endettement en cette monnaie. La croissance rapide des avoirs extérieurs des banques aux Etats-Unis s'explique aussi par la suppression, en août 1978, de l'obligation de constituer des réserves sur les fonds empruntés à des banques à l'étranger, ce qui a incité les banques américaines à faire comptabiliser par leur siège central une part plus importante de leurs opérations internationales. Cette mesure officielle, dictée par des considérations de taux de change, contribue à expliquer un autre fait marquant de 1978, à savoir le ralentissement relatif du montant des opérations comptabilisées par les banques américaines par l'intermédiaire de leurs succursales dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient. Les avoirs de ces succursales offshore n'ont progressé, l'an dernier, que de \$15,4 milliards, soit de 17%, rythme bien inférieur tant à celui des prêts directs accordés par les Etats-Unis qu'aux taux de croissance relevés les années précédentes.

En valeur absolue, la plus forte expansion des positions extérieures, soit \$145 milliards, a été enregistrée comme d'habitude par les banques de la zone européenne déclarante, les variations de change intervenant dans cette progression à hauteur de \$30 milliards. Si l'on élimine l'incidence de ces variations, les avoirs extérieurs traditionnels en monnaie nationale marquent une avance d'environ \$16 milliards, soit de 17%, et les avoirs extérieurs en devises une progression d'environ \$99 milliards, soit de 25%. En excluant les duplications d'écritures, mais en incorporant les prêts en devises aux résidents du secteur non bancaire des divers pays de la zone, on peut estimer que l'encours total des euro-crédits accordés par les banques européennes déclarantes s'est gonflé de \$75 milliards, si l'on tient compte des variations de change, ou d'un peu moins de \$60 milliards dans le cas contraire.

Faute de ventilations suffisamment détaillées, le chiffre de \$213 milliards correspondant à l'expansion totale des avoirs internationaux des banques ne comprend notamment pas les activités offshore des banques opérant à Bahreïn, ni la position des banques non américaines sises dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient. Il est clair que, du fait de ces omissions, l'expansion des positions brutes se trouve fortement sous-estimée, mais si l'on exclut les duplications d'écritures, la différence n'est probablement pas trop importante en raison de l'étroitesse des liens des banques de ces centres offshore avec les établissements de crédit du reste de la zone déclarante. On peut néanmoins signaler que, l'an dernier, les avoirs extérieurs bruts des banques opérant à Bahreïn se sont accrus de \$7,7 milliards, soit de 50%, et ceux des banques de Singapour de \$5,7 milliards, soit de 28%.

Le développement des marchés des obligations internationales a été un peu moins vigoureux que celui des crédits accordés par l'intermédiaire du secteur bancaire international, car le volume total des nouvelles émissions a été, avec \$36,7 milliards, à

peine supérieur à celui de 1977. Compte tenu de l'accroissement du volume des remboursements, le montant net d'argent frais collecté a en fait fléchi grosso modo de \$2,5 milliards. Ce résultat un peu moins brillant des marchés des émissions a été dû essentiellement à deux influences: la montée en flèche du loyer du dollar à court terme et les incertitudes entourant les taux de change, qui ont exercé une incidence négative sur le volume des opérations, à la différence de ce qui s'est passé dans le secteur bancaire. Ces influences ont particulièrement affecté le marché des euro-obligations dont le volume, à la suite d'une forte baisse des émissions libellées en dollars, est revenu de \$19,5 milliards à \$15,9 milliards. En revanche, les émissions étrangères sur les marchés nationaux ont progressé de \$16,6 milliards à \$20,8 milliards, en grande partie du fait de la surabondance des liquidités, ainsi que des mesures prises par les pouvoirs publics des principaux pays excédentaires pour encourager les exportations de capitaux. En particulier, les émissions libellées en yens ont plus que triplé, pour atteindre \$4,7 milliards. A la différence du secteur bancaire, où les exportations considérables de fonds effectuées par les banques des Etats-Unis ont contribué à affaiblir le dollar, la répartition géographique des flux de capitaux canalisés par le marché des emprunts internationaux a ainsi exercé une influence plutôt apaisante sur les marchés des changes.

Le secteur bancaire international

Principaux facteurs d'influence. La croissance rapide du volume des opérations, l'an dernier, ne s'est pas accompagnée d'un durcissement des conditions du crédit international qui sont, au contraire, devenues encore plus favorables. Certes, les taux d'intérêt des euro-dollars se sont fortement tendus au cours des neuf derniers mois de l'année, mais cette hausse n'a pas été symptomatique de la situation du marché et n'a fait que traduire le mouvement ascendant des taux d'intérêt aux Etats-Unis. La prime dégagée par les taux des dépôts en euro-dollars par rapport aux taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis pour des échéances comparables ne s'est élargie que pendant les trois derniers mois de l'année, lorsque l'agitation sur le marché des changes a atteint son paroxysme; toutefois, si on l'exprime par rapport au niveau absolu des taux d'intérêt et si l'on tient compte des diverses modifications des coefficients de réserve aux Etats-Unis, cette prime s'est en réalité réduite.

La facilité des conditions d'accès au crédit international s'est également traduite par une nouvelle compression des marges bénéficiaires des banques. Les taux appliqués aux prêts consortiaux sont tombés aux niveaux qui avaient prévalu pendant les mois ayant précédé l'affaire Herstatt, c'est-à-dire $\frac{1}{2}\%$, voire légèrement moins, pour les emprunteurs de premier rang, et moins de 1% pour la plupart des autres demandeurs de crédit. On voit difficilement comment il est possible, avec de tels écarts, de constituer des provisions permettant de se prémunir contre des pertes éventuelles. D'autres conditions également, telles que les échéances et le montant des prêts, ont évolué notablement en faveur des emprunteurs. L'extrême aisance du marché a d'ailleurs incité de nombreux débiteurs à rembourser par anticipation leurs emprunts antérieurs et à se refinancer à des conditions plus avantageuses. Les commissions et frais prélevés par les banques à l'ouverture de ces nouveaux crédits étant généralement inscrits dans leurs recettes au titre de l'année en cours, ces négociations de marges plus faibles ont

eu tendance, l'an dernier, à influencer favorablement la situation bénéficiaire des banques, mais elles risquent de compromettre à plus long terme leurs possibilités de gains.

La conjonction d'un nouvel abaissement des conditions de prêt et de taux records de croissance réelle donne nettement à penser que l'impulsion expansionniste a émané en grande partie de l'offre sur le marché. Pourquoi a-t-on constaté l'an dernier une libéralité aussi exceptionnelle dans l'offre de prêts bancaires internationaux?

A plusieurs égards, le scénario a été tout à fait semblable à celui qui s'est déroulé en 1977, les différences ne résidant pas tant dans la nature des diverses forces en présence que dans leur intensité. Peut-être le facteur déterminant a-t-il été, l'an dernier, le montant considérable de sorties de capitaux des Etats-Unis au titre de la balance des paiements et de leur incidence sur la situation monétaire dans le reste du monde. L'une des principales sources de ces sorties de fonds a été l'activité de prêts à l'étranger des banques sises aux Etats-Unis. Etant donné l'évolution des prix internes dans ce pays et la situation de sa balance des paiements, on aurait pu s'attendre à une orientation de la politique monétaire dans un sens plutôt restrictif; or, il n'y a pas eu de forte pénurie de fonds et, sauf vers la fin de l'année, la hausse des taux d'intérêt a été plus nominale que réelle (voir Chapitre IV, p. 64-67). Aussi les banques ont-elles pu continuer à développer librement leur activité internationale de prêt et lorsque, dans les derniers mois de l'année, l'effondrement de la confiance dans le dollar stimula la demande étrangère d'emprunts en cette monnaie, elles n'ont eu aucune difficulté à la satisfaire. En conséquence, les exportations de capitaux des banques sises aux Etats-Unis ont atteint des niveaux très élevés pendant les premiers et derniers mois de l'année et constitué l'une des principales causes de la faiblesse du dollar. Inversement, le reflux d'une bonne partie de ces sorties de fonds bancaires a été l'une des raisons majeures du raffermissement marqué du dollar au début de 1979. Outre les importantes exportations de ressources effectuées par les banques sises aux Etats-Unis, l'année 1978 a également été marquée par un transfert massif de capitaux américains non bancaires au profit des banques sises à l'étranger.

En dehors des Etats-Unis, les entrées de capitaux et la politique d'aisance monétaire imposée aux autorités des pays excédentaires par des considérations de taux de change ont permis aux banques de ces pays de disposer de ressources abondantes pour leurs prêts à l'étranger. En outre, afin de limiter leurs interventions sur leur propre marché des changes ainsi que les effets créateurs de liquidités qu'elles entraînent, les autorités monétaires ont généralement incité les banques à réexporter les fonds qui affluaient dans leur pays pour des raisons liées aux taux de change.

Indépendamment de son incidence sur la liquidité du secteur privé, le déficit très élevé des règlements officiels des Etats-Unis a eu, bien entendu, pour effet de gonfler les réserves de change du reste du monde. Bien que les excédents des paiements courants aient été essentiellement enregistrés par quelques pays industriels qui investissent principalement leurs réserves de change sur les marchés financiers américains, les prêts bancaires internationaux ont également contribué à renforcer les avoirs officiels des pays qui ont coutume d'investir une fraction importante de leurs réserves sur les euro-marchés. De la sorte, l'activité de prêt déployée par les banques sur le marché international a eu, par elle-même, tendance à accroître encore le volume des disponibilités offertes par ce marché.

La surabondance de l'offre de nouveaux prêts bancaires a également été largement motivée par l'importance croissante prise par les marchés internationaux en tant que source d'expansion de l'activité et des revenus des grandes banques commerciales. Bien qu'on ait assisté en 1978 à une forte reprise de la demande interne de crédits à la construction de logements, à la consommation et aux petites entreprises, les grandes banques se sont trouvées en présence d'une demande de prêts très faible de la part des grandes sociétés, avec lesquelles elles effectuent normalement le plus clair de leurs opérations de crédit à l'économie interne. L'investissement dans l'industrie a eu certes tendance à se développer, mais les bénéfices ont également marqué une reprise et les grandes entreprises industrielles, disposant d'un confortable matelas de liquidité, n'ont guère ressenti le besoin de recourir massivement à l'emprunt auprès des banques de leur pays. Devant les difficultés de réaliser l'expansion souhaitée de leurs activités sur le territoire national, les grandes banques ont continué de développer leurs opérations internationales, notamment par l'intermédiaire de leurs succursales et filiales opérant à faible coût sur les euro-marchés. En outre, comme les marchés internationaux échappent aux contraintes réglementaires qui alourdissent le coût de l'intermédiation, une partie des opérations de prêt qui, en d'autres circonstances, auraient été comptabilisées au bilan de l'activité interne des banques, ont été traitées par le canal des euro-marchés.

Si l'on examine le marché du côté des utilisations, il semble également que la demande de nouveaux crédits se soit bien maintenue, bien qu'elle n'ait pas été aussi soutenue que l'offre. On constate surtout que les besoins de financement des balances de paiements sont restés élevés dans plusieurs groupes de pays. Du fait de la brusque contraction de l'excédent de l'OPEP (voir Chapitre V, page 112), la balance globale des paiements courants des pays à forte capacité d'absorption de ce groupe, à peu près en équilibre en 1977, s'est soldée par un déficit de \$12 milliards environ. En même temps, le déficit des opérations courantes des pays en voie de développement non producteurs de pétrole est passé de \$15 milliards à \$24 milliards, et les pays d'Europe de l'Est semblent également avoir subi une détérioration notable (aux alentours de \$5 milliards) de leur position globale en compte courant. En conséquence, la demande de crédits bancaires internationaux émanant de ces trois groupes de pays a eu tendance à s'accroître fortement. Les pays développés extérieurs au Groupe des Dix et de la Suisse, en revanche, ont vu le déficit de leurs paiements courants diminuer sensiblement, revenant de quelque \$23 milliards à \$11 milliards, et ils ont quelque peu réduit leurs recours aux nouveaux crédits bancaires internationaux. Même au sein du Groupe des Dix, le renforcement ne s'est pas limité aux pays traditionnellement excédentaires; la France, l'Italie et la Suède ont également pu améliorer considérablement, l'an dernier, le solde de leur compte courant.

Les conditions favorables d'octroi des crédits et les efforts redoublés des banques pour «placer leur marchandise» ont incité les pays et les emprunteurs du secteur privé à solliciter des concours non seulement pour couvrir leurs besoins immédiats de financement, mais également pour se constituer une provision pour le cas où les conditions d'obtention du crédit deviendraient moins favorables. En fait, un certain nombre de pays, qui avaient vu ces dernières années la charge du service de leur dette extérieure s'accroître fortement, ainsi que la valeur en dollars de leurs importations, et qui s'inquiétaient des perspectives incertaines de l'économie mondiale,

ne demandaient apparemment pas mieux que de renforcer leurs réserves internationales. Par suite de ces emprunts de précaution, les pays en développement non producteurs de pétrole, par exemple, ont accru leurs réserves officielles davantage qu'en 1977, malgré l'aggravation sensible du déficit global de leurs paiements courants. Le niveau beaucoup plus élevé, en valeur absolue, des taux d'intérêt des prêts en dollars n'a pas rebuté les emprunteurs, puisqu'il ne faisait guère que compenser l'accélération du mouvement de hausse des prix mondiaux en termes de dollar et atténuer les craintes d'une nouvelle dépréciation de cette monnaie. En même temps, la technique des taux d'intérêt flottants a rassuré les emprunteurs, qui ne craignent plus d'avoir à supporter un taux d'intérêt réel trop lourd dans l'hypothèse où les pressions inflationnistes viendraient à s'apaiser.

L'incidence des perturbations des marchés des changes. En dehors de ces influences plus fondamentales, les conditions régnant sur l'euro-marché, de même que l'expansion des bilans des euro-banques, ont été fortement affectées, durant le premier trimestre de 1978 et au cours des cinq derniers mois de l'année, par l'évolution sur les marchés des changes. En procédant à des ventes de dollars à terme, ou en empruntant des dollars et en les cédant au comptant, les exportateurs ont eu tendance à couvrir leurs recettes attendues en cette monnaie; les détenteurs d'avoirs nets en dollars se sont efforcés de protéger la valeur de leur portefeuille, et il est probable que les opérateurs sur le marché ont pris des positions à terme sec contre le dollar pour un montant substantiel.

Du fait de ces activités, les banques de l'euro-marché ont dû parfois faire face à une forte augmentation de la demande de crédits en dollars. Cette demande émanait, soit directement de ceux qui désiraient se couvrir ou spéculer, soit de banques (y compris les euro-banques) qui absorbaient l'offre excédentaire de dollars à terme cédés par leurs clients dans le cadre d'opérations de couverture ou de spéculation et devaient donc couvrir leur position «longue» à terme ainsi engendrée, en empruntant des dollars et en les vendant au comptant. Pour des raisons semblables, l'offre de nouveaux dépôts en euro-dollars en dehors des Etats-Unis a tendu à se ralentir. Du fait de son incidence à la hausse sur les taux de l'euro-dollar, l'excédent de demande de fonds en euro-dollars qui en est résulté a été aisément satisfait par des sorties de capitaux des Etats-Unis. Etant donné que, pour les secteurs bancaire et non bancaire de ce pays, l'octroi de prêts en dollars à l'étranger n'entraîne généralement pas la constitution d'une position «longue» en cette monnaie, les marchés américains des capitaux tendent, dans des cas de ce genre, à faire fonction de prêteurs en dernier ressort.

Inversement, les fonds provenant de conversions de dollars ont accru l'offre de ressources en euro-monnaies libellées dans les devises que l'on s'attendait à voir s'apprécier, telles que le deutsche mark, le franc suisse et le yen. La demande étrangère d'emprunts en ces monnaies étant très faible pour des raisons analogues — personne ou presque ne désirait constituer de position «courte» en ces monnaies — l'accroissement de l'offre a exercé une forte influence à la baisse des taux d'intérêt dans le secteur non-dollar de l'euro-marché. Autrement dit, ces derniers ont eu tendance à fléchir par rapport aux taux du marché interne des pays d'émission des monnaies concernées, de sorte que les résidents des secteurs bancaire et non bancaire de ces pays ont eu avantage à emprunter en monnaie nationale sur l'euro-marché, à moins, bien entendu, qu'ils

n'en aient été empêchés par des contrôles sur les entrées de capitaux. Ces emprunteurs n'encouraient pas, en général, de risques de change en contractant des dettes en monnaie nationale.

Ainsi, les perturbations monétaires ont affecté les bilans des euro-banques essentiellement sous deux formes. Premièrement, cette agitation a grossi les engagements en dollars des banques envers les Etats-Unis tout en accroissant leurs prêts en dollars au reste du monde. Deuxièmement, elle a accéléré la croissance des avoirs et engagements en monnaies autres que le dollar (à l'exception du franc suisse, en raison des contrôles de capitaux en Suisse); l'expansion des avoirs a été particulièrement nette envers les pays d'émission, tandis que les engagements se sont principalement développés à l'égard de pays tiers. La forte incidence des diverses opérations de couverture et de spéculation des banques ou de leurs clients sur le développement et la structure géographique de l'euro-marché n'implique cependant pas forcément qu'en l'absence de ce marché, la pression à la baisse sur le dollar eût été sensiblement plus modérée. Cette question de la responsabilité du marché des euro-monnaies dans la faiblesse excessive du dollar l'année dernière revient essentiellement à se demander si les sorties de capitaux des Etats-Unis auraient été ou non sensiblement moins importantes sans les facilités de financement et de dépôt offertes par ce marché.

On ne peut pas fournir de réponse probante et objective à cette question, vu qu'il est impossible de préciser quel genre de dispositifs institutionnels auraient été élaborés si l'euro-marché n'avait pas existé. Certaines considérations générales peuvent néanmoins s'avérer utiles. Selon toute vraisemblance, les emprunteurs ayant eu accès aux euro-crédits n'auraient pas tous été à même d'emprunter des dollars directement aux Etats-Unis, mais leur banque aurait probablement été en mesure de le faire. En outre, les succursales et filiales des banques américaines jouent un rôle clé sur l'euro-marché, et les emprunts contractés auprès de celles-ci constituent sans aucun doute une solution de remplacement qui s'apparente de très près aux emprunts directs effectués auprès de leur maison mère aux Etats-Unis. Qui plus est, en l'absence de l'euro-marché, on aurait sans doute, au fil des années, enregistré aux Etats-Unis un accroissement beaucoup plus considérable des dépôts en dollars de non-résidents, qui auraient été sujets au retrait en période de crise. De toute façon, une fraction importante des capitaux exportés l'an dernier par les banques américaines a en réalité court-circuité l'euro-marché.

Néanmoins, il est indéniable que, sans le marché des euro-monnaies, il aurait été plus difficile d'emprunter des dollars au comptant sur le marché des changes aux fins de financement des opérations de couverture ou de spéculation. Mais étant donné que, dans ce contexte, l'euro-marché remplit essentiellement le rôle d'un mécanisme permettant de transférer sur le marché au comptant les pressions qui s'exercent sur les taux de change à terme, on peut en déduire que, sans les facilités de financement qu'offre le marché de l'euro-dollar, la pression à la baisse de la monnaie américaine aurait été d'autant plus forte sur le marché des changes à terme. Cette accentuation de la faiblesse à terme du dollar aurait intensifié les sorties de capitaux des Etats-Unis, par le biais des écarts d'arbitrage couvert au détriment du dollar. Un répit sensible pour le dollar sur le marché au comptant n'aurait pu être obtenu que si, au lieu d'entraîner des opérations d'arbitrage couvert, cet élargissement du dépôt sur le dollar avait exercé des effets dissuasifs sur les opérations de couverture ou de spéculation dirigées contre

la monnaie américaine ou avait encouragé des prises de position à terme sec en sa faveur. On imagine difficilement que, devant l'instabilité caractérisée qui a régné l'an dernier en matière d'anticipations de taux de change, tel aurait pu effectivement être le cas.

Enfin, on peut ajouter que, dans les statistiques disponibles sur l'euro-marché, rien n'indique que les euro-banques elles-mêmes aient pris position contre le dollar. Au contraire, sur l'ensemble de 1978, leur position débitrice extérieure nette en cette monnaie a, de fait, quelque peu diminué. Comme il est fort probable que le volume net des dollars achetés à terme à leur clientèle a augmenté au cours de cette période, il apparaîtrait même que dans l'ensemble les euro-banques ont, dans une certaine mesure, soutenu le dollar. Cette constatation n'exclut pas, bien sûr, la possibilité que quelques banques aient eu un comportement opposé ni que l'une ou l'autre ait parfois, par des opérations à très court terme, porté préjudice au dollar en choisissant par exemple le moment opportun pour effectuer des cessions puis des réacquisitions de monnaies de façon que ces opérations ne donnent pas lieu à la constitution de positions nettes déclarées dans les statistiques sur l'euro-marché.

Ensemble des flux bancaires internationaux: origines et emplois

La vive accélération de la croissance des positions extérieures des banques en 1978 a été due surtout à la forte expansion des créances entre pays au sein de la zone déclarante elle-même (y compris les centres offshore faisant partie de cette zone). Après un accroissement de \$66 milliards en 1977, ces créances à l'intérieur de la zone ont progressé de \$148 milliards, bien que la couverture statistique quelque peu élargie pour 1978 et l'intensité plus grande des variations de change surestiment l'importance de cette accélération. Ce développement très rapide des positions au sein de la zone est attribuable dans une large mesure aux perturbations monétaires, qui se sont traduites en particulier par une augmentation sensible des opérations entre les banques déclarantes elles-mêmes. Si l'on exclut l'incidence des duplications d'écritures qui résultent généralement de ces flux interbancaires, on peut estimer que les nouveaux prêts d'un pays à un autre au sein de la zone déclarante elle-même sont passés d'un peu plus de \$30 milliards en 1977 à \$45 milliards environ.

Etant donné que, dans la zone déclarante, la plupart des pays constituent des centres du marché, les chiffres des créances et engagements à l'égard de ces pays reflètent pour une part importante leur rôle d'intermédiaire et ne font donc pas nécessairement ressortir leur importance en tant que fournisseurs initiaux et utilisateurs finals des fonds. Quoi qu'il en soit, ces chiffres révèlent certains traits intéressants. Le premier fait notable est l'augmentation assez prononcée des créances brutes et nettes à l'égard de deux pays à monnaie forte, l'Allemagne et le Japon. Les créances des banques situées hors d'Allemagne à l'égard des résidents des secteurs bancaire et non bancaire allemands ont progressé de \$37 milliards à \$50 milliards sur une base brute, soit de \$11,2 milliards à \$22,2 milliards sur une base avoirs moins engagements, une part substantielle de cet accroissement étant intervenue directement vis-à-vis du secteur non bancaire allemand. De même, les créances brutes sur le Japon se sont accrues de \$29,6 milliards à \$39 milliards, après avoir fléchi de \$4,6 milliards en 1977. En revanche, les créances à l'égard de la Suisse, où les autorités ont pris diverses mesures

visant à empêcher les entrées de capitaux fébriles, ont augmenté de \$5,2 milliards seulement, et la totalité de ces fonds a été réacheminée sur l'étranger, les engagements des autres banques déclarantes à l'égard de ce pays faisant ressortir une progression de \$18,4 milliards. De ce fait, la position débitrice nette des autres banques déclarantes à l'égard des secteurs bancaire et non bancaire suisses s'est gonflée de \$13,2 milliards, chiffre qui reflète en grande partie le rôle des banques helvétiques dans le financement de l'excédent considérable des paiements courants de ce pays et dans la réexportation des divers capitaux étrangers qui ont afflué en Suisse sous des formes autres que des dépôts directs en banque.

En ce qui concerne l'évolution des positions envers le principal pays déficitaire, les banques sises hors des Etats-Unis ont enregistré un accroissement de \$28 milliards de leurs engagements à l'égard des résidents des secteurs bancaire et non bancaire des Etats-Unis, mais leurs créances sur ce pays se sont également sensiblement accrues (+\$13,2 milliards). Cette dernière progression a été due en partie à la suppression, en août 1978, des réserves obligatoires imposées aux banques des Etats-Unis sur les fonds en provenance de banques étrangères, tandis que l'expansion des engagements, qui s'est en fait concentrée sur les premier et dernier trimestres de l'année, doit être replacée dans le contexte de l'évolution sur les marchés des changes. Cette augmentation des engagements a concerné, à hauteur de \$12 milliards environ, le secteur non bancaire américain, qui est apparemment de plus en plus sensible aux rendements plus élevés qu'il peut obtenir sur les dépôts en dollars hors des Etats-Unis. L'accroissement de \$16 milliards des engagements à l'égard du secteur bancaire américain reflète une partie seulement de l'activité de prêt à l'étranger des banques situées aux Etats-Unis, dont l'essentiel, soit quelque \$20 milliards, a, semble-t-il, pris la forme de prêts directs à l'étranger sans avoir été comptabilisés dans les centres offshore ni avoir transité par les banques de l'euro-marché.

Pour ce qui est de l'activité des banques avec les pays extérieurs à la zone déclarante, l'augmentation des créances à l'égard de ces pays s'est accélérée de \$45 milliards environ en 1977 à \$65 milliards, cependant que les nouveaux fonds en provenance de cette source se sont élevés à quelque \$38 milliards, soit à peu près autant qu'en 1977. Cette évolution des avoirs et engagements, qui a fait progresser la position créditrice nette des banques déclarantes à l'égard de la zone extérieure de \$52 milliards à \$78 milliards, traduit avant tout le changement intervenu dans le rôle assumé par les pays de l'OPEP tant du côté des origines que des emplois des fonds sur le marché. Du fait de la forte contraction de l'excédent consolidé des paiements courants de l'OPEP, les nouveaux dépôts reçus de ces pays ont nettement diminué, tombant de \$13,4 milliards en 1977 à \$5,9 milliards; en même temps, les nouveaux crédits aux pays de ce groupe se sont accélérés de \$11,3 milliards à \$18,1 milliards. Alors qu'en 1977 le groupe de l'OPEP était resté fournisseur net de nouveaux fonds au secteur bancaire international pour un faible montant, il est devenu en 1978 le plus gros emprunteur net, le renversement de situation ayant porté sur plus de \$14 milliards. Il convient de noter toutefois que ces chiffres surestiment quelque peu le rôle du groupe de l'OPEP en tant qu'utilisateur net de nouveaux fonds, car ils comprennent un accroissement de \$2 milliards environ des créances nettes à l'égard de Bahreïn; étant donné l'extension rapide du rôle joué par cet Etat en tant que centre offshore, on peut supposer qu'une part substantielle de ces fonds a été empruntée à des pays non membres de l'OPEP.

Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore de banques américaines¹

	1976 décembre	1977 décembre I	1977 décembre II	1978 mars	1978 juin	1978 sep- tembre	1978 décembre
en milliards de dollars EU							
Créances des banques sur:							
pays du Groupe des Dix et Suisse . .	269,5	319,5	349,9	355,4	367,6	406,0	472,7
<i>dont: zone européenne déclarante²</i>	192,7	239,5	268,6	271,0	279,8	309,2	362,8
<i>Etats-Unis</i>	33,3	38,9	39,8	38,5	40,8	48,0	53,0
<i>Canada</i>	9,4	11,6	11,9	12,9	14,6	14,9	17,9
<i>Japon</i>	34,1	29,5	29,6	33,0	32,4	33,9	39,0
Centres financiers offshore ³	83,5	97,8	98,9	103,6	105,7	115,6	123,8
Autres pays d'Europe occidentale . .	42,7	56,6	40,8	43,3	44,7	47,3	50,7
Afrique du Sud, Australie et							
<i>Nouvelle-Zélande</i>	11,8	13,7	14,7	14,2	13,4	13,5	13,8
Europe de l'Est	28,8	32,9	38,3	40,3	42,2	46,1	47,6
Pays exportateurs de pétrole	24,1	35,4	39,1	42,1	44,7	49,9	57,2
Pays en voie de développement non							
<i>producteurs de pétrole</i>	80,9	92,0	98,7	102,0	106,4	113,0	123,4
<i>dont: Amérique latine⁴</i>	57,4	63,8	65,9	68,3	71,2	75,2	80,8
<i>Moyen-Orient</i>	4,4	4,6	5,2	4,7	4,8	5,3	6,6
<i>Autres pays d'Asie</i>	14,7	18,1	20,5	21,2	21,7	22,8	24,8
<i>Autres pays d'Afrique</i>	4,4	5,5	7,1	7,8	8,7	9,7	11,2
Non attribué ⁵	6,1	9,3	9,3	10,3	10,3	11,4	13,8
Total	547,4	657,1	689,7	711,2	735,0	802,8	903,0
Engagements des banques							
 envers:							
pays du Groupe des Dix et Suisse . .	319,6	383,6	408,5	416,5	426,5	465,3	539,3
<i>dont: zone européenne déclarante²</i>	240,5	290,1	314,5	309,1	320,2	353,9	409,5
<i>Etats-Unis</i>	56,3	73,6	74,1	85,1	82,7	85,2	102,1
<i>Canada</i>	12,6	12,6	12,6	13,5	13,9	14,8	15,8
<i>Japon</i>	10,2	7,3	7,3	8,8	9,7	11,4	11,9
Centres financiers offshore ³	56,0	71,3	71,5	75,3	78,9	88,4	97,1
Autres pays d'Europe occidentale . .	32,6	38,7	25,7	27,2	29,1	34,0	35,8
Afrique du Sud, Australie et							
<i>Nouvelle-Zélande</i>	2,4	2,4	2,4	2,9	2,4	2,6	2,7
Europe de l'Est	7,6	7,8	8,4	8,0	8,3	9,4	10,7
Pays exportateurs de pétrole	64,2	77,8	77,9	80,4	77,1	78,0	83,8
Pays en voie de développement non							
<i>producteurs de pétrole</i>	49,8	62,0	62,0	64,3	66,4	73,3	78,0
<i>dont: Amérique latine⁴</i>	22,3	25,3	25,2	26,7	27,3	30,6	33,9
<i>Moyen-Orient</i>	7,3	10,0	10,0	10,2	10,8	12,1	13,8
<i>Autres pays d'Asie</i>	14,9	20,0	20,1	21,0	21,8	23,4	22,9
<i>Autres pays d'Afrique</i>	5,3	6,7	6,7	6,4	6,5	7,2	7,4
Non attribué ⁵	11,3	14,2	14,8	11,3	12,7	14,0	17,0
Total	543,5	657,6	671,2	685,9	701,4	765,0	864,4

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

¹ Les succursales offshore de banques américaines dont les positions extérieures sont comprises dans les chiffres sont celles qui sont établies aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. ² Jusqu'en décembre 1977 (décembre I) la zone européenne déclarante couvrait l'Allemagne, la Belgique-Luxembourg, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse. Depuis 1977 (décembre II) elle comprend également l'Autriche, le Danemark et l'Irlande. Par contre, depuis 1977 (décembre II) les positions à l'égard de l'Autriche, du Danemark et de l'Irlande ne figurent plus dans les positions à l'égard des autres pays développés. ³ Antilles néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour, autres Antilles britanniques. ⁴ Y compris les pays de la zone des Caraïbes qui ne peuvent pas être considérés comme des centres financiers offshore. ⁵ Y compris les institutions internationales.

Au sein de ce dernier groupe, les plus grands emprunteurs d'argent frais ont été le Venezuela, qui a reçu à lui seul près de \$5 milliards de nouveaux crédits, l'Algérie et l'Iran (quelque \$2,5 milliards chacun) et le Nigeria (environ \$1,2 milliard). Les plus

Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore de banques américaines¹

en millions de dollars EU
à fin décembre 1978

Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engagements	Avoirs
Zone déclarante			Zone des Caraïbes		
Allemagne (RFA) HJU	29.035	50.216	Antilles britanniques U	221	180
Autriche HJU	10.372	11.754	Antilles néerlandaises U	3.593	3.205
Belgique-Luxembourg HJU	42.283	56.785	Bahamas JU	28.809	47.303
Danemark HJU	4.623	11.900	Barbade (la) JU	74	41
France HJU	56.107	51.695	Bermudes JU	5.739	2.010
Irlande HJ	2.307	3.439	Caimans (Iles) ⁵ U	20.715	21.051
Italie HJU	23.551	29.109	Cuba JU	272	1.748
Pays-Bas HJU	33.722	25.863	Haïti JU	30	22
Royaume-Uni HJU	109.560	90.419	Jamaïque U	91	527
Suède HJU	3.816	9.775	Panama JU	10.179	14.037
Suisse ² JU	95.356	21.865	République dominicaine JU	93	321
Canada HJU	15.796	17.861	Trinidad et Tobago U	959	255
Etats-Unis HJ	102.137	52.999	Résiduel HJ	1.800	2.827
Japon HU	11.843	38.984			
Total	539.308	472.663	Total	72.575	93.527
Autres pays d'Europe occidentale			Amérique latine		
Andorre	175	4	Argentine JU	4.745	6.862
Chypre	518	240	Belize	101	19
Espagne U	13.142	12.832	Bolivie	172	732
Finlande U	1.640	5.140	Brésil JU	10.872	31.970
Gibraltar	148	12	Chili JU	1.371	2.805
Grèce JU	4.620	4.970	Colombie JU	2.280	2.105
Islande	121	284	Costa Rica	147	368
Liechtenstein	643	957	Equateur JU	706	2.509
Malte	757	12	Guatemala U	674	421
Monaco	552	341	Guyana	65	107
Norvège U	3.322	8.460	Honduras	99	257
Portugal U	1.729	3.030	Mexique JU	6.481	23.443
Turquie JU	820	3.028	Nicaragua	287	658
Vatican	100	52	Paraguay	129	87
Yougoslavie JU	2.794	5.622	Pérou JU	861	3.400
Résiduel HJU	4.753	5.737	Salvador (le)	124	204
Total	35.834	50.721	Surinam	167	38
Autres pays développés			Uruguay U	740	245
Afrique du Sud JU	1.014	7.405	Venezuela JU	9.493	13.110
Australie JU	1.085	4.521	Résiduel HJU	4.162	4.864
Nouvelle-Zélande J	298	987			
Résiduel H	344	840	Total	43.676	94.104
Total	2.681	13.753	Moyen-Orient		
Europe de l'Est³			Pays exportateurs de pétrole J⁶		
Albanie	49	—	a) A faible capacité d'absorption:		
Allemagne (RDA) U	1.195	6.168	Arabie Saoudite,		
Bulgarie U	492	3.174	Emirats arabes unis,		
Hongrie ⁴ U	901	6.450	Koweït et Qatar	33.996	6.811
Pologne JU	822	11.732	b) A forte capacité d'absorption:		
Roumanie JU	223	2.544	Bahreïn, Iran, Iraq,		
Tchécoslovaquie U	629	1.985	Libye et Oman	23.145	15.276
Union soviétique JU	5.858	12.821	Autres pays:		
Résiduel HJ	506	2.723	Egypte JU	3.421	1.603
Total	10.675	47.597	Israël JU	6.015	3.863
			Jordanie	879	152

Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs	Engagements/avoirs envers	Engage- ments	Avoirs
Moyen-Orient (suite)			Autres pays d'Afrique (suite)		
Liban U	4.401	865	Togo	86	237
Syrie U	877	236	Tunisie	512	826
Yémen	1.230	61	Zaire U	574	1.243
Yémen (Rép. dém. et pop. du)	174	14	Zambie J	203	461
Résiduel ⁷ HCJU	9.187	5.052	Résiduel U	1.262	1.804
Total	83.125	33.733	Total	12.858	26.439
Autres pays d'Afrique			Autres pays d'Asie		
Algérie J	2.730	5.742	Afghanistan	288	3
Angola	187	114	Bangladesh	141	51
Bénin	27	3	Birmanie	22	44
Botswana/Lesotho	79	80	Brunei	393	12
Burundi	64	3	Chine JU	2.413	925
Cameroun	135	444	Corée du Nord J	313	586
Cap Vert (Iles du)	13	9	Corée du Sud JU	2.547	7.044
Congo	80	219	Fidji (Iles)	127	29
Côte d'Ivoire	634	1.413	Hong Kong JU	9.200	12.675
Djibouti	87	1	Inde JU	2.862	574
Empire centrafricain	17	4	Indonésie JU	2.720	4.553
Ethiopie	208	13	Kampuchéa démocratique	33	1
Gabon	148	822	Laos	8	2
Gambie	21	7	Macao	33	—
Ghana U	206	256	Malaisie JU	2.082	1.566
Guinée	29	61	Népal	75	—
Guinée-Bissau	8	8	Nouvelles-Hébrides	201	799
Guinée équatoriale	7	13	Pakistan JU	752	613
Haute-Volta	17	9	Papouasie/Nouvelle-Guinée	144	80
Kenya J	786	430	Philippines JU	2.251	4.028
Libéria JU	1.700	6.270	Polynésie française	8	11
Madagascar	66	25	Sikkim/Bhoutan	294	181
Malawi	74	107	Singapour HJU	10.314	12.267
Mali	26	5	Sri Lanka	227	3
Maroc U	930	2.210	Taiwan JU	4.628	4.009
Maurice (Ile)	38	45	Territoires du Pacifique sous mandat des Etats-Unis	106	—
Mauritanie	76	73	Thaïlande JU	1.124	2.670
Mozambique	83	43	Viêt-nam	71	291
Niger	31	112	Résiduel U	652	116
Nigeria J	718	1.771	Total	44.019	53.133
Ouganda	63	15	Institutions inter- nationales U	7.115	4.515
Rhodésie	85	56	Non attribué HJU	12.485	12.794
Ruanda	84	8	Total général	864.351	902.979
São Tomé et Príncipe	15	—	Pour mémoire:		
Sénégal	105	204	pays exportateurs de pétrole HJU	83.822	57.241
Seychelles	30	363			
Sierra Leone	93	31			
Somalie	107	3			
Soudan	241	680			
Swaziland	40	29			
Tanzanie	129	149			
Tchad	24	38			

Remarque: On ne dispose d'une ventilation complète par pays des engagements et avoirs des banques déclarantes que pour celles situées en Autriche, en Belgique-Luxembourg, au Danemark, en France, en Italie, aux Pays-Bas, en République fédérale d'Allemagne, au Royaume-Uni, en Suède ainsi qu'au Canada et pour les succursales offshore de banques américaines; pour les banques irlandaises, seuls sont disponibles les chiffres en devises étrangères. Pour les banques opérant dans les autres pays déclarants - 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 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 de banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des Iles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. ² Les positions à l'égard de la BRI sont comprises dans «Suisse». ³ Ne comprend pas les positions des banques situées en République fédérale d'Allemagne à l'égard de la République démocratique allemande. ⁴ Dans toute comparaison des positions des banques envers la Hongrie avec les positions à l'égard des autres pays d'Europe de l'Est, il convient de tenir compte du fait que la Hongrie finance pratiquement la totalité de ses échanges commerciaux avec l'étranger au moyen de fonds collectés sur le marché bancaire international, tandis que les autres pays de ce groupe financent une grande partie de leur commerce extérieur à l'aide d'autres sources. ⁵ Les chiffres concernant les engagements et les avoirs des banques américaines à l'égard des Iles Caïmans sont des estimations fondées sur d'autres groupes statistiques. ⁶ Comprend seulement les positions des banques japonaises à l'égard de: Koweït, Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Iran, Iraq et Libye. ⁷ Comprend 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»).

gros déposants ont été, assez paradoxalement, les pays à forte capacité d'absorption du Moyen-Orient (\$3,2 milliards à l'exclusion de Bahreïn) et le Venezuela (\$1 milliard). L'Arabie Saoudite, premier déposant en termes d'encours de dépôts, semble en fait avoir effectué certains retraits de fonds.

Plus de \$7 milliards, soit plus de la totalité de l'accroissement des dépôts de l'OPEP, ont porté sur des monnaies autres que le dollar, l'incidence des variations de change entrant pour \$2,5 milliards environ dans ce chiffre. Les dépôts en dollars ont fléchi de quelque \$1,2 milliard. En ce qui concerne le recours au marché, la majeure partie des emprunts de l'OPEP (soit approximativement \$13 milliards) a au contraire été effectuée en dollars, ce qui signifie qu'en 1978 les pays de l'OPEP ont en réalité réduit leur position créditrice nette en cette monnaie d'environ \$14 milliards à l'égard du secteur bancaire international.

Le second trait marquant de l'évolution enregistrée en 1978 a été la vive accélération du rythme d'octroi des prêts aux pays en développement non producteurs de pétrole, prêts qui, de \$11,1 milliards en 1977, sont passés à \$24,7 milliards, même si, là encore, l'extension, en 1978, de la couverture statistique exagère quelque peu ce changement de rythme. Les nouveaux dépôts reçus de ces pays par les banques déclarantes se sont également renforcés, passant de \$12,2 milliards à \$16 milliards. Néanmoins, les pays en développement, qui en 1977 avaient été fournisseurs nets de capitaux frais au secteur bancaire international, sont de nouveau devenus emprunteurs nets, à concurrence de \$8,7 milliards, évolution qui reflète l'augmentation du déficit global de leurs paiements courants. L'Amérique latine (à l'exclusion des membres de l'OPEP) a été, comme à l'accoutumée, le plus gros emprunteur, avec \$14,9 milliards, plus de la moitié de ce montant ayant bénéficié au Brésil. Toutefois, comme les banques se sont mises en quête de nouveaux emprunteurs, la plus forte croissance relative des prêts est intervenue à l'égard des «Autres pays d'Afrique», les créances des banques déclarantes envers les pays de ce groupe s'étant accrues de \$4,1 milliards, soit de près de 60%.

Le troisième groupe extérieur à la zone déclarante qui a sensiblement développé ses recours au crédit bancaire international en 1978 a été celui des pays d'Europe de l'Est. Les nouveaux emprunts contractés par ces pays se sont élevés à \$9,3 milliards, soit deux fois plus que l'année précédente. Leurs dépôts, qui n'avaient pratiquement pas varié en 1977, font également apparaître une augmentation notable de \$2,3 milliards. La Pologne a été le plus gros utilisateur d'argent frais, avec \$2,7 milliards. La part de l'Union Soviétique s'est élevée à seulement \$1,2 milliard; sur une base avoirs moins engagements, ce pays a même été fournisseur net de nouveaux fonds au secteur bancaire international pour un faible montant.

Le seul groupe de pays dont l'évolution s'inscrit à l'encontre de la tendance générale et qui a quelque peu réduit son recours au crédit bancaire international est constitué par les pays industrialisés extérieurs à la zone déclarante. Les efforts d'ajustement de balance des paiements ayant donné des résultats très positifs dans certains d'entre eux, le volume des nouveaux emprunts est revenu de \$10,5 milliards (à l'exclusion de l'Autriche, du Danemark et de l'Irlande) en 1977 à \$9 milliards, tandis qu'en même temps les nouveaux dépôts reçus de ces pays se sont développés de \$5,1 milliards à

\$10,4 milliards. L'Espagne, qui a particulièrement réussi à redresser sensiblement sa balance des paiements courants, a été à l'origine, à elle seule, de la majeure partie de ce revirement de la position d'emprunteur net à prêteur net d'argent frais; ses dépôts auprès des banques déclarantes sont montés en flèche, avec une progression de \$5,2 milliards, tandis que ses nouveaux emprunts s'élevaient à seulement \$1,5 milliard.

Evolution des marchés européens

Répartition par monnaie. L'activité extérieure des banques des marchés européens a continué, l'année dernière, à se développer vigoureusement. Malgré la faiblesse du dollar, les avoirs extérieurs des banques en cette monnaie ont progressé de \$71,1 milliards, soit de 26,5%, ce qui représente un accroissement considérable par rapport aux années précédentes. Sur une base avoirs moins engagements, la position débitrice nette en dollars envers l'étranger des banques déclarantes a fait apparaître un léger fléchissement, de \$10,4 milliards à \$9,1 milliards, dû à deux évolutions en sens opposé: une forte baisse de \$7,6 milliards durant les trois premiers trimestres, puis une nouvelle progression de \$6,3 milliards au cours des trois derniers mois, lorsque les banques ont dû compenser d'importants achats à terme de dollars à leurs clients par des ventes sur le marché au comptant.

Par suite essentiellement de l'évolution sur les marchés des changes, la valeur en dollars des positions extérieures brutes en devises autres que le dollar des banques européennes déclarantes fait ressortir une expansion encore plus forte, les avoirs en ces monnaies s'étant accrus de \$46 milliards, soit de près de 40%. La part de ces monnaies dans le montant total des avoirs en euro-monnaies est passée, par voie de conséquence, de 30% environ à 32,5%. Cependant, si l'on exclut l'incidence à la hausse exercée par la dépréciation du dollar sur la valeur en cette monnaie des positions des banques en d'autres devises, l'accroissement des avoirs en monnaies autres que le dollar n'a atteint que \$27 milliards, soit 20% (à taux de change constants fin 1978) et leur part dans le montant total des avoirs a diminué, passant de 33,5% à 32,5%.

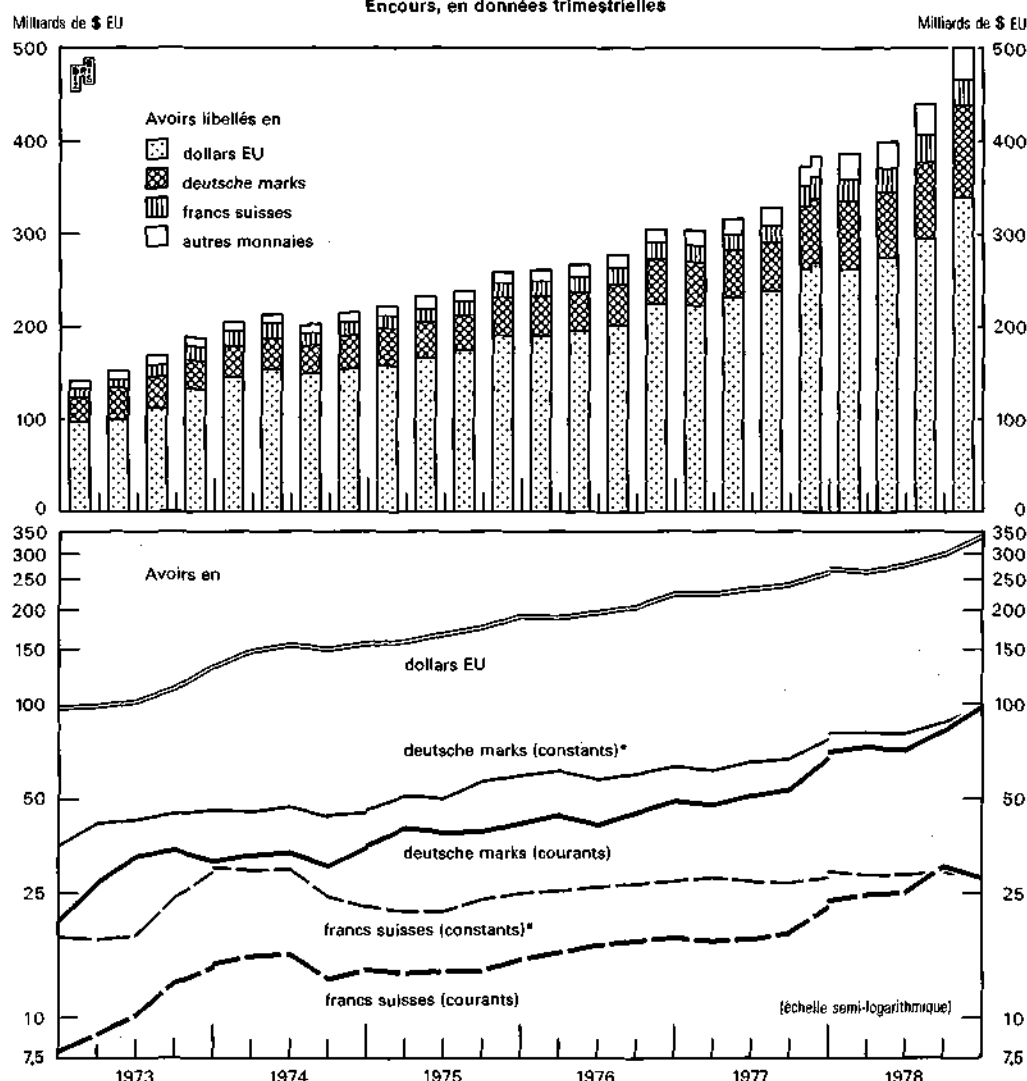
Comme à l'accoutumée, les positions en deutsche marks ont représenté la plus grande partie de la croissance du compartiment non-dollar de l'euro-marché. Les avoirs et engagements des banques déclarantes en cette monnaie ont progressé de \$27,1 milliards et \$24,4 milliards respectivement, bien que, sur cette expansion, quelque \$10,7 milliards dans le premier cas et \$10,4 milliards dans le second aient été dus à l'incidence des variations de change. Pour les raisons expliquées aux pages 121-122, les plus gros emprunteurs de ces fonds en deutsche marks ont été les résidents allemands des secteurs bancaire et non bancaire, alors que les principaux fournisseurs ont été les résidents d'autres pays, qui cherchaient à renforcer leur position en cette monnaie. Par suite, les positions à l'égard de l'Allemagne sont entrées pour 33% dans l'augmentation des avoirs en deutsche marks, mais pour seulement 1,5% dans l'expansion des engagements en cette même monnaie.

La situation a été identique sur le marché de l'euro-yen, sauf que les taux d'expansion ont été encore plus prononcés. Les avoirs identifiés en euro-yens sont passés de \$1,7 milliard fin 1977 à \$5,4 milliards un an plus tard, l'incidence des variations de change n'intervenant qu'à hauteur de \$0,4 milliard dans ce développement. Les

engagements en yens sont montés en flèche, progressant de \$2,7 milliards à \$6,2 milliards. Là encore, au niveau des origines des fonds, 3% seulement des capitaux frais sont venus du Japon, tandis que, du côté des emplois, 36% des capitaux ont été prêtés à ce pays.

Grâce à un système de protection élaboré mis en place par les autorités helvétiques pour empêcher les entrées de capitaux, le marché de l'euro-franc suisse a présenté un tout autre aspect. Du fait de ces contrôles, les fonds ne pouvaient pas être prêtés à des résidents suisses; comme, dans les autres pays, la demande de concours en francs suisses était faible, étant donné les risques de change encourus, l'offre accrue de francs suisses aux euro-banques ne s'est pas traduite par une expansion du volume du

Structure par monnaie de l'euro-marché:
Avoirs extérieurs en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes
Encours, en données trimestrielles



N° 2271

* A taux de change constants, fin décembre 1978.

**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 suisses	livres sterling	florins néer- landais	francs français
en millions de dollars EU									
Avoirs									
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	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 décembre I	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
décembre II ²	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 décembre I	155.450	34.350	58.950	18.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
décembre II ³	156.230	34.920	58.940	18.080	34.950	14.420	2.050	1.880	1.480
1975 décembre	190.180	40.870	67.950	20.450	41.620	15.430	1.980	2.100	2.570
1976 décembre	224.020	50.820	81.300	22.690	48.680	17.930	2.150	3.780	2.570
1977 mars	222.860	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	3.830	3.370
décembre I	262.430	64.660	111.370	31.040	67.510	22.560	4.420	4.210	3.270
décembre II ⁴	269.430	65.550	116.410	31.670	70.350	23.640	5.310	4.280	3.310
1978 mars	262.540	70.330	124.710	35.140	73.500	24.500	5.260	4.850	4.230
juin	275.460	74.150	124.550	34.000	70.650	24.910	6.160	5.010	4.490
septembre	295.800	78.760	145.030	38.200	81.940	30.340	6.960	6.360	5.050
décembre	339.520	84.250	162.450	42.950	97.430	27.890	7.300	6.920	5.660
Pour mémoire:									
positions à l'égard des résidents									
1976 décembre	74.740	21.330	26.920	7.560					
1977 décembre I	91.630	29.040	33.300	8.930					
décembre II	92.330	29.370	34.790	9.730					
1978 mars	93.260	29.910	37.510	9.780					
juin	95.140	30.780	38.730	10.820					
septembre	100.600	30.380	45.260	12.220					
décembre	105.000	31.170	48.370	12.330					
Engagements									
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 décembre	230.040	29.550	80.610	8.970	47.230	15.880	3.980	3.530	3.220
1977 mars	229.080	29.410	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	4.810	3.650
septembre	247.020	32.520	92.070	10.050	51.400	17.440	5.090	5.030	4.240
décembre I	272.880	34.200	110.560	12.050	64.970	20.870	5.920	4.900	4.400
décembre II ⁴	278.840	34.330	117.360	12.230	68.680	22.720	6.870	5.040	4.430
1978 mars	270.450	36.310	125.580	13.810	71.850	24.700	7.040	5.870	5.150
juin	280.950	38.560	127.430	13.060	68.500	26.000	8.570	5.980	6.060
septembre	298.570	39.850	149.330	14.950	79.950	31.460	9.720	7.150	7.050
décembre	348.590	44.340	162.220	16.570	93.080	27.890	10.320	7.400	7.400
Pour mémoire:									
positions à l'égard des résidents									
1976 décembre	64.060	10.660	23.710	4.290					
1977 décembre I	74.620	12.080	29.590	5.330					
décembre II	75.310	12.280	30.400	5.460					
1978 mars	75.350	12.220	34.000	6.180					
juin	78.140	13.780	33.940	6.080					
septembre	82.630	13.790	40.200	6.940					
décembre	87.690	14.690	45.060	7.440					

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. ⁴ Comprend les positions des banques sises en Autriche, au Danemark et en Irlande.

marché, mais par un fléchissement accentué des taux d'intérêt de l'euro-franc suisse. La valeur en dollars des avoirs en euro-francs suisses des banques a augmenté de \$4,3 milliards, il est vrai, mais cette évolution s'explique et au-delà par les variations de change. A taux de change constants, on constate une baisse de \$1,3 milliard, portant en grande partie sur les créances envers la Suisse. A la fin de l'année, les créances en francs suisses des euro-banques sur ce dernier pays représentaient seulement 5% du montant total de leurs avoirs en cette monnaie. De même, les engagements en francs suisses se sont accrus de \$5,2 milliards en termes de dollars, mais ils ont légèrement diminué en termes de francs suisses. A cet égard, il convient de signaler que la part des euro-francs suisses détenus par les résidents helvétiques dans le montant total de ces dépôts a représenté quelque 27%. Certes, ces mouvements n'indiquent pas de façon probante que les diverses mesures mises en place par les autorités helvétiques pour enrayer les entrées de capitaux ont atteint leur but; il n'empêche que la balle est désormais dans le camp de ceux qui voudraient prouver le contraire.

Les positions des euro-banques libellées dans les autres principales monnaies ont suivi des évolutions analogues à celles du yen et du deutsche mark. Les avoirs extérieurs en francs français, en florins et en livres sterling, par exemple, ont progressé de 71%, 62% et 37% respectivement, bien qu'ici encore les taux de croissance aient été quelque peu gonflés par l'incidence des variations de change.

Délaissant pour quelque temps l'euro-marché pour en venir aux formes traditionnelles des prêts à l'étranger, on relève que les avoirs extérieurs en monnaie nationale des banques européennes déclarantes ont augmenté de \$28,1 milliards; si l'on exclut les effets des variations de change, l'augmentation réelle atteint \$16 milliards environ, soit 17%. La progression réelle la plus importante des prêts en monnaie nationale a été l'accroissement de 41% enregistré par les banques en France, lié pour une large part au financement du commerce extérieur. Etant donné que les engagements extérieurs ont fait ressortir une augmentation plus modérée, la position créditrice nette en monnaie nationale des banques françaises vis-à-vis de l'étranger est passée de \$7,2 milliards fin 1977 à \$12,5 milliards. De même, la position créditrice extérieure nette en monnaie nationale des banques sises en Suisse s'est renforcée, progressant de \$8,9 milliards à \$12,5 milliards. Compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt négatifs imposés en Suisse aux avoirs en francs suisses détenus par les non-résidents, les engagements extérieurs bruts font même apparaître un léger fléchissement en termes réels. En revanche, la position créditrice extérieure nette des banques opérant en Allemagne, qui atteignait pourtant \$7,1 milliards à la fin de 1977, a pratiquement été effacée par suite d'entrées massives de capitaux en deutsche marks. Sur une base brute, les engagements extérieurs en deutsche marks des banques allemandes se sont gonflés de \$12,2 milliards, soit de 44%, même si l'on exclut l'incidence des variations de change.

Diverses catégories d'avoirs et d'engagements. Pour en revenir à l'euro-marché, on relève que, sur l'accroissement de \$117 milliards des avoirs extérieurs en devises étrangères des banques européennes déclarantes, \$30 milliards ont pris la forme de créances directes sur le secteur non bancaire. De plus, les crédits en devises ouverts à des emprunteurs nationaux du secteur non bancaire se sont accrus de \$4,4 milliards. Sur cette expansion totale de \$34,4 milliards, soit de 25%, des créances directes sur le secteur non bancaire, \$20,5 milliards ont porté sur le dollar, cependant que les effets des

variations de change ont contribué pour bien plus de la moitié à la croissance de \$13,9 milliards des créances libellées en d'autres monnaies.

En ce qui concerne l'origine des ressources, \$14,4 milliards de l'accroissement total de \$114,6 milliards des engagements extérieurs en devises étrangères des banques déclarantes ont été le fait de dépôts directs du secteur non bancaire, qui ont atteint \$6,6 milliards de plus qu'en 1977. De surcroît, les fonds en devises étrangères reçus de déposants nationaux se sont élevés à \$4,3 milliards. Sur l'expansion globale de \$18,7 milliards des fonds d'origine non bancaire, \$12,4 milliards ont porté sur le dollar, cependant que les engagements à l'égard du secteur non bancaire des Etats-Unis ont représenté seulement \$3,7 milliards de ce dernier chiffre. Autrement dit, contrairement à la croyance largement répandue, selon laquelle l'existence d'un surplus de dollars sur l'euro-marché a exercé une pression à la baisse de la valeur externe du dollar, les déposants du secteur privé non bancaire, même hors des Etats-Unis, non seulement se sont abstenus de réduire leurs avoirs en dollars, mais ils ont continué à les accroître et ce, même au quatrième trimestre lorsque la confiance dans le dollar s'est trouvée au plus bas.

Les déposants officiels, qui comprennent bien sûr les pays de l'OPEP, ont eu cependant un comportement moins stabilisant. Leurs dépôts en dollars ont fléchi de \$0,4 milliard, alors que ceux qui étaient libellés en d'autres devises étrangères ont progressé de \$9,1 milliards (y compris quelque \$3 milliards au titre des variations de change). En outre, les modifications des avoirs officiels en euro-dollars au cours de 1978 ont reflété assez étroitement les vicissitudes du dollar sur les marchés des changes. Au premier trimestre, ces avoirs ont régressé de \$49,3 milliards à \$46,5 milliards, puis se sont élevés à \$50,4 milliards au cours des six mois suivants avant de retomber à \$48,9 milliards au quatrième trimestre.

Rôle des différentes places financières. Le développement rapide des opérations en euro-monnaies au cours de l'an passé s'est très largement réparti sur l'ensemble des principaux marchés européens. Les banques du Royaume-Uni, qui ont enregistré une progression de leurs avoirs extérieurs deux fois plus forte qu'en 1977, se sont comme d'habitude taillé la part du lion, bien qu'en termes de taux de croissance l'expansion de 27,4% ait été quelque peu inférieure à la moyenne européenne (30,5%) et qu'en conséquence la part prise par le Royaume-Uni sur le marché ait marqué de nouveau un léger fléchissement. Toutefois, ce résultat s'explique principalement par l'importance plus grande accordée à Londres aux transactions effectuées en dollars et à celles auxquelles se sont livrées les filiales de banques américaines, qui étaient loin de présenter un bilan aussi favorable que certaines banques du Japon ou d'Europe continentale.

Hors du Royaume-Uni, les taux de croissance les plus élevés des avoirs bancaires en euro-monnaies vis-à-vis de non-résidents ont été relevés en Italie (50%), en Belgique (38,7%), en Suisse (36,5%), aux Pays-Bas (34,5%) et au Luxembourg (32,5%). En ce qui concerne ce dernier pays, dont la position en deutsche marks représentait, à la fin de l'année, plus de la moitié de la valeur en dollars de l'ensemble des avoirs en devises, le pourcentage d'augmentation s'est toutefois trouvé fortement gonflé par l'incidence des variations de change. L'accroissement de \$14,3 milliards de la valeur en dollars des avoirs extérieurs des banques luxembourgeoises a pris la forme,

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

			1977		1978			
			dé- cembre I	dé- cembre II	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Monnaie nationale ..	31.450	31.450	32.500	31.840	34.160	40.340
		Monnaies étrangères	17.280	17.280	16.750	17.470	18.440	20.770
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	24.330	24.330	25.170	25.050	30.780	40.220
		Monnaies étrangères	15.230	15.230	14.590	14.780	15.670	18.880
Autriche	Avoirs	Monnaie nationale ..		1.950	2.180	2.310	2.640	2.930
		Monnaies étrangères		7.440	6.810	8.000	8.710	9.580
	Engage- ments	Monnaie nationale ..		540	570	670	700	830
		Monnaies étrangères		9.700	8.920	10.230	11.150	12.790
Belgique	Avoirs	Monnaie nationale ..	2.470	2.470	2.470	2.610	2.660	2.800
		Monnaies étrangères	22.910	22.910	24.290	24.890	28.480	31.780
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	3.790	3.790	4.330	4.410	4.040	4.730
		Monnaies étrangères	23.530	23.530	25.360	26.110	30.480	33.540
Luxembourg	Avoirs	Monnaie nationale ..	710	710	790	650	830	1.050
		Monnaies étrangères	44.040	44.040	46.600	46.620	52.040	58.340
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	570	570	550	600	620	730
		Monnaies étrangères	41.940	41.940	43.530	43.730	48.380	54.480
Danemark	Avoirs	Monnaie nationale ..		90	80	80	90	90
		Monnaies étrangères		2.060	2.180	2.170	2.760	2.840
	Engage- ments	Monnaie nationale ..		260	260	270	300	390
		Monnaies étrangères		1.370	1.610	1.720	2.110	2.360
France	Avoirs	Monnaie nationale ..	2.080	11.450 ¹	12.860	14.730	15.910	18.200
		Monnaies étrangères	62.210	62.210	58.550	59.810	66.500	80.780
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	4.220	4.220	4.840	5.000	5.100	5.700
		Monnaies étrangères	62.970	62.970	59.300	59.090	65.280	78.790
Irlande	Avoirs	Monnaie nationale ..		..	..	..	..	..
		Monnaies étrangères		1.540	1.340	1.690	1.360	1.510
	Engage- ments	Monnaie nationale ..		..	..	..	..	..
		Monnaies étrangères		1.690	1.690	1.960	1.830	1.810
Italie	Avoirs	Monnaie nationale ..	300	300	470	560	510	590
		Monnaies étrangères	14.780	14.780	11.220	12.110	13.100	22.160
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	1.540	1.540	1.580	1.950	2.020	2.010
		Monnaies étrangères	21.520	21.520	17.620	19.580	19.930	27.800
Pays-Bas	Avoirs	Monnaie nationale ..	5.240	5.240	6.000	6.820	7.770	8.490
		Monnaies étrangères	27.180	27.180	27.510	29.540	31.050	36.560
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	5.100	5.100	5.840	6.170	7.180	7.930
		Monnaies étrangères	25.470	25.470	25.230	28.450	29.100	35.550
Royaume-Uni	Avoirs	Monnaie nationale ..	2.080	12.230 ²	12.400	13.080	14.000	14.740
		Monnaies étrangères	159.210	159.210	164.020	169.370	185.670	202.850
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	11.100	11.100	10.860	10.080	11.180	11.950
		Monnaies étrangères	171.360	171.360	175.990	179.280	195.970	213.420
Suède	Avoirs	Monnaie nationale ..	930	930	800	990	950	860
		Monnaies étrangères	3.180	3.180	3.210	3.150	3.380	3.390
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	580	580	550	690	740	700
		Monnaies étrangères	3.410	3.410	3.850	4.000	4.430	4.520
Suisse	Avoirs	Monnaie nationale ..	14.500	14.500	16.700	17.960	21.720	19.290
		Monnaies étrangères	23.010	23.010	24.770	25.190	29.340	31.410
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	5.650	5.650	6.040	6.750	6.840	6.820
		Monnaies étrangères	18.010	18.010	18.340	19.450	23.570	26.870

Suite du tableau page 136.

Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères, des banques situées dans les divers pays déclarants et de certaines succursales offshore des banques américaines

			1977		1978			
			dé- cembre I	dé- cembre II	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Dollars EU	12.710	12.710	11.670	12.270	12.580	14.720
		Autres monn. étrang..	4.570	4.570	5.080	5.200	5.860	6.050
	Engage- ments	Dollars EU	12.380	12.380	11.340	11.180	11.490	14.510
		Autres monn. étrang..	2.850	2.850	3.250	3.600	4.180	4.370
Autriche	Avoirs	Dollars EU		3.870	3.180	3.910	4.160	4.460
		Autres monn. étrang..		3.570	3.630	4.090	4.550	5.120
	Engage- ments	Dollars EU		4.320	3.460	4.290	4.420	5.300
		Autres monn. étrang..		5.380	5.460	5.940	6.730	7.490
Belgique	Avoirs	Dollars EU	14.260	14.260	14.450	14.700	16.440	18.550
		Autres monn. étrang..	8.650	8.650	9.840	10.190	12.040	13.230
	Engage- ments	Dollars EU	13.080	13.080	13.680	13.700	15.710	18.040
		Autres monn. étrang..	10.450	10.450	11.680	12.410	14.770	15.500
Luxembourg	Avoirs	Dollars EU	18.820	18.820	19.090	20.110	20.620	22.040
		Autres monn. étrang..	25.220	25.220	27.510	26.510	31.420	36.300
	Engage- ments	Dollars EU	18.680	18.680	18.890	19.950	21.520	24.400
		Autres monn. étrang..	23.260	23.260	24.640	23.780	26.860	30.080
Danemark	Avoirs	Dollars EU		1.420	1.500	1.400	1.870	1.640
		Autres monn. étrang..		640	680	770	1.090	1.200
	Engage- ments	Dollars EU		840	1.030	1.070	1.330	1.500
		Autres monn. étrang..		530	580	650	780	860
France	Avoirs	Dollars EU	45.160	45.160	41.920	43.390	47.350	60.210
		Autres monn. étrang..	17.050	17.050	16.630	16.420	19.150	20.570
	Engage- ments	Dollars EU	44.430	44.430	39.700	39.100	40.590	53.160
		Autres monn. étrang..	18.540	18.540	19.600	19.990	24.690	25.630
Irlande	Avoirs	Dollars EU		710	690	630	440	400
		Autres monn. étrang..		830	650	1.060	920	1.110
	Engage- ments	Dollars EU		800	830	710	540	550
		Autres monn. étrang..		890	860	1.250	1.290	1.260
Italie	Avoirs	Dollars EU	11.480	11.480	8.110	9.010	9.580	17.380
		Autres monn. étrang..	3.300	3.300	3.110	3.100	3.520	4.780
	Engage- ments	Dollars EU	17.010	17.010	13.480	14.990	14.630	21.840
		Autres monn. étrang..	4.510	4.510	4.160	4.590	5.300	5.960
Pays-Bas	Avoirs	Dollars EU	15.150	15.150	14.770	16.360	16.590	19.470
		Autres monn. étrang..	12.030	12.030	12.740	13.180	14.460	17.090
	Engage- ments	Dollars EU	15.460	15.460	15.290	17.790	17.500	20.710
		Autres monn. étrang..	10.010	10.010	9.940	10.660	11.600	14.840
Royaume-Uni	Avoirs	Dollars EU	125.810	125.810	127.190	132.900	143.720	156.910
		Autres monn. étrang..	33.400	33.400	36.830	36.470	41.950	45.940
	Engage- ments	Dollars EU	136.590	136.590	137.430	141.780	152.130	167.250
		Autres monn. étrang..	34.770	34.770	38.560	37.500	43.840	46.170
Suède	Avoirs	Dollars EU	1.970	1.970	2.040	1.950	2.050	2.160
		Autres monn. étrang..	1.210	1.210	1.170	1.200	1.330	1.230
	Engage- ments	Dollars EU	2.120	2.120	2.410	2.470	2.680	2.790
		Autres monn. étrang..	1.290	1.290	1.440	1.530	1.750	1.730
Suisse	Avoirs	Dollars EU	17.070	17.070	17.930	18.830	20.600	21.580
		Autres monn. étrang..	5.940	5.940	6.840	6.360	8.740	9.830
	Engage- ments	Dollars EU	13.130	13.130	12.930	13.920	16.030	18.540
		Autres monn. étrang..	4.880	4.880	5.410	5.530	7.540	8.330

Suite du tableau page 137.

**Avoirs et engagements extérieurs, en monnaie nationale
et en monnaies étrangères (suite de la page 134)**

			1977		1978			
			dé- cembre I	dé- cembre II	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
			en millions de dollars EU					
Total pour les pays européens déclarants	Avoirs	Monnaie nationale ..	59.760	81.320	87.250	91.630	101.240	109.380
		Monnaies étrangères	373.800	384.840	387.250	400.010	440.830	501.970
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	56.880	57.680	60.590	61.640	69.500	82.010
		Monnaies étrangères	383.440	396.200	396.030	408.380	447.900	510.810
Canada	Avoirs	Monnaie nationale ..	430	430	330	540	460	480
		Monnaies étrangères	17.720	17.720	18.940	18.980	19.500	21.890
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	2.180	2.180	1.930	2.630	2.670	2.620
		Monnaies étrangères	16.700	16.700	18.550	19.570	19.380	22.350
Etats-Unis	Avoirs	Monnaie nationale ..	90.200	90.200	96.450	97.650	103.630	125.120
		Monnaies étrangères	2.360	2.360	2.390	3.910	3.980	3.930
	Engage- ments ³	Monnaie nationale ..	77.330	77.330	78.470	78.800	87.420	97.830
		Monnaies étrangères	810	810	860	1.700	1.980	2.230
Japon	Avoirs	Monnaie nationale ..	3.550	3.550	4.250	5.280	6.600	7.970
		Monnaies étrangères	18.150	18.150	19.180	20.470	23.960	25.720
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	4.110	4.110	7.890	6.140	7.830	8.700
		Monnaies étrangères	24.470	24.470	25.230	24.950	26.600	30.320
Succursales offshore des banques américaines ⁴	Avoirs	Monnaies étrangères ⁵	91.090	91.090	95.220	96.510	102.620	106.520
	Engage- ments	Monnaies étrangères ⁵	91.660	91.660	96.370	97.570	101.700	107.480
Total général	Avoirs	Monnaie nationale ..	153.940	175.500	188.280	195.100	211.930	242.950
		Monnaies étrangères	503.120	514.160	522.980	539.880	590.890	660.030
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	140.500	141.300	148.880	149.210	167.420	191.160
		Monnaies étrangères	517.080	529.840	537.040	552.170	597.560	673.190

¹ Y compris les crédits acheteurs. ² Y compris, outre les prêts, avances et découverts, tous les effets de commerce et acceptations. ³ Non compris les bons du Trésor américain et les certificats conservés en dépôt pour le compte de non-résidents. ⁴ Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. ⁵ Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

à concurrence d'un bon tiers, de créances sur l'Allemagne, tandis que les fonds d'origine allemande ne sont entrés que pour 2,5% environ dans l'augmentation des engagements.

Dimension nette du marché des euro-monnaies. Comme de coutume, le chiffre de \$117 milliards correspondant à l'accroissement des avoirs extérieurs en devises étrangères des banques européennes déclarantes s'est trouvé fortement gonflé par les duplications d'écritures qui se produisent lorsque les fonds transitent par plus d'une banque de la zone déclarante entre leur première introduction sur le marché et leur utilisation effective. En excluant cet élément, mais en tenant compte de l'utilisation par les banques de fonds en euro-monnaies sur le marché intérieur, on peut estimer à \$75 milliards, ou à près de \$60 milliards si l'on exclut l'incidence des variations de change, le montant des nouvelles ressources en devises étrangères canalisées par les banques européennes déclarantes.

Sur cet accroissement total de \$75 milliards des crédits, quelque \$26 milliards, soit légèrement plus d'un tiers, ont été absorbés par la zone européenne déclarante elle-même. Les créances directes sur le secteur non bancaire se sont accrues d'environ

Avoirs et engagements extérieurs, en dollars et en autres monnaies étrangères (suite de la page 135)

			1977		1978			
			décembre I	décembre II	mars	juin	septembre	décembre
			en millions de dollars EU					
Total pour les pays européens déclarants	Avoirs	Dollars EU	262.430	268.430	262.540	275.460	295.800	339.520
		Autres monn. étrang..	111.370	116.410	124.710	124.550	145.030	162.450
	Engagements	Dollars EU	272.880	278.840	270.450	280.950	298.570	348.590
		Autres monn. étrang..	110.560	117.360	125.580	127.430	149.330	162.220
Canada	Avoirs	Dollars EU	18.480	18.480	17.660	17.950	18.230	20.430
		Autres monn. étrang..	1.240	1.240	1.280	1.030	1.270	1.460
	Engagements	Dollars EU	15.860	15.860	17.710	18.810	18.460	21.340
		Autres monn. étrang..	840	840	840	760	920	1.010
Japon	Avoirs	Dollars EU	15.930	15.930	16.710	17.920	21.050	22.520
		Autres monn. étrang..	2.220	2.220	2.470	2.550	2.910	3.200
	Engagements	Dollars EU	23.360	23.360	23.870	23.620	25.040	28.490
		Autres monn. étrang..	1.110	1.110	1.360	1.330	1.560	1.830
Succursales offshore des banques américaines¹	Avoirs	Monnaies étrangères²	91.090	91.090	95.220	96.510	102.620	106.520
	Engagements	Monnaies étrangères²	91.660	91.660	96.370	97.570	101.700	107.480

¹ Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des Iles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. ² Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

\$15 milliards, les plus gros emprunteurs ayant été notés en Allemagne, au Royaume-Uni et au Danemark, avec respectivement \$5,1 milliards, \$1,8 milliard et \$1,7 milliard. Sur les \$11 milliards de nouveaux fonds absorbés par les banques de la zone déclarante, l'élément le plus important a été constitué par les emprunts en euro-deutsche marks du secteur bancaire allemand. Du côté des origines, on estime que la zone européenne déclarante a apporté environ \$25 milliards de ressources supplémentaires au marché, dont \$14 milliards de capitaux non bancaires, provenant pour plus de la moitié de Suisse, sous forme soit de fonds fiduciaires, soit de dépôts directs du secteur non bancaire.

A l'extérieur de la zone déclarante, la situation a été marquée l'an dernier par la forte expansion des euro-crédits en faveur des pays en voie de développement tant producteurs que non producteurs de pétrole. Les créances des banques européennes déclarantes sur les pays de l'OPEP se sont développées de pas moins de 55%, alors que les engagements envers ces pays ne progressaient que faiblement. En conséquence, la position débitrice nette des euro-banques vis-à-vis des pays de l'OPEP est revenue de \$38,8 milliards fin 1977 à \$30,4 milliards à la fin de l'an dernier. Les créances sur les autres pays en voie de développement se sont accrues de 32%, mais ce mouvement a eu sa contrepartie dans une expansion encore plus accentuée (\$10,2 milliards) des engagements envers ces pays. Il s'ensuit que la position créditrice nette du marché des euro-monnaies dans sa définition étroite s'est amenuisée à l'égard des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, pour tomber jusqu'à \$0,3 milliard. Si, pour des raisons de prudence bancaire, on ne saurait établir le solde entre les avoirs et les engagements, cette façon de procéder permet néanmoins de mieux comprendre pourquoi, selon certaines assertions, le marché des euro-monnaies encourt des risques excessifs vis-à-vis des

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

En fin de mois	Zone européenne déclarante ¹		Etats-Unis	Canada et Japon	Autres pays développés	Europe de l'Est ²	Centres financiers off-shore ³	Pays exportateurs de pétrole ⁴	Pays en voie de développement	Non attribué ⁵	Total
	Total ⁶	dont secteur non bancaire ⁶									
en milliards de dollars EU											
Emplois											
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 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. I	99,2	69,9	21,0	18,7	42,6	23,8	43,7	15,6	30,0	5,4	300,0
déc. II	110,4	77,3	21,3	18,7	30,8	25,7	43,9	15,7	30,3	3,2	300,0
1978 mars	115,6	80,3	18,5	20,4	31,9	27,0	43,4	17,8	31,8	3,6	310,0
juin	117,8	82,3	19,6	20,8	31,9	28,5	44,6	18,6	33,7	3,5	319,0
sept.	127,0	87,0	22,0	21,8	32,9	31,2	51,5	21,0	36,6	4,0	348,0
déc.	136,0	92,0	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	4,3	375,0
Origines											
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 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. I	108,6	54,9	24,9	8,4	26,6	6,4	33,2	54,0	28,5	8,4	300,0
déc. II	117,3	56,0	25,4	8,4	18,8	7,0	33,4	54,5	29,6	5,6	300,0
1978 mars	123,2	58,6	26,9	9,6	20,0	6,6	33,9	54,5	31,3	4,0	310,0
juin	131,0	62,1	26,5	9,7	21,6	6,9	35,5	51,4	33,1	3,3	319,0
sept.	140,5	66,3	29,1	11,3	25,2	7,7	39,7	52,6	37,3	4,6	348,0
déc.	142,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	375,0

¹ Jusqu'en décembre 1977 (déc. I) la zone européenne déclarante comprenait l'Allemagne fédérale, la Belgique-Luxembourg, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse. Depuis 1977 (déc. II) elle comprend également l'Autriche, le Danemark et l'Irlande. Réciproquement, à partir de 1977 (déc. II) les positions vis-à-vis de l'Autriche, du Danemark et de l'Irlande sont exclues des positions à l'égard des «Autres pays développés».

² 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 commerciales du pays d'émission de la monnaie en question (par exemple les fonds en deutsche marks déposés dans les 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 les fonds en deutsche marks reçus des banques allemandes).

³ 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.

⁴ Non compris les positions des banques situées en République fédérale d'Allemagne à l'égard de la République démocratique allemande.

⁵ Antilles néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, Îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour, autres Antilles britanniques.

⁶ Algérie, Arabie Saoudite, Bahreïn, Brunei, Emirats arabes unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Oman, Qatar, Trinidad et Tobago, Venezuela.

⁷ Y compris les positions à l'égard des institutions internationales autres que la BRI.

pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Même en chiffres bruts, le marché des euro-monnaies représentait fin 1978, dans sa définition étroite, moins d'un tiers du total des créances bancaires sur les pays en voie de développement. En fait, la majeure partie des créances, tant brutes que nettes, du système bancaire sur le monde en voie de développement a résulté de prêts traditionnels en monnaie nationale (en partie liés à des échanges commerciaux), y compris des crédits en dollars, accordés par les banques aux Etats-Unis et dont une fraction importante a été, bien entendu, comptabilisée par l'intermédiaire des centres offshore.

La situation est différente en ce qui concerne l'Europe de l'Est, à l'égard de laquelle la position créditrice nette de l'euro-marché, qui atteignait déjà le montant substantiel de \$18,7 milliards en 1977, s'est encore élargie l'an dernier, pour s'élever à \$22,6 milliards.

Pour ce qui est des positions envers les pays non européens du Groupe des Dix, l'année dernière a été caractérisée notamment par un afflux considérable de nouveaux fonds en provenance des Etats-Unis. De ce fait, les engagements des banques européennes déclarantes envers ce pays se sont accrus de \$11,6 milliards, soit de 46%, dont les deux tiers sont intervenus au cours du quatrième trimestre. De surcroît, une large fraction des \$12 milliards de ressources nouvelles reçues des centres offshore peut être considérée comme provenant des Etats-Unis.

Une autre source importante de capitaux frais a été constituée par les «Autres pays développés», dont les dépôts se sont gonflés à un rythme de près de 40%; en conséquence, la position créditrice nette de l'euro-marché à l'égard de ce groupe de pays a fléchi, de \$12 milliards en 1977 à \$8,5 milliards l'an dernier.

Banques des Etats-Unis et leurs succursales dans les centres offshore

L'un des traits les plus caractéristiques de la scène monétaire internationale a été, l'an passé, la vive accélération des sorties de capitaux bancaires des Etats-Unis. Les avoirs extérieurs déclarés par les banques de ce pays se sont accrus de \$36,4 milliards, ce qui constitue de loin la plus forte progression jamais enregistrée. Bien que les engagements se soient également gonflés très fortement, la position créditrice nette des banques envers l'étranger a doublé, passant de \$14,5 milliards à \$29 milliards. Si l'on exclut l'augmentation des engagements envers les détenteurs officiels étrangers, qui a résulté en partie de l'effet expansionniste exercé sur les réserves officielles étrangères par la propre activité de prêts extérieurs des banques, la progression des créances nettes ressort même à \$19,4 milliards.

Quatre facteurs principaux sont responsables de cette augmentation très rapide des positions extérieures en chiffres bruts et nets. En premier lieu, l'agitation sur le marché des changes a, par moments, stimulé la demande étrangère d'emprunts en dollars. En deuxième lieu, l'expansion des avoirs extérieurs a reflété les efforts incessants des grandes banques commerciales américaines pour participer au rapide développement du marché des prêts internationaux. Un troisième facteur ayant contribué à la croissance des avoirs comme des engagements extérieurs a été la suppression, en août, de l'obligation de réserves assises sur les ressources empruntées à des banques étrangères, ce qui a incité les banques américaines à comptabiliser une fraction plus importante de leurs opérations internationales par l'intermédiaire de leur siège aux Etats-Unis. Une quatrième influence, qui a affecté uniquement le passif du bilan des banques, a été le léger resserrement de la politique monétaire américaine au second semestre, et notamment les relèvements des coefficients de réserves minimums appliqués aux certificats de dépôt émis sur le marché intérieur ce qui, en liaison avec la suppression de l'obligation de réserve sur les engagements envers les banques étrangères, a considérablement réduit le coût relatif des ressources en euro-monnaies.

L'importance du premier de ces facteurs, à savoir l'influence du marché des changes, s'est traduite dans la répartition à la fois géographique et chronologique de

l'expansion des avoirs extérieurs des banques. Pas moins de 72,5% de l'augmentation des avoirs ont pris la forme de créances sur la zone déclarante élargie, y compris les centres offshore. En ce qui concerne la répartition dans le temps, les créances sur les non-résidents se sont accrues de \$15 milliards de fin septembre 1977 à mars 1978 et, après n'avoir marqué qu'une faible augmentation pendant les quatre mois suivants, elles sont montées en flèche au cours des cinq derniers mois, leur progression atteignant \$29 milliards. Au premier trimestre de 1979, lorsque le dollar a commencé à se redresser, ce mouvement de sorties de capitaux s'est inversé à concurrence de \$6,2 milliards. L'orientation quelque peu plus restrictive de la politique monétaire des Etats-Unis et les changements intervenus dans les réserves minimums se sont reflétés dans l'évolution des engagements extérieurs des banques aux Etats-Unis qui, après s'être accrues de \$3 milliards seulement au cours des sept premiers mois de 1978, se sont gonflés de \$19 milliards durant le reste de l'année.

Le rythme de la progression des avoirs extérieurs des succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient a fléchi de 22% en 1977 à 17%. L'expansion de \$15,4 milliards des avoirs extérieurs des succursales offshore a eu, à raison de plus de 60%, sa contrepartie dans un accroissement des engagements envers les Etats-Unis. La plupart des nouveaux prêts ont été effectués dans la zone déclarante elle-même, y compris un renforcement de \$3,5 milliards des créances sur les Etats-Unis. Par comparaison avec les années précédentes, les crédits accordés aux pays en voie de développement, producteurs de pétrole ou non, n'ont marqué qu'une modeste augmentation.

Si l'on considère globalement la position des banques aux Etats-Unis et celle de leurs succursales offshore, on constate que les créances sur les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, essentiellement ceux de l'Amérique latine, ont augmenté de \$7,2 milliards, soit près de deux fois plus qu'en 1977. Les nouveaux prêts aux pays de l'OPEP se sont élevés à \$5,1 milliards, en augmentation de 35%. Du côté des engagements, les nouveaux dépôts reçus des pays en voie de développement producteurs et non producteurs de pétrole se sont élevés à \$2,9 milliards et \$3,3 milliards respectivement.

Banques sises au Japon

Avec les banques allemandes, les établissements de crédit situés au Japon et leurs succursales et filiales à l'étranger ont joué l'an dernier un rôle primordial sur le marché des prêts internationaux. C'est ce qui ressort en partie de la situation des avoirs extérieurs des banques sises au Japon même; après n'avoir marqué aucune expansion en 1977, leurs avoirs se sont développés de \$12 milliards, soit de 55%. Ce fort accroissement des prêts à l'étranger s'explique largement par le volume élevé de la liquidité interne résultant de l'excédent massif des paiements de ce pays, alors que parallèlement la demande interne de concours des entreprises était faible. En outre, compte tenu de la situation des paiements et de l'évolution du taux de change, les autorités ont activement encouragé les exportations de fonds bancaires.

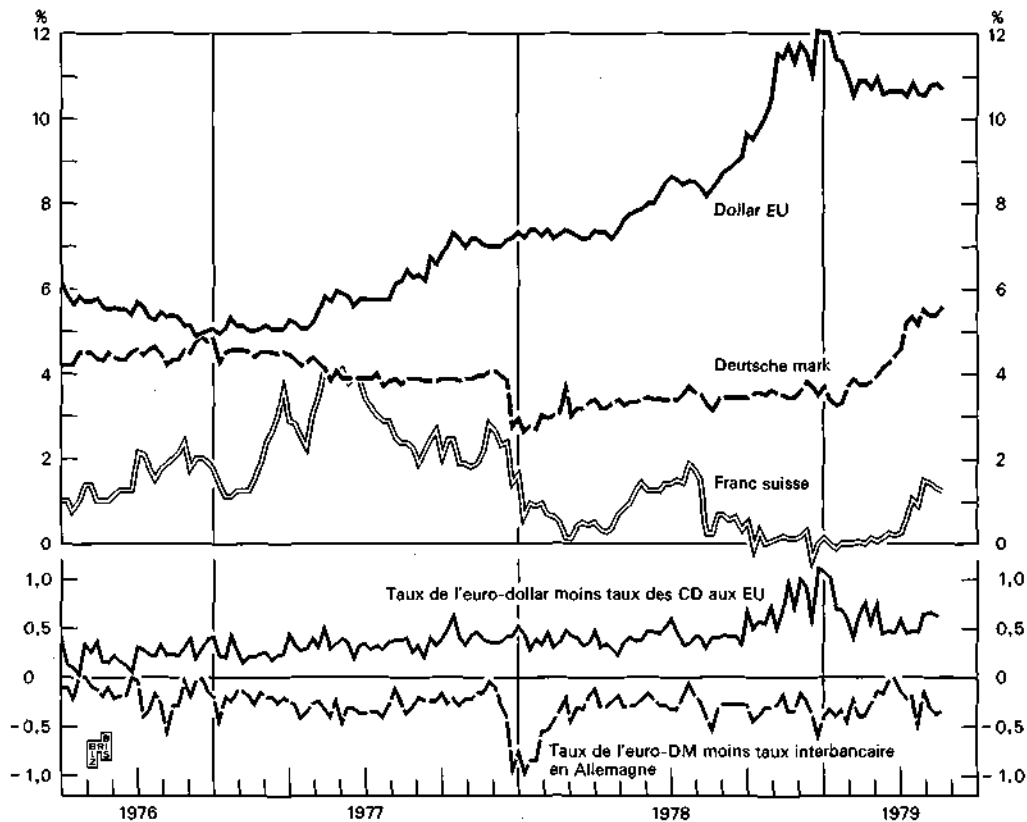
Le passif du bilan des banques a parfois été fortement influencé par l'évolution sur les marchés des changes. Les engagements extérieurs en yens sont montés en flèche, passant de \$2 milliards en septembre 1977 à \$7,9 milliards en mars 1978,

époque à laquelle l'obligation de réserve sur l'accroissement des dépôts en yens librement convertibles des non-résidents a été portée à 100%. Entre autres conséquences de cette mesure, les engagements en yens ont été ramenés à \$5,8 milliards en mai 1978 mais, par la suite, ils sont remontés, pour atteindre \$8,7 milliards à la fin de l'année. Au total, les engagements extérieurs des banques en monnaie nationale et en devises ont progressé de \$10,4 milliards en 1978, de sorte que leur position débitrice nette envers l'étranger ne s'est que faiblement réduite, passant de \$6,9 milliards à \$5,3 milliards.

Evolution des taux d'intérêt

Les écarts non couverts entre les taux d'intérêt de l'euro-dollar et ceux des dépôts dans les autres compartiments de l'euro-marché se sont notablement élargis dans le courant de 1978, pour atteindre des niveaux sans précédent vers la fin de l'année. Pour les dépôts à trois mois, l'écart entre le taux de l'euro-dollar et celui de l'euro-deutsche mark, qui était déjà passé d'un niveau tout proche de zéro à près de 4½ points au cours de l'année 1977, s'est encore creusé, pour avoisiner 8¼ points. Par rapport aux taux de l'euro-franc suisse, qui ont fléchi jusqu'aux alentours de zéro au second semestre de

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

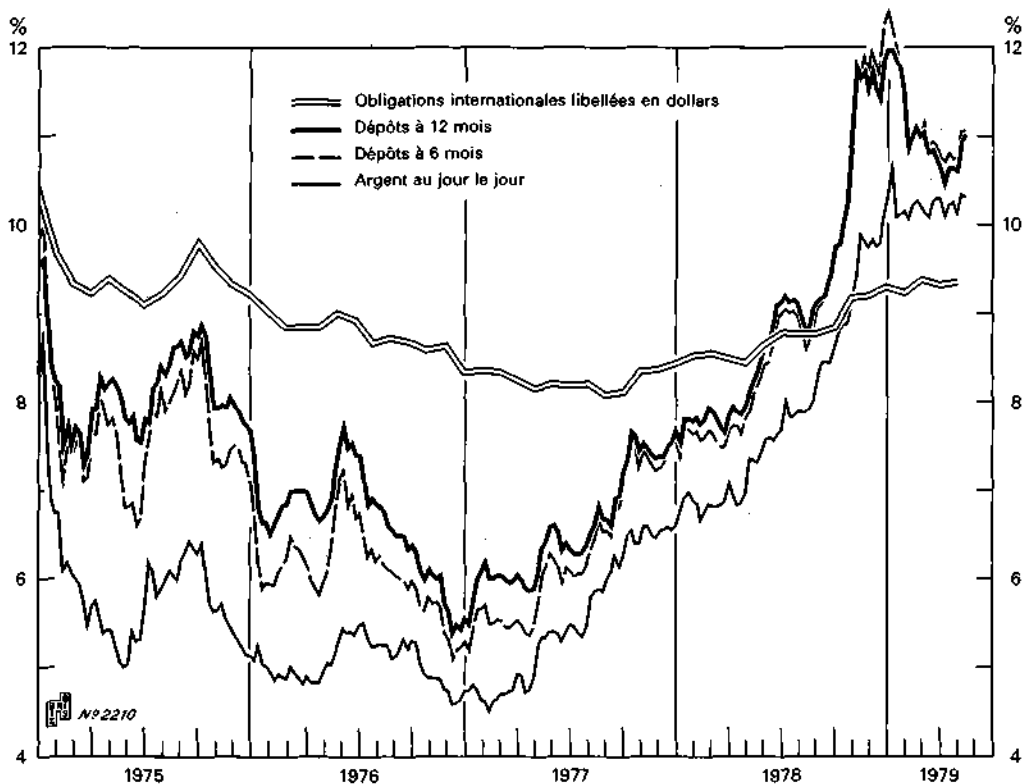


1978, la prime dégagée par les taux de l'euro-dollar a été encore plus marquée, atteignant 12% vers la fin de l'année pour les dépôts à trois mois.

Dans le compartiment du dollar, le mouvement de hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis à partir de fin avril a porté le taux des euro-dépôts à trois mois de quelque 7¼% au début de 1978 à un peu plus de 12% vers la fin de l'année, avant qu'il ne se replie à un peu moins de 10¾% au cours du premier trimestre de 1979. Comme on espérait que l'accélération du rythme d'inflation aux Etats-Unis ne serait qu'un phénomène passager, la vive hausse des taux d'intérêt du dollar à court terme s'est accompagnée d'un revirement spectaculaire de la courbe des rendements. Tandis qu'au début de 1978, les taux des dépôts en euro-dollars à trois mois avaient été inférieurs de 1¼ point aux rendements des obligations libellées en euro-dollars, ils leur étaient supérieurs de 2¾ points à la fin de l'année, mais cette prime s'est par la suite rétrécie à 1¼ point pendant les premiers mois de 1979.

Malgré le vigoureux mouvement ascendant du niveau absolu des taux d'intérêt et la suppression en août 1978 des réserves obligatoires sur les emprunts contractés auprès de leurs homologues à l'étranger par les banques américaines, la prime dégagée par les dépôts en euro-dollars sur les rendements obtenus aux Etats-Unis pour les échéances correspondantes est restée assez stable autour de ¾ de point pendant les neuf premiers mois de l'année. Sous l'influence des transactions de fin d'année et de la

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



demande d'emprunts liée à l'agitation sur les marchés des changes, elle est montée au-dessus de $\frac{1}{2}$ point à fin septembre. A la suite des mesures prises aux Etats-Unis, le 1er novembre, et de l'institution de réserves obligatoires supplémentaires sur les certificats de dépôt d'un montant élevé émis par les banques américaines, la prime a atteint 1 point vers la mi-novembre mais, avec le redressement du dollar sur les marchés des changes, elle est retombée très légèrement au-dessus de $\frac{1}{2}$ point dans les premiers mois de 1979. Bien que ce chiffre soit encore supérieur à celui qui avait été dégagé au début de 1978, il correspond, en valeur relative, à une forte contraction de la prime enregistrée par les taux des euro-dollars puisque, pour les banques des Etats-Unis, les diverses modifications qui ont été apportées dans ce pays au régime des réserves obligatoires, liées au niveau plus élevé en valeur absolue du loyer du dollar, ont dû fortement renforcer l'attrait des emprunts en euro-dollars par rapport aux capitaux d'origine nationale.

Les taux de l'euro-deutsche mark, qui étaient tombés, en décembre 1977, de 4% à $2\frac{7}{8}\%$ environ à la suite des mesures prises par les autorités allemandes pour limiter les entrées de fonds, sont remontés progressivement aux alentours de $3\frac{1}{2}\%$ vers le milieu de 1978. De même, la décote des taux de l'euro-deutsche mark par rapport à ceux du marché interbancaire allemand, après s'être élargie à près de 1 point vers la fin de 1977, était revenue en avril 1978 au niveau de $\frac{1}{4}$ de point atteint cinq mois auparavant. En raison de la suppression, en juin 1978, des mesures prises précédemment pour restreindre les entrées de fonds, la recrudescence de la pression à la hausse du cours du deutsche mark contre dollar durant le second semestre de l'année n'a abouti qu'à un élargissement limité de cette décote. Au cours des quatre premiers mois de 1979, lorsque le redressement du dollar a permis de resserrer la liquidité interne en Allemagne, les taux de l'euro-deutsche mark sont passés de $3\frac{3}{8}\%$ environ à $5\frac{1}{2}\%$.

La vigueur excessive du franc suisse sur les marchés des changes et les mesures élaborées prises par les autorités helvétiques pour endiguer les entrées de capitaux ont fait tomber les taux de l'euro-franc suisse de 4% au début de juin 1977 à $\frac{1}{8}\%$ seulement dans la seconde moitié de février 1978. Le retour à un certain calme sur les marchés des changes a permis par la suite aux taux de l'euro-franc suisse de se redresser jusqu'à dépasser $1\frac{1}{2}\%$ vers le milieu de l'année. La réapparition de très fortes pressions à la hausse sur le franc et la création massive de liquidités qui en est résultée en Suisse ont toutefois fait descendre les taux de l'euro-franc suisse jusqu'à zéro, voire légèrement en dessous, au cours des trois derniers mois de l'année. Etant donné la très grande aisance des marchés intérieurs suisses, les taux de l'euro-franc suisse se sont maintenus à proximité de ce niveau pendant le premier trimestre de 1979, avant que le sensible raffermissement du dollar sur les marchés des changes ne finisse par déclencher un mouvement ascendant qui a porté le taux des dépôts en euro-francs suisses à $1\frac{1}{2}\%$ vers la fin d'avril.

Les marchés des obligations internationales en 1978

L'évolution des marchés des obligations internationales a surtout été influencée, l'an dernier, par l'agitation sur les marchés des changes, l'escalade des taux d'intérêt du dollar à court terme et par les incertitudes plus générales liées à l'accélération de l'inflation aux Etats-Unis. Si ces influences n'ont pas empêché le volume global des

émissions d'égaler le record de 1977 — l'améliorant même légèrement, de \$0,6 milliard, pour le porter à \$36,7 milliards — leur effet sur les divers secteurs du marché a été très inégal. Comme il fallait un peu s'y attendre, les émissions en dollars ont baissé, passant de \$20 milliards en 1977 à \$13,8 milliards, cependant que la fuite devant le dollar, l'accroissement du montant des remboursements et le degré élevé de la liquidité sur les principaux marchés autres que celui des Etats-Unis ont stimulé la demande d'émissions libellées dans les monnaies candidates à l'appréciation. Aussi, le volume des émissions en monnaies autres que le dollar, notamment les obligations en deutsche marks, en francs suisses et en yens, a été porté de \$16,1 milliards à \$22,9 milliards.

La faiblesse du dollar a particulièrement affecté le marché des euro-obligations, dont la clientèle d'investisseurs réside en majorité en dehors des Etats-Unis et pour lequel la seule grande monnaie de rechange disponible est le deutsche mark. Bien que les émissions en monnaie allemande se soient accrues de \$1,3 milliard, pour atteindre \$6,5 milliards, cette expansion n'a compensé qu'en partie la contraction de \$4,7 milliards des titres émis en dollars, dont le montant s'est élevé à \$7,7 milliards. Les emprunts en d'autres monnaies se sont inégalement comportés et, dans l'ensemble, ils ont enregistré un fléchissement de \$0,2 milliard, qui a ramené leur volume global à \$1,7 milliard. Les émissions en euro-sterling, réintroduites vers la fin de 1977, ont été arrêtées après le mois d'avril, et il n'a pas été émis d'obligations en dollars canadiens en 1978 en raison de la faiblesse de cette monnaie. Les euro-émissions en francs français ont, en revanche, repris en septembre, après une interruption de deux ans. En fin de compte, le volume global des émissions sur le marché des euro-obligations, qui s'était élevé à \$19,5 milliards en 1977, s'est contracté à \$15,9 milliards. En raison de la progression des décaissements au titre des amortissements, la diminution des nouveaux emprunts nets a été encore plus marquée.

La situation a été tout à fait différente dans le cas des émissions étrangères sur les marchés nationaux, où le franc suisse et le yen constituent des solutions de rechange aux placements en dollars EU. Les émissions étrangères aux Etats-Unis, souscrites en partie par des résidents américains pour lesquels l'achat de valeurs en dollars ne comporte pas, en règle générale, de risques de change, n'ont subi qu'une contraction relativement modérée de \$1,5 milliard. Ce mouvement a été plus que compensé par une progression de \$5,7 milliards des émissions étrangères sur les autres marchés nationaux, qui a fait monter le volume total des émissions à \$20,8 milliards, contre \$16,6 milliards l'année précédente. L'activité des émissions étrangères a été particulièrement forte en Suisse et au Japon; dans ces deux pays, la faiblesse relative des investissements, jointe à l'incidence créatrice de liquidités des interventions officielles sur les marchés des changes, y ont engendré une grande aisance sur les marchés financiers, et les obligations ont été très demandées par les non-résidents pour des raisons de taux de change. Dans le cas du Japon, en outre, l'assouplissement des restrictions à l'émission de titres par des non-résidents a incité encore plus les étrangers à emprunter sur ce marché, au point que les émissions étrangères en yens lancées sur le marché japonais sont montées en flèche, passant de \$1,4 milliard en 1977 à \$4,7 milliards en 1978. Les émissions étrangères en Suisse se sont accrues de \$2,1 milliards, malgré l'imposition, au début de mars 1978, d'un plafond de 35% à l'acquisition de ces titres par les non-résidents. Leur volume s'est ainsi établi à \$7,1 milliards l'an dernier, dépassant pour la première fois celui des emprunts étrangers émis aux Etats-Unis. Les émissions

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	1976	5.750	3.830	1.330	1.070	5.110	1.240	3.370	2.960
	1977	9.010	5.740	2.780	1.860	5.080	1.280	2.650	2.910
	1978	5.360	2.440	2.250	1.330	5.950	1.630	2.300	1.710
	1979/I	1.910	800	750	250	1.800	260	1.450	890
Canada	1976	3.010	1.570	40	150	6.090	5.720	370	4.060
	1977	1.950	990	410	60	3.430	2.980	360	1.830
	1978	830	470	360	380	4.020	3.230	370	1.080
	1979/I	430	430	—	30	1.580	840	480	410
Etats-Unis	1976	400	400	—	120	30	—	—	30
	1977	1.300	1.190	10	430	220	—	20	200
	1978	1.320	970	230	200	370	—	220	150
	1979/I	860	700	40	—	160	—	60	—
Autres pays développés ² . .	1976	2.060	1.500	510	300	1.500	710	790	680
	1977	2.080	1.450	590	320	1.450	670	660	510
	1978	2.550	920	1.590	360	2.780	410	1.740	1.930
	1979/I	570	90	470	140	870	—	870	590
Reste du monde ³ .	1976	1.060	450	270	180	900	690	120	210
	1977	2.660	990	1.190	500	1.610	820	400	430
	1978	2.980	1.080	1.290	750	2.070	290	540	880
	1979/I	520	340	110	—	440	60	50	130
Organismes Internationaux. .	1976	3.090	2.250	670	1.890	5.310	2.270	790	1.970
	1977	2.480	1.980	240	890	4.840	1.920	870	1.820
	1978	2.830	1.770	820	1.290	5.610	600	1.890	2.830
	1979/I	270	190	50	50	540	350	30	30
Total des émissions placées	1976	15.370	10.000	2.820	3.710	18.940	10.630	5.440	9.910
	1977	19.480	12.340	5.220	4.060	16.610	7.670	4.960	7.700
	1978	15.870	7.650	6.540	4.310	20.800	6.160	7.060	8.580
	1979/I	4.560	2.550	1.420	470	5.390	1.510	2.940	2.050

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.

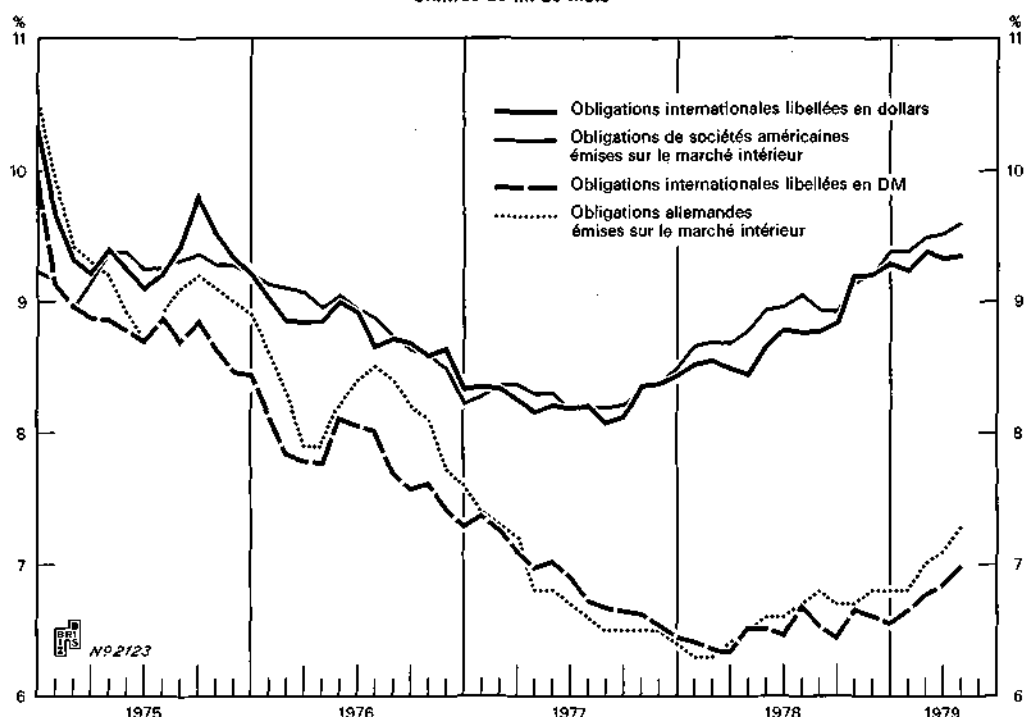
étrangères en Allemagne, qui constituent un véritable complément du marché des obligations en euro-deutsche marks et sont utilisées presque exclusivement par les institutions internationales, ont progressé très légèrement, de \$0,1 milliard, pour atteindre \$1,6 milliard.

L'évolution des marchés des obligations internationales au cours de l'année 1978 a reflété les vicissitudes des marchés des changes et a été caractérisée par des modifications rapides du climat et de l'évolution du marché. Le désenchantement qui s'était manifesté dans les derniers mois de 1977 à propos des obligations libellées en dollars a atteint son paroxysme en février et en mars quand les investisseurs, déçus par la dépréciation persistante du dollar, ont essayé de l'abandonner au profit d'actifs libellés en monnaies fortes. De plus, la demande d'obligations en euro-deutsche marks et en yens a été stimulée par les mesures prises par l'Allemagne et le Japon à la fin de 1977 et au premier trimestre de 1978, pour se protéger contre les entrées de capitaux.

Quand le dollar a commencé à se redresser en avril, les importants écarts de rendement enregistrés en sa faveur ont ranimé l'intérêt pour les émissions en dollars, tandis que les émissions en d'autres monnaies ont brusquement commencé à perdre de leur attrait. Etant donné le volume important des émissions «à faible rendement» projetées, le marché des obligations en euro-deutsche marks a commencé à donner des signes de saturation et, au milieu de mai, le sous-comité allemand du marché des capitaux a décidé de suspendre temporairement les nouvelles émissions des emprunteurs non résidents. En outre, les émissions étrangères en Suisse se sont ressenties des effets des limitations imposées en mars aux achats de ces titres par des non-résidents.

La nouvelle hausse des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis et la réapparition de pressions sur les taux de change au cours de l'été ont mis brutalement fin à la convalescence du marché des obligations en euro-dollars. L'aplatissement de la courbe de rendement et, pour finir, son renversement se sont révélés très néfastes pour les obligations en dollars et, sauf pour les effets à taux variable, qui offraient aux investisseurs une protection contre les relèvements ultérieurs de taux d'intérêt, l'activité des émissions dans le compartiment dollar du marché des euro-obligations s'est presque arrêtée pendant les derniers mois de l'année. Pour l'année 1978 dans son ensemble, ces émissions d'effets à taux variable ont atteint un total de \$2,4 milliards, et elles représentent 31% des émissions en euro-dollars, contre 14% seulement en 1977. La détérioration du marché s'est répercutée sur les rendements des euro-obligations, dont la

Rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks
sur les marchés internationaux et intérieurs *
Chiffres de fin de mois



* Les rendements des obligations américaines émises sur le marché intérieur sont calculés à l'échéance finale et ceux des autres obligations à l'échéance moyenne.

progression était restée inférieure à la hausse de ceux des obligations américaines pendant les neuf premiers mois de l'année, et qui les ont brusquement rattrapés en octobre. A la fin de l'année, ils s'établissaient aux alentours de 9¼%, soit à 1¼ point au-dessus du niveau atteint quinze mois plus tôt.

Le second semestre de 1978 n'a pas non plus été de tout repos pour les compartiments des autres monnaies. A sa réouverture, le marché des obligations en euro-deutsche marks s'est également trouvé à court d'investisseurs. Le revirement de situation qui s'est produit sur le marché des changes vers la fin de l'été a toutefois contribué à ranimer l'intérêt des bailleurs de fonds, et les rendements des titres en euro-deutsche marks se sont repliés au-dessous de ceux des titres à échéance comparable du marché intérieur allemand. Le renforcement de la demande d'emprunts des administrations publiques et le raffermissement des rendements des obligations nationales pendant l'été ont fait tomber l'engouement pour les obligations étrangères en yens, dont les émissions se sont cependant maintenues à un niveau bien supérieur à la moyenne de 1977. En Suisse, le troisième trimestre a été marqué par un retour en force des émissions étrangères mais, par suite de l'inquiétude des emprunteurs au sujet de la fermeté excessive du franc suisse, un nouveau ralentissement s'est produit dans les tout derniers mois de l'année, bien que la part des émissions étrangères en francs suisses que pouvaient acquérir les non-résidents ait été portée à 50%.

En ce qui concerne les emprunteurs, on relève de nouveau, parmi les éléments positifs, l'accès croissant des pays en voie de développement au marché des émissions internationales, où ils se sont procuré \$5 milliards de fonds, contre \$4 milliards en 1977. Les plus gros emprunteurs de ce groupe ont été le Brésil, le Venezuela, le Mexique et l'Algérie. Les émissions des organismes internationaux de développement se sont accrues de \$4,7 milliards à \$5,1 milliards.

Les pays de l'OCDE ont légèrement réduit leur recours au financement par voie d'obligations internationales, en partie par suite de la réduction du déficit de leurs paiements courants et aussi en raison des conditions très favorables de prêt sur les marchés des euro-crédits. Le Canada, qui a dans le même temps intensifié fortement son recours au marché des crédits bancaires internationaux, a continué d'être le principal emprunteur, se procurant au total \$4,9 milliards de ressources, dont les deux tiers sur le marché des Etats-Unis. Ses emprunts ont néanmoins été inférieurs de \$0,5 milliard à ceux de 1977. L'Autriche, la France, la Suède et le Royaume-Uni, qui avaient tous vu la situation de leur balance des paiements s'améliorer l'an dernier, ont également collecté beaucoup moins de fonds qu'en 1977. En revanche, les émissions des emprunteurs japonais, principalement sous la forme de titres en euro-deutsche marks convertibles, se sont accrues de \$0,9 milliard, pour atteindre \$2,8 milliards. Les organismes norvégiens, troisième groupe d'emprunteurs par ordre d'importance, ont recueilli \$2,6 milliards, soit autant qu'en 1977. Aux Etats-Unis, les établissements bancaires et les sociétés se sont procuré \$1,7 milliard de capitaux, soit \$0,2 milliard de plus que l'année précédente.

Pendant le premier trimestre de 1979, en raison du redressement remarquable du dollar et du fait que les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis sont redescendus des sommets précédemment atteints, les investisseurs ont repris goût aux obligations en euro-dollars, dont les nouvelles émissions se sont élevées à \$2,6 milliards, contre une

moyenne trimestrielle de \$1,9 milliard en 1978. Pour des raisons analogues, le relèvement des taux d'intérêt à court terme sur le marché intérieur et les perspectives d'une évolution moins exubérante des taux de change ont eu tendance à calmer l'enthousiasme des investisseurs pour les émissions en euro-deutsche marks et les obligations étrangères en yens. En Suisse, en revanche, le retour au réalisme dans les anticipations en matière de taux de change a contribué à vaincre l'hésitation des emprunteurs, tandis que la levée, en janvier, des restrictions sur les achats d'obligations en francs suisses par les non-résidents a renforcé la demande de ces titres. Aussi le montant des nouvelles émissions s'est-il relevé à \$2,9 milliards, dépassant ainsi de 66% la moyenne trimestrielle de 1978.

VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Ce chapitre passe en revue les principaux événements qui se sont produits sur la scène monétaire internationale au cours des dix-huit derniers mois. La première partie traite de l'évolution des taux de change et examine avec une attention particulière l'important fléchissement du dollar en 1978 ainsi que son redressement ultérieur. La deuxième partie, consacrée au nouveau Système monétaire européen, est suivie d'une brève analyse des implications découlant de l'intention des principaux pays d'assurer à l'avenir une plus grande stabilité des taux de change. La quatrième partie rend compte de l'évolution de la production et du marché de l'or. La cinquième, qui décrit la progression, de nouveau rapide l'an dernier, des réserves globales, engendrée une fois encore dans une large mesure par le déficit des paiements des Etats-Unis et par le manque de confiance dans le dollar, étudie également les préoccupations suscitées par le niveau actuel de la liquidité internationale.

Evolution des taux de change

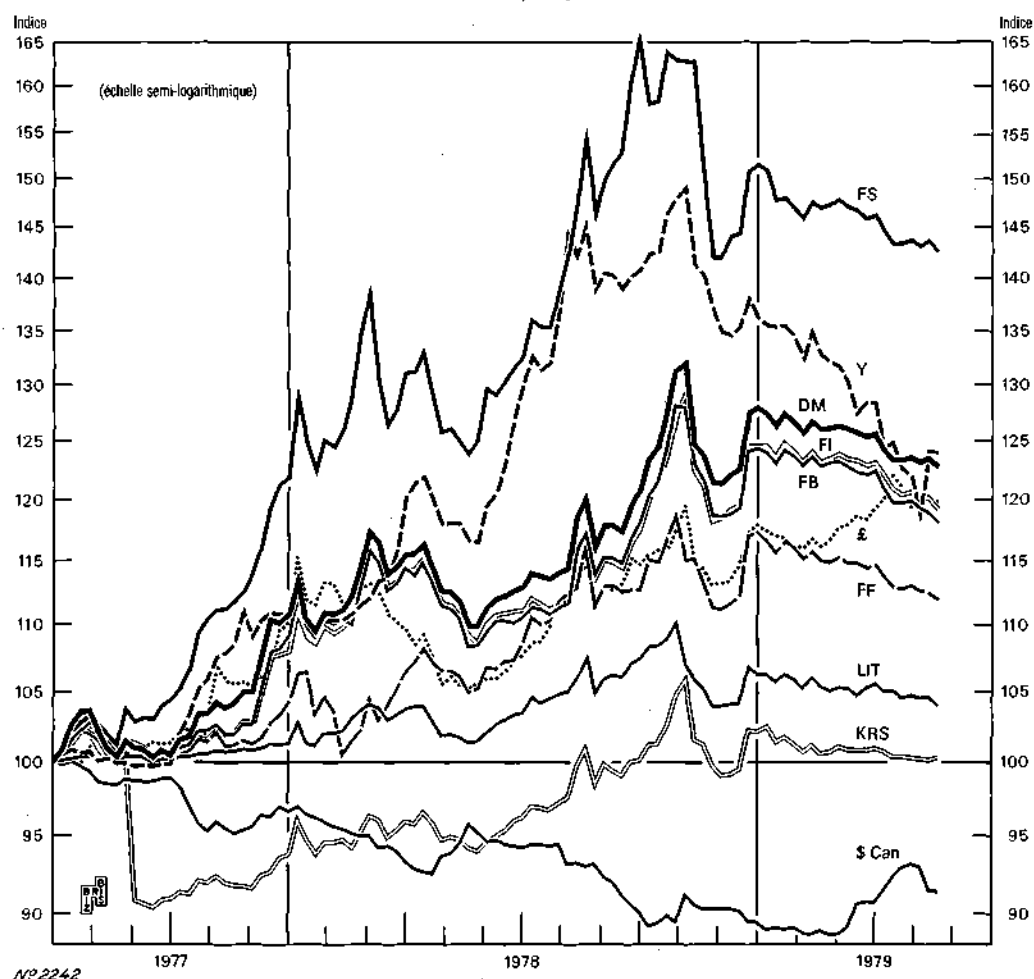
Parmi les événements qui ont caractérisé la période sous revue, on relève les fluctuations accentuées – en fait, les plus amples de l'histoire récente – des taux de change des principales monnaies. Ces mouvements, bien qu'étant liés aux déséquilibres fondamentaux apparus précédemment, ont pris une ampleur dépassant de loin le degré d'ajustement nécessaire des paiements internationaux. En outre, une très grande confusion a régné par moments sur les marchés des changes, à tel point que, en l'absence d'interventions des banques centrales, les opérateurs auraient eu bien du mal à trouver une contrepartie. En termes de fluctuations de taux de change, cette agitation a été principalement marquée par le recul du dollar EU jusqu'en octobre 1978 et l'appréciation du franc suisse, du yen et du deutsche mark – soit en gros une répétition des événements de 1977, mais sur une plus vaste échelle. Toutefois, et contrairement à ce qui s'était passé l'année précédente, toutes les autres grandes monnaies, à l'exception du dollar canadien, se sont sensiblement appréciées par rapport au dollar EU, bien qu'à des degrés divers.

A la suite des décisions, prises en octobre et novembre 1978 par les autorités suisses et américaines, de mettre un terme aux fluctuations exagérées de leur monnaie respective, la situation s'est sensiblement améliorée sur les marchés des changes. Depuis lors, les variations intervenues au cours des mois précédents se sont en grande partie inversées, de même que les mouvements de «capitaux fébriles» qui les avaient provoquées. Sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux, la dépréciation cumulée du dollar EU depuis la fin de 1977, qui était passée par un maximum de 13%, est retombée à 4½%, tandis que l'appréciation du yen et celle du franc suisse sont revenues respectivement de 28 à 7% et de 22½ à 9¼%. Cette évolution, ainsi que l'entrée en vigueur du nouveau Système monétaire européen en mars 1979, ont sensiblement modifié le fonctionnement du système monétaire dans le sens d'un engagement plus profond pris par les principaux pays, en particulier par les Etats-Unis, d'assurer la stabilité des taux de change.

Les causes fondamentales du recul accentué de la valeur externe du *dollar EU* jusqu'à la fin d'octobre 1978 ont été l'inflation rapide aux Etats-Unis et l'important déficit de la balance des opérations courantes de ce pays. Toutefois, c'est la perte de confiance provoquée à la fois par cette évolution et par l'absence d'interventions adéquates des autorités américaines sur le marché des changes qui a été l'élément essentiel de l'aggravation soudaine, l'an dernier, de la crise sévère du dollar. De même, ce sont des facteurs de confiance, reposant sur le changement d'attitude des autorités des Etats-Unis envers le taux de change et la modification de la politique suivie à cet égard qui, depuis novembre 1978, ont entraîné une amélioration sensible du dollar.

L'accès de faiblesse du dollar EU, qui avait commencé au dernier trimestre de 1977, a été temporairement stoppé au début de janvier 1978, à la suite de l'annonce de l'ouverture, par la Deutsche Bundesbank, d'une facilité spéciale de swap en faveur du Trésor américain et du relèvement d'un demi-point du taux d'escompte officiel aux Etats-Unis. En février, cependant, le dollar fut soumis à de nouvelles pressions et,

Taux de change nominaux:
Indice des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU
Chiffres du mercredi, fin juin 1977 = 100



début mars, son recul par rapport au franc suisse et au deutsche mark se trouvait porté, depuis fin septembre 1977, à $24\frac{3}{4}$ et $14\frac{1}{2}\%$ respectivement, en dépit d'interventions massives de la part des autorités allemandes, suisses et américaines. A ce moment, la pression subie par le dollar sur les marchés européens s'est atténuée, à la suite de quoi les autorités américaines et allemandes annoncèrent, le 13 mars, le doublement à \$4 milliards de la facilité ordinaire de swap conclue entre le Système de Réserve fédérale et la Deutsche Bundesbank ainsi que les arrangements prévoyant la cession par les Etats-Unis de 600 millions de DTS à l'Allemagne. En même temps, les autorités américaines se sont déclarées prêtes, en cas de besoin, à se procurer des devises aux fins d'interventions en effectuant des tirages sur leur position créditrice auprès du FMI. Sur le marché de Tokyo, les tensions se sont cependant de nouveau accentuées en mars, malgré les interventions de très grande envergure de la Banque du Japon, dont les réserves se sont ainsi accrues, au premier trimestre, de \$6,4 milliards. Début avril, le dollar était tombé à Y 218, et son fléchissement atteignait alors $18\frac{1}{4}\%$ par rapport au yen depuis fin septembre 1977 et $8\frac{1}{2}\%$ sur la base pondérée en fonction des échanges commerciaux.

Un redressement temporaire du dollar est ensuite intervenu entre le début d'avril et la fin de mai. Durant cette période, le taux de change effectif de la monnaie américaine s'est amélioré de $2\frac{1}{4}\%$, et son cours par rapport au franc suisse, au deutsche mark et au yen de $11\frac{1}{2}$, 7 et 5% respectivement à partir des niveaux les plus bas atteints précédemment dans l'année.

Vers la fin de mai débuta le recul le plus accentué et le plus vaste du dollar depuis l'introduction des taux de change flottants en mars 1973. Le fléchissement prit naissance à Tokyo, s'étendit en juin à l'Europe et ne tarda pas à englober non seulement les monnaies traditionnellement fortes, mais également le franc français, la livre sterling et même la lire italienne. Fin juin, le dollar était tombé en deçà de son précédent niveau record de dépréciation pondérée et, mis à part une brève période de répit à la fin d'août, le mouvement de baisse s'est poursuivi tout l'été et tout l'automne. Il s'agissait essentiellement d'une crise de confiance. Le déficit du compte courant des Etats-Unis, bien que toujours considérable, avait fortement fléchi par rapport à son niveau le plus élevé de fin 1977-début 1978, et la politique monétaire américaine, sans être fortement restrictive, faisait l'objet d'un resserrement progressif. Ce qui manquait, c'était un signe de la volonté des autorités américaines d'endiguer le glissement du dollar par la voie la plus directe, à savoir l'intervention illimitée sur le marché des changes. Dans ce contexte, ni le vote du projet de loi sur les économies d'énergie à la mi-octobre, ni l'annonce d'un train de mesures anti-inflationnistes n'eurent un effet quelconque. A la fin d'octobre, le dollar avait fléchi, depuis fin mai, d'environ 23, $25\frac{1}{4}$, $18\frac{1}{2}$, $14\frac{1}{4}$, $13\frac{1}{2}$, et $9\frac{1}{2}\%$ respectivement par rapport au yen, au franc suisse, au deutsche mark, au franc français, à la livre sterling et à la lire italienne. La dépréciation pondérée atteignait 13% et, par rapport à septembre 1977, elle dépassait 18%.

Pour le marché des changes, l'élément clé des mesures annoncées par les autorités américaines, le 1er novembre, fut la mobilisation massive de ressources aux fins d'interventions sur le marché. Ces dernières comprenaient un tirage de \$3 milliards sur le FMI; des cessions de DTS pour un total de \$2 milliards; un renforcement des facilités de swap du Système de Réserve fédérale auprès de la Deutsche Bundesbank, de la Banque du Japon et de la Banque Nationale Suisse, dont le montant total était porté de

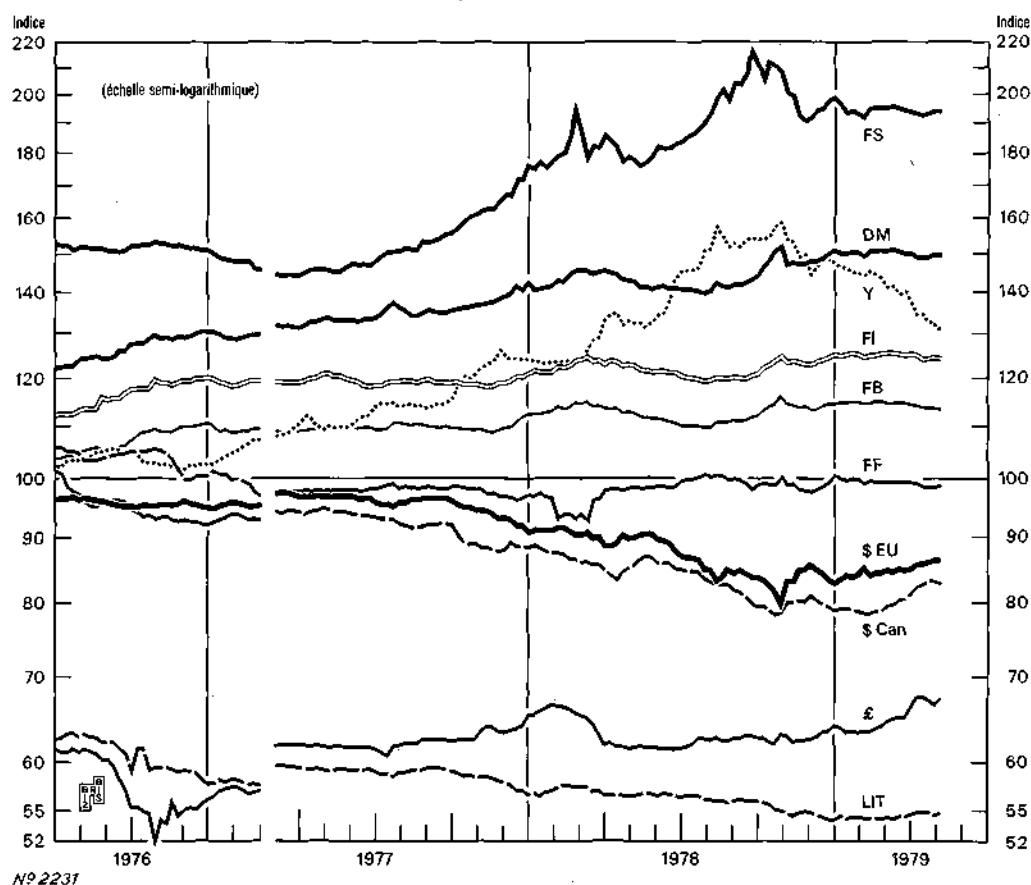
\$7,4 milliards à \$15 milliards; enfin, l'intention d'émettre jusqu'à la contre-valeur de \$10 milliards de bons du Trésor libellés en devises étrangères. La décision de relever d'un point entier le taux d'escompte de la Réserve fédérale, pour des raisons purement externes, a souligné encore davantage l'engagement croissant des autorités à l'égard de la stabilité du taux de change.

La réaction initiale du marché fut, comme prévu, fort vive. Le jour où les mesures furent annoncées, le dollar regagna entre 3½ et 6½% par rapport à la plupart des grandes monnaies. Par la suite, cependant, les marchés continuèrent pendant quelque temps à faire preuve de nervosité et l'on assista parfois à des poussées de ventes de dollars, notamment en réaction aux événements d'Iran et à la décision de l'OPEP de relever les prix du pétrole. En conséquence, les autorités américaines, donnant suite à leur annonce du 1er novembre, intervinrent massivement sur le marché des changes, en coordination avec les banques centrales d'Allemagne, du Japon et de Suisse. Au cours des deux derniers mois de l'année, le total des cessions de devises étrangères effectuées sur le marché par les autorités américaines s'est élevé à la contre-valeur de \$6,7 milliards; simultanément, les réserves monétaires de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse se sont gonflées respectivement d'environ \$3,5 milliards, \$2,4 milliards et \$4,4 milliards, en grande partie à la suite des interventions de leur banque centrale sur le marché.

En janvier 1979, le dollar avait atteint le seuil à partir duquel il commençait à se raffermir de lui-même, en dépit d'une nouvelle accélération du rythme de l'inflation aux Etats-Unis. La confiance ayant été rétablie, les écarts de taux d'intérêt ont commencé à jouer un rôle prépondérant sur les marchés des changes. Le reflux de capitaux vers le dollar s'est accéléré en mars et avril, et les banques centrales japonaise, allemande et suisse sont intervenues dans de vastes proportions pour empêcher une baisse trop rapide du cours de leur monnaie. Fin avril, les autorités américaines avaient pratiquement remboursé la totalité de leurs tirages antérieurs sur les facilités de swap. A la mi-mai, le cours pondéré du dollar se tenait à 10% au-dessus de son niveau le plus bas de 1978, tandis que son taux de change par rapport au deutsche mark, au franc suisse et au yen s'était apprécié de 11½, 19½ et 23½% respectivement.

Parmi les monnaies qui se sont appréciées durant la plus grande partie de l'année 1978, c'est le *franc suisse* qui a enregistré la plus forte progression. Il en est résulté, en octobre 1978, un revirement marqué de la politique de change, comportant des interventions officielles ainsi que d'autres mesures destinées à limiter l'appréciation du franc. La hausse de la monnaie helvétique en 1978 a commencé en février, pendant le premier accès de faiblesse du dollar; au cours de ce mois, l'appréciation a atteint 11½% par rapport au dollar, qui est tombé à FS 1,77, et 6¾% par rapport au deutsche mark. Les autorités suisses ont alors renforcé leur dispositif de contrôle direct des entrées de capitaux. L'intérêt négatif de 10% par trimestre appliqué aux dépôts en francs suisses de non-résidents a été étendu aux comptes des banques centrales et le montant minimum des avoirs assujettis à ce prélèvement a été réduit de 20%; l'acquisition par des non-résidents de valeurs mobilières libellées en francs suisses a été frappée d'une interdiction quasi générale; l'importation de billets de banque étrangers a été de nouveau limitée. En outre, le taux d'escompte officiel a été ramené à 1%. Dès lors, de fin février à la mi-mai, le franc a fléchi d'environ 11% par rapport au dollar et de 5½% par rapport au deutsche mark.

**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.

Pendant les perturbations qui ont affecté le marché des changes à partir de fin mai, le franc s'est de nouveau apprécié, non seulement en termes de dollars, mais également vis-à-vis des autres monnaies européennes. Tout d'abord, sa progression est restée inférieure à celle du yen mais, en juillet, elle s'est accélérée jusqu'à dépasser celle de cette dernière devise. Paradoxalement, la forte demande de francs a été provoquée, entre autres, par la rapidité du rythme d'expansion monétaire en Suisse – plus du triple de l'objectif officiel de 5% fixé pour l'année – ce qui a fait naître certains doutes sur la volonté des pouvoirs publics helvétiques de continuer à intervenir massivement sur le marché des changes. En réalité, les autorités monétaires ont absorbé quelque \$2,3 milliards au cours du dernier trimestre de 1978 mais, fin septembre, le cours du dollar se tenait néanmoins à FS 1,459 et celui du deutsche mark à FS 0,757. A ce moment-là, la hausse du franc en l'espace d'une seule année était de 62 et 34½% respectivement par rapport à ces deux devises et la progression du cours pondéré atteignait même 38½%.

Puis, le 1er octobre, la Banque Nationale Suisse fit connaître son intention de maintenir le cours du deutsche mark par rapport au franc suisse nettement au-dessus

du niveau de FS 0,80. Simultanément, les contrôles sur les importations de capitaux furent légèrement assouplis. Pendant les trois premiers jours ouvrables d'octobre, la Banque Nationale céda sur le marché la contre-valeur en francs suisses d'environ \$2 milliards, ce qui fit remonter le cours du dollar à environ FS 1,60 et celui du deutsche mark à FS 0,82. Plus tard dans le mois, le franc se remit à monter fortement par rapport au dollar, cotant moins de FS 1,50, mais il continua de céder du terrain par rapport à la plupart des monnaies européennes et au yen, de telle sorte qu'à la fin d'octobre son taux de change effectif avait fléchi de près de 4% en deçà de son niveau record de septembre.

Durant la première semaine de novembre, le franc perdit environ 9½% contre dollar. Par la suite, les vagues occasionnelles d'achats de francs furent enrayées par l'intervention énergique des autorités suisses et américaines. En fin d'année, le cours du dollar se situait à FS 1,62 et celui du deutsche mark à FS 0,889. La résolution de la Banque Nationale Suisse d'accorder, dans l'application de sa politique monétaire, la priorité à la stabilité du taux de change a été une fois de plus démontrée en janvier 1979, lorsqu'il fut décidé de ne pas fixer d'objectif monétaire pour l'année. Dès que l'attitude fondamentale du marché eut changé, l'écart de 10 points entre les taux d'intérêt des placements en dollars et en francs suisses commença à entraîner des sorties croissantes de capitaux. En mars et au début d'avril, la Banque Nationale céda \$3,4 milliards au marché et, au milieu de mai, le franc cotait FS 1,74¼ par rapport au dollar, soit 16¼% au-dessous de son niveau le plus élevé, atteint en septembre 1978. Par rapport au deutsche mark, le cours au comptant s'établissait à FS 0,905, soit à 16½% au-dessous du cours record de 1978. Sur la base pondérée, le fléchissement atteignait 10¾%, de telle sorte que le cours du franc n'était pas sensiblement plus élevé qu'en mai 1978 si l'on tient compte du faible taux d'inflation en Suisse.

Dans le cas du *yen japonais*, le revirement de tendance dans l'évolution du taux de change depuis la fin de 1978 est encore plus prononcé. Après s'être apprécié de 20% sur la base pondérée en 1977, le yen a encore monté de 8¾% pendant les trois premiers mois et demi de 1978, en dépit des interventions sur le marché des autorités japonaises en mars, pour un montant de \$5 milliards, et des mesures prises en vue de contenir les entrées de capitaux. Après une réaction temporaire, le yen fut le premier touché par la faiblesse généralisée du dollar qui commença à se développer fin mai et, durant la plus grande partie de juin et de juillet, il progressa plus qu'aucune autre monnaie. Fin octobre, le cours du dollar à Tokyo était tombé à Y176,05, soit moins de la moitié de son niveau résultant des accords de Bretton Woods. Depuis la fin de mai, le yen s'était apprécié de quelque 30% par rapport au dollar et de 20% sur la base pondérée.

En novembre, conformément à la nouvelle politique qu'elles s'étaient fixée, les autorités américaines commencèrent pour la première fois à intervenir sur le marché du yen pour leur propre compte, en coordination avec la Banque du Japon, qui procéda à d'importants achats de dollars – ces derniers se traduisant par un gonflement de \$2,4 milliards des réserves officielles de change du Japon en novembre et décembre. A la fin de l'année, le yen avait perdu près de 10% par rapport à son précédent record vis-à-vis du dollar, tandis que son taux de change effectif avait fléchi de 7%. En janvier 1979, comme dans le cas du franc suisse, le mouvement antérieur d'entrées de capitaux a commencé à se renverser. En février, il fut décidé de supprimer le coefficient de 100% de réserves obligatoires sur les nouveaux dépôts en yens librement convertibles des non-résidents, ainsi que les restrictions imposées à ces derniers sur l'achat de valeurs

mobilières japonaises. Étant donné le déficit considérable de la balance des paiements de base et le dénouement croissant d'opérations spéculatives de placement au Japon, les importantes cessions de dollars par la Banque du Japon, dont les réserves fléchirent d'environ \$7 milliards en mars et avril, ne purent empêcher le cours du dollar d'atteindre près de Y 225 au début de mai. A ce moment, le cours du yen était inférieur d'environ 21½% à son niveau record de fin octobre par rapport au dollar, et il accusait un recul beaucoup plus accentué que la plupart des monnaies européennes. Sur la base pondérée, le fléchissement depuis octobre ressortait à environ 17¾%. A la mi-mai, toutefois, le cours était remonté à Y 217 pour un dollar.

Parmi les devises traditionnellement fortes, le *deutsche mark* a, durant la période sous revue, enregistré des fluctuations nettement moindres, tant à l'égard du dollar que sur la base pondérée, que celles du franc suisse et du yen. Jusqu'au début de mars 1978, le *deutsche mark* a progressé de 5¾% pour atteindre un maximum de DM 1,99 contre dollar, et de 2¼% sur la base pondérée. Vers la fin de mai, toutefois, il était retombé légèrement en deçà de ses niveaux de fin 1977. C'est alors que les autorités allemandes supprimèrent, avec effet au 1er juin, le coefficient de 80% des réserves assises sur l'accroissement des dépôts bancaires des non-résidents, qui était appliqué depuis le 1er janvier 1978.

Par la suite, lors du nouvel accès de fièvre sur le marché des changes, la hausse du *deutsche mark* est demeurée beaucoup plus limitée que celles du yen et du franc suisse pendant tout le mois de juin. En juillet, l'annonce, au sommet de Brême, du projet de création d'une zone de stabilité monétaire couvrant l'ensemble de la Communauté européenne a eu tendance à diriger vers le franc français, la livre sterling et la lire italienne — les trois principales monnaies de la Communauté en dehors du «serpent» — une partie des capitaux qui se détournaient du dollar, de telle manière que le *deutsche mark* a également perdu du terrain par rapport à ces monnaies. En conséquence, s'il se situait, à la mi-août, à 10½% au-dessus de son niveau de fin mai par rapport au dollar, il accusait une baisse de 12½, 11¾ et 1% respectivement par rapport au franc suisse, au yen et au franc français. Sur la base pondérée, il progressait de ¾% seulement.

Immédiatement après les mesures annoncées le 1er novembre 1978, le cours du dollar s'est amélioré, passant de DM 1,72¾ à DM 1,90. Par la suite, dès que la demande de *deutsche marks* s'est accrue, les autorités allemandes et américaines sont intervenues massivement; en novembre et décembre 1978, les ventes officielles de *deutsche marks* par les autorités américaines se sont élevées à la contre-valeur de \$5,7 milliards. Bien que le dollar se soit quelque peu replié, à environ DM 1,83, à la fin de 1978, les entrées de capitaux en Allemagne fédérale commencèrent, en janvier, à se renverser progressivement et, à la mi-mai, le dollar s'était raffermi à environ DM 1,92¼. Le cours pondéré du *deutsche mark* se tenait à quelque 2½% en deçà de son maximum de fin octobre 1978.

Au cours de la période sous revue, le taux de change pondéré du *franc français* a fluctué à l'intérieur d'une marge de 9%, avec parfois de brusques écarts de cours qui traduisaient les vicissitudes du dollar ou des événements politiques et économiques d'ordre interne. Le premier de ces mouvements s'est produit pendant la première semaine de février 1978, lorsque le cours du franc fléchit de plus de 4% par rapport au

dollar et au deutsche mark, et de $3\frac{1}{2}\%$ sur la base pondérée, par réaction anticipée aux élections législatives de mars. Grâce à une intervention officielle de grande ampleur, tant en deutsche marks qu'en dollars, ainsi qu'à un resserrement des conditions d'accès au crédit, le franc fut alors stabilisé. Après la victoire de la majorité aux élections législatives, le franc se redressa fortement et, à la mi-avril, il se situait à un niveau supérieur à celui de fin 1977, tant par rapport au dollar que sur la base pondérée, avec des gains de $3\frac{1}{2}\%$ et 1% respectivement.

Lorsque, vers le milieu de l'année, le dollar a été de nouveau offert sur les places européennes, la hausse du franc en termes de dollar est restée inférieure à celles du yen et du franc suisse, et son taux de change effectif est demeuré pratiquement inchangé pendant la plus grande partie du mois de juin. Toutefois, vers la fin de ce mois, l'appui donné par la France à la proposition de création du Système monétaire européen a provoqué une forte demande de francs, dont le cours a commencé à monter non seulement par rapport au dollar, mais aussi, dans une certaine mesure, vis-à-vis du deutsche mark. Entre les derniers jours de mai et la mi-août, la hausse a atteint respectivement $10\frac{3}{4}\%$ et 1% par rapport à ces deux devises. A partir de septembre, cependant, la progression du franc par rapport au dollar a été de nouveau moindre que celle du deutsche mark, de sorte que, fin octobre, l'amélioration du taux de change effectif par rapport aux derniers jours de mai ne dépassait pas $2\frac{1}{2}\%$.

Les mesures prises en novembre par les autorités américaines provoquèrent un affaiblissement du franc qui, en deux séances, est passé de FF 4,02 à quelque FF 4,30 par rapport au dollar. Depuis janvier 1979, le taux de change effectif du franc est resté très stable. A la mi-mai, le dollar était coté environ FF 4,44 et le taux de change pondéré se tenait à quelque 3% en deçà de son maximum d'octobre 1978.

Après une hausse de $6\frac{3}{4}\%$ en 1977 de son taux pondéré, la *livre sterling* a encore gagné dans l'ensemble $2\frac{1}{2}\%$ jusqu'à la mi-mai 1979. Début 1978, elle fut soumise à des pressions à la baisse; en effet, en mars 1978, lorsque le dollar se redressait sur les places européennes, le taux de change pondéré de la livre sterling fléchit de $5\frac{1}{4}\%$. Par la suite, il s'est stabilisé autour de ce niveau, grâce notamment à l'association d'interventions énergiques et d'un relèvement des taux du marché monétaire. La perte autonome de réserves monétaires a été d'environ \$ 2,9 milliards au deuxième trimestre.

Lorsque le dollar fut soumis à des pressions au début de l'été, la livre sterling progressa lentement mais régulièrement par rapport à cette monnaie, passant de \$ 1,81 environ vers la fin de mai à près de \$ 2,10 dans les derniers jours d'octobre, soit une hausse de 16% . Néanmoins, comme l'appréciation de la livre était sensiblement moindre que celles du deutsche mark, du franc suisse et du yen, l'amélioration du taux de change effectif est restée inférieure à 3% . De même, la livre a réagi au train de mesures américaines du 1^{er} novembre d'une façon beaucoup moins prononcée que les monnaies des pays excédentaires. Par rapport au dollar, elle est retombée à quelque \$ 1,93 début décembre, soit $7\frac{3}{4}\%$ au-dessous de son maximum d'octobre, mais le recul du taux de change effectif n'a jamais dépassé $1\frac{1}{2}\%$.

Vers la fin de 1978, la situation en Iran et la hausse des prix du pétrole qui en est résultée entraînèrent une demande de livres sterling, le Royaume-Uni étant considéré, parmi les principaux pays industrialisés, comme le moins vulnérable à cette évolution. A la mi-avril 1979, le taux de change effectif atteignait un niveau supérieur de

5½% à celui du début de l'année tandis que, sur le marché du dollar, la livre cotait \$2,10. Elle a ensuite perdu un point sur la base pondérée pour se situer, à la mi-mai, à environ \$2,05.

La *lire italienne*, dont la dépréciation pondérée s'établit à 3½% environ, s'est classée, au cours de la période sous revue, parmi les plus stables des principales monnaies. Les causes fondamentales de cette stabilité ont été les résultats très favorables de la balance des paiements courants de l'Italie et la réduction du rythme de hausse des prix. La Banque d'Italie a été amenée à absorber de temps à autre des entrées massives de capitaux ce qui, associé à l'excédent des transactions courantes, a permis à l'Italie d'améliorer de \$7 milliards, en 1978, sa position monétaire officielle nette. Ainsi, pendant l'été de 1978, la hausse de la lire par rapport au dollar a été bien plus faible que celle des autres grandes monnaies. Des derniers jours de mai à la fin d'octobre, elle a progressé de 10¾% par rapport au dollar, mais son taux pondéré a fléchi d'environ 3%.

Depuis novembre 1978, le taux de change effectif est relativement stable et fluctue à l'intérieur d'une marge de 1¼%. Toutefois, le cours du dollar, qui était tombé de LIT 873 à LIT 788 entre mai et octobre, a oscillé entre LIT 827 et LIT 853 durant les deux derniers mois de 1978. A la suite de l'entrée en vigueur du Système monétaire européen le 13 mars 1979, la lire a commencé à attirer les capitaux en raison des taux d'intérêt élevés pratiqués en Italie; depuis lors, elle reste presque constamment la monnaie la plus solide du système.

Seul parmi les monnaies des pays du Groupe des Dix, le *dollar canadien* s'est fortement déprécié au cours de la plus grande partie de la période sous revue, tant par rapport au dollar EU que sur la base pondérée, du fait du déficit considérable de la balance des opérations courantes, d'un taux élevé d'inflation et d'écarts de taux d'intérêt moins favorables vis-à-vis du marché américain. En conséquence, la stratégie économique a été révisée dans deux directions afin de rétablir la stabilité du taux de change: les autorités sont intervenues massivement sur le marché des changes, de telle sorte que, malgré des emprunts officiels en devises d'un montant total de \$EU 5,1 milliards, les réserves ont légèrement diminué en 1978 et la politique monétaire a été orientée de façon croissante vers le maintien d'écarts adéquats de taux d'intérêt avec les Etats-Unis.

Après avoir fléchi de 10% sur la base pondérée en 1977, le dollar canadien a de nouveau perdu 6% au cours des trois premiers mois et demi de 1978. A ce moment, en termes de dollar EU, il cotait \$EU 0,87, marquant ainsi une baisse de 5% par rapport à son niveau de fin 1977. A la suite de deux relèvements d'un demi-point du taux d'escompte officiel, le taux de change s'est redressé à la mi-mai à \$EU 0,90¼, et son cours pondéré s'est amélioré de 4½%. Toutefois, il recommença bientôt à céder du terrain, et son recul se poursuivit tout l'été. En dépit d'une perte autonome de réserves de \$EU 2,2 milliards au troisième trimestre, le dollar canadien était tombé, début octobre, au-dessous de \$EU 0,84, ce qui représentait son cours le plus bas depuis plus de quarante ans par rapport à la devise américaine, et son cours pondéré avait encore perdu 10%. A ce moment, la baisse cumulée du taux de change depuis la fin de 1976 s'établissait à 20½% sur la base pondérée et à 15¼% par rapport au dollar EU. En octobre, le taux d'escompte officiel fut porté à 10¼% et le dollar se stabilisa à partir du milieu du mois, permettant une modeste reconstitution des réserves officielles.

A la suite des mesures prises en novembre 1978 aux Etats-Unis, le taux d'escompte canadien subit deux nouveaux relèvements qui le portèrent à 11¼% au début de janvier 1979 et, de surcroît, les autorités renouvelèrent leur soutien au dollar sur le marché. Ces mesures permirent de maintenir le taux de change assez stable tant sur la base pondérée que par rapport au dollar EU. A fin février 1979, le taux de change effectif du dollar dépassait de ¾% environ son niveau de la mi-octobre 1978, bien que son cours vis-à-vis du dollar EU ait encore baissé pour se situer au-dessous de \$ EU 0,84, ce qui traduisait le redressement de la monnaie américaine. Par la suite, un regain de confiance s'est manifesté dans le dollar canadien, les capitaux ont commencé d'affluer et le taux de change pondéré a encore gagné 4½% à la mi-mai, tandis que son cours par rapport à la devise des Etats-Unis s'établissait à environ \$ EU 0,86½.

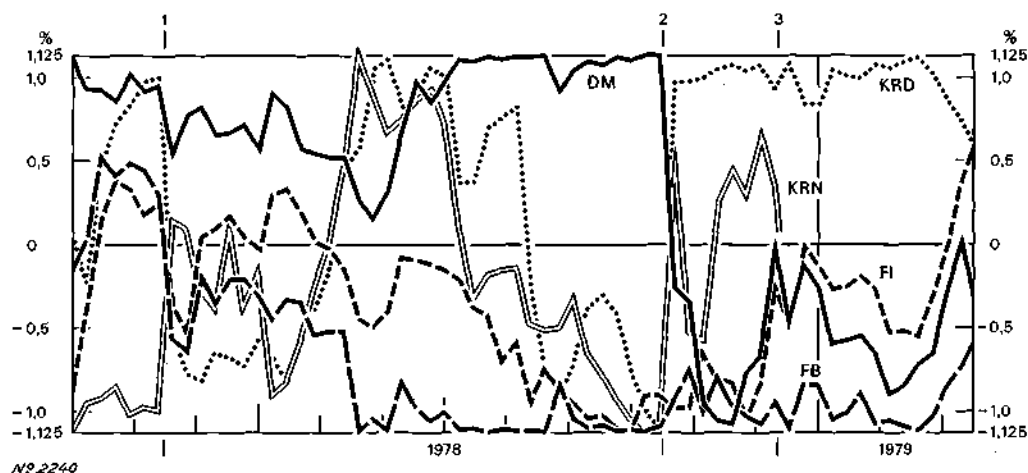
Depuis son retrait du bloc européen de flottement concerté à la fin d'août 1977, la *couronne suédoise* a été la plus stable des grandes monnaies en ce qui concerne le taux de change effectif. En 1978 et au cours des quatre premiers mois de 1979, ce dernier est demeuré à l'intérieur d'une marge de 3½%, bien que le cours du dollar ait fluctué entre KRS 4,72½ et KRS 4,08¼, traduisant les vicissitudes de la monnaie américaine. La stabilité de la couronne a été due en grande partie à l'apparition d'un excédent de la balance commerciale de la Suède ainsi qu'à une forte réduction du taux d'inflation interne. En réalité, la couronne est largement restée à l'écart des mouvements de capitaux spéculatifs de l'an passé. La Banque de Suède a abaissé son taux d'escompte de 1½% en trois étapes, le ramenant à 6½% à la fin de juillet 1978, et elle a renforcé ses réserves de \$ 0,7 milliard en chiffres nets. A la mi-mai 1979, le taux d'appréciation de la couronne atteignait 2½% depuis la fin de 1977 sur la base pondérée, et 6¼% par rapport au dollar EU.

A l'intérieur du *bloc européen de flottement concerté*, trois réalignements de taux de change de monnaies participantes se sont produits au cours de la période sous revue, et notamment le retrait de la Norvège de cet arrangement, avant l'entrée en vigueur, le 13 mars 1979, du nouveau Système monétaire européen. Si les réalignements à l'intérieur du «serpent» reflètent essentiellement, comme en 1977, les résultats divergents obtenus par les divers pays membres sur le plan économique, ils ont aussi été liés au recul du dollar EU, qui a affecté à des degrés divers les monnaies des pays participants.

Le premier réajustement qui a marqué la période sous revue a eu lieu en février 1978, lorsque la couronne norvégienne n'a pas suivi les autres monnaies du «serpent» dans leur progression par rapport au dollar. Dans l'intervalle, également, la position concurrentielle de la Norvège à l'égard de la Suède s'était fortement détériorée depuis le retrait du «serpent», en août 1977, de la monnaie de ce dernier pays. La Banque de Norvège a procédé à des interventions d'une faible ampleur à l'intérieur de la marge de 2¼%, mais, le 13 février, avant que les limites de fluctuation ne fussent atteintes, la couronne fut dévaluée de 8% par rapport à toutes les autres monnaies participantes.

A partir de juillet 1978, la crise du dollar provoqua une recrudescence des tensions au sein du bloc de flottement concerté. On assista à des conversions en deutsche marks, non seulement de dollars, mais aussi d'autres monnaies du «serpent», dans l'espoir d'un nouveau réajustement des monnaies des pays participants avant l'entrée en vigueur du Système monétaire européen. Toutes les banques centrales participantes durent vendre des deutsche marks aux marchés et, de la fin de juin à la mi-octobre, les réserves de l'Allemagne se sont de ce fait gonflées de plus de \$ 5 milliards. Le

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 13 février 1978. ² Ajustements des taux centraux le 16 octobre 1978. ³ La couronne norvégienne s'est retirée du «serpent» le 12 décembre 1978.

16 octobre, le deutsche mark fut réévalué de 2% par rapport au franc belge et au florin et de 4% à l'égard des couronnes danoise et norvégienne.

Le dernier réalignement est intervenu lorsque, à la suite de la décision de la Suède de ne pas adhérer au Système monétaire européen, les autorités norvégiennes firent savoir qu'elles n'étaient pas en mesure de prendre une décision au sujet de la participation de leur pays. Avec effet au 12 décembre, la couronne norvégienne fut retirée du «serpent» et rattachée à un panier composé des monnaies des principaux partenaires commerciaux de la Norvège.

Le 13 mars 1979, le «serpent» fut intégré dans le nouveau Système monétaire européen.

Le Système monétaire européen

Le 5 décembre 1978, le Conseil européen a pris officiellement la décision d'instituer un Système monétaire européen (SME). Son objectif principal est d'établir une coopération monétaire plus étroite aboutissant à une zone de stabilité monétaire en Europe. Le SME est entré en vigueur le 13 mars 1979 et remplace les arrangements relatifs au bloc européen de flottement concerté («serpent») instauré en 1972. L'impulsion politique décisive en faveur d'une nouvelle tentative de stabilisation des taux de change intra-communautaires a émané d'une initiative franco-allemande, approuvée par le Conseil européen lors de sa réunion de Copenhague en avril 1978; la concrétisation de cette initiative fut accélérée par la faiblesse croissante du dollar et par l'influence déséquilibrante exercée de ce fait sur les taux de change réciproques des monnaies de la CEE.

Le cadre du nouveau système a été défini dans une annexe au communiqué du Conseil publié le 7 juillet 1978 à l'issue de la réunion de Brême. Ce document envisageait la création d'un système durable et efficace de taux de change englobant toutes

les monnaies de la CEE. L'unité monétaire européenne (ECU), dont la composition en monnaies de la CEE est identique à celle de l'unité de compte européenne (UCE), est appelée à constituer l'élément central du système, comme unité de référence pour les cours-pivots et comme dénominateur commun pour les créances et engagements issus d'interventions officielles en monnaies des pays de la CEE. En outre, des avoirs en Ecus doivent être créés contre remise de dollars et d'or provenant des réserves monétaires des pays participants et, ultérieurement, contre monnaies nationales également. Les avoirs en Ecus doivent être utilisés comme instrument de règlement entre les banques centrales de la CEE. Un Fonds monétaire européen (FME) doit former l'organe central du système et succéder au Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) à l'issue d'une période transitoire de deux ans.

Deux thèmes ont dominé les négociations qui ont suivi; l'un et l'autre se rapportent au degré de «discipline» à conférer au système et à la part qui incomberait à cet égard aux pays déficitaires et aux pays excédentaires. Le premier concerne le choix du mécanisme d'intervention sur les marchés des changes. Selon un point de vue, les limites d'intervention appliquées de part et d'autre des cours-pivots en Ecus permettraient une répartition plus équitable des obligations d'intervention entre les monnaies fortes et les monnaies faibles; en revanche, les pays à monnaie traditionnellement forte redoutaient qu'un tel système ne leur fasse supporter des charges par trop lourdes et ils préféreraient donc un système, analogue à celui qui était utilisé dans le «serpent», de limites d'intervention fixées par rapport aux cours-pivots bilatéraux des monnaies. Le second thème portait sur l'importance des facilités de crédit supplémentaires de la CEE liées au système et sur leur répartition entre le crédit conditionnel à moyen terme, préféré par les pays à monnaie forte, et le crédit inconditionnel à court terme, qui recueillait l'adhésion des autres. Les accords réalisés sur ces questions constituent, tout compte fait, un compromis entre les deux écoles de pensée: la méthode «serpent» fut adoptée pour définir les obligations d'intervention, cependant que les écarts par rapport aux cours-pivots en Ecus des monnaies étaient pris comme indicateur de «divergence», et assortis d'une présomption d'action de la part des autorités concernées; en ce qui concerne la question des financements, le renforcement a porté essentiellement sur les facilités inconditionnelles, dont la durée maximum a été prolongée.

Principales caractéristiques du système pendant la période transitoire

Les principales caractéristiques du système, tel qu'il fonctionne actuellement pendant la période transitoire précédant la création du Fonds monétaire européen projeté, sont esquissées ci-après sous trois rubriques: le mécanisme de change; les facilités de crédit et la création d'Ecus; le financement et le règlement des positions créditrices ou débitrices résultant d'interventions officielles dans les monnaies des pays participants.

a) Le mécanisme de change

Le mécanisme de change définit pour les monnaies participantes leurs cours-pivots, leurs limites d'intervention ainsi que les procédures à suivre pour les interventions. Chaque pays participant s'engage à déclarer un cours-pivot en Ecus pour sa monnaie. L'Ecu est défini comme un «panier standard» composé de montants fixes des

Composition du panier de monnaies Ecu

Monnaies	Montants des monnaies nationales dans le panier	Quotes-parts initiales des monnaies dans le panier ¹ en %	Quotes-parts des monnaies dans le panier au 13 mars 1979 en %	Valeur de l'Ecu en monnaies au 13 mars 1979 ²
Deutsche mark	0,828	27,3	33,0	2,51064
Franc français	1,15	19,5	19,8	5,79831
Livre sterling	0,0885	17,5	13,3	0,663247
Lire italienne	109,0	14,0	9,5	1148,15
Florin néerlandais	0,286	9,0	10,5	2,72077
Franc belge/ franc luxembourgeois	3,80	8,2	9,6	39,4582
Couronne danoise	0,217	3,0	3,1	7,08592
Livre irlandaise	0,00759	1,5	1,2	0,662638

¹ Au 28 juin 1974. ² Cours-pivots des monnaies participant au mécanisme de change; la valeur de l'Ecu indiquée pour la livre sterling est celle qui est obtenue arithmétiquement à partir des autres cours-pivots.

neuf monnaies de la CEE. Ces montants, qui sont indiqués dans le tableau ci-après, ont été déterminés en fonction de la part respective de chaque pays dans les échanges commerciaux intra-européens, de leur produit national brut et de leur quote-part dans le mécanisme de soutien monétaire à court terme de la CEE.

La valeur de l'Ecu exprimée dans les diverses monnaies de la CEE, qui reflète la moyenne pondérée des cours de change sur le marché des monnaies de la CEE, varie en fonction des modifications des relations de taux de change intra-communautaires. Ces modifications affectent également les poids des diverses monnaies au sein du panier, la structure de pondération initiale ayant considérablement changé au cours des cinq dernières années. Les poids des monnaies dans le panier feront, par conséquent, l'objet d'une révision dans les six premiers mois de fonctionnement du système et, ultérieurement, tous les cinq ans ou, sur demande, lorsque le poids de l'une quelconque des monnaies aura varié de 25%.

L'Ecu n'est pas le critère de référence pour les limites d'intervention obligatoire. Celles-ci sont fixées de part et d'autre de chaque paire de cours-pivots bilatéraux des monnaies, ces derniers étant déduits des cours-pivots en Ecus des monnaies. La marge de fluctuation de part et d'autre des cours-pivots bilatéraux est limitée à 2¼% pour toutes les monnaies qui faisaient partie du «serpent» lors de l'entrée en vigueur du système; les autres pays membres de la CEE pouvaient opter pour des marges allant jusqu'à 6% de part et d'autre des cours-pivots bilatéraux. L'Italie a fait usage de cette faculté.

Les interventions sur le marché se font, en principe, dans les monnaies des pays participant au mécanisme d'intervention. Dès que les limites de la marge sont atteintes, ces interventions sont obligatoires et illimitées quant à leur montant. Les interventions intra-marginales dans les monnaies des pays participants, ainsi que les interventions dans d'autres monnaies, sont subordonnées en principe à une concertation préalable entre l'ensemble des banques centrales participantes.

Outre les limites d'intervention décrites ci-dessus, un système d'«indicateurs de divergence» s'applique aux mouvements des monnaies participantes. Une monnaie

atteint son «seuil de divergence» chaque fois qu'elle s'écarte de son cours-pivot Ecu de 75% de la déviation qu'elle enregistrerait si elle atteignait sa limite d'intervention supérieure ou inférieure sur le marché par rapport à toutes les autres monnaies de la CEE simultanément. Lorsqu'une monnaie devient «divergente», il en résulte une présomption que les autorités concernées, soit prendront des mesures correctives, soit donneront les raisons de leur abstention. A noter que la présence dans le panier Ecu de la lire et de la livre sterling – qui n'observent ni l'une ni l'autre les limites d'intervention de 2¼% sur le marché des changes – complique le calcul de la «divergence», en obligeant à déterminer si cette dernière est provoquée, ou si elle est en fait masquée, par les variations de ces deux monnaies.

b) Les facilités de crédit et la création d'Ecus

Durant la période transitoire, les facilités de crédit CEE déjà existantes à court terme ainsi qu'à moyen terme ont été maintenues, mais le volume total des crédits effectivement disponibles à ce titre a été porté à 25 milliards d'Ecus, à raison de 14 milliards d'Ecus pour les crédits à court terme et de 11 milliards d'Ecus pour la facilité à moyen terme. Les crédits à court terme sont inconditionnels et accordés, en principe, pour une durée de trois mois, renouvelable deux fois à la demande de l'emprunteur. Les tirages sur la facilité à moyen terme, qui sont subordonnés à certaines conditions de politique économique, peuvent être effectués sur des périodes de deux à cinq ans. A l'issue de la période transitoire, ces deux facilités seront remplacées par des crédits accordés par le Fonds monétaire européen.

Outre ces facilités de crédit, plus de 23 milliards d'Ecus ont été créés par les banques centrales des pays membres en déposant auprès du FECOM, sous la forme de crédits croisés (swaps) contre Ecus, 20% de leurs avoirs en or et 20% de leurs réserves brutes en dollars. Dans le cadre de ces crédits croisés, qui sont renouvelés tous les trois mois, l'or est évalué au cours moyen en Ecus pendant les six mois précédents ou au cours en Ecus noté l'avant-dernier jour ouvrable de la période, en retenant celui qui est le plus faible; quant aux dollars, ils sont évalués au cours en Ecus en vigueur. Les pays membres continuent de gérer les dollars échangés contre Ecus dans le cadre des crédits croisés. Le volume d'Ecus créé de cette façon peut varier au moment où les crédits croisés sont renouvelés, par suite de modifications soit dans les réserves en or et en dollars des pays membres, soit dans la valeur en Ecus de l'or et du dollar. Les Ecus servent principalement aux règlements entre les banques centrales de la CEE (voir c) ci-après) résultant d'interventions sur les marchés des changes. Ils peuvent, en outre, être cédés entre banques centrales en échange d'autres avoirs de réserve et être vendus au FECOM pour reconstituer les réserves en dollars des pays membres. Un intérêt est servi ou prélevé sur les soldes en Ecus; il est égal dans les deux cas à la moyenne pondérée des taux d'escompte officiels des banques centrales de la CEE, dans la mesure seulement où les soldes sont supérieurs ou inférieurs aux montants reçus par un membre dans le cadre de crédits croisés conclus avec le FECOM.

c) Financement et règlement des soldes d'intervention

Les principes fondamentaux régissant le financement et le règlement des soldes d'intervention découlent en grande partie, avec certaines modifications cependant, de

ceux qui étaient appliqués dans le cadre du «serpent». Chaque banque centrale s'engage à mettre sa monnaie à disposition aux fins d'intervention, sans limite de montant. Le règlement des soldes qui en résultent – au titre de ce qu'on appelle le financement à très court terme – doit être effectué au plus tard le dernier jour ouvrable précédant le seizième jour du deuxième mois suivant celui au cours duquel l'intervention a eu lieu. Les opérations de financement sont enregistrées et apurées dans les livres du FECOM, créances et engagements étant libellés en Ecus.

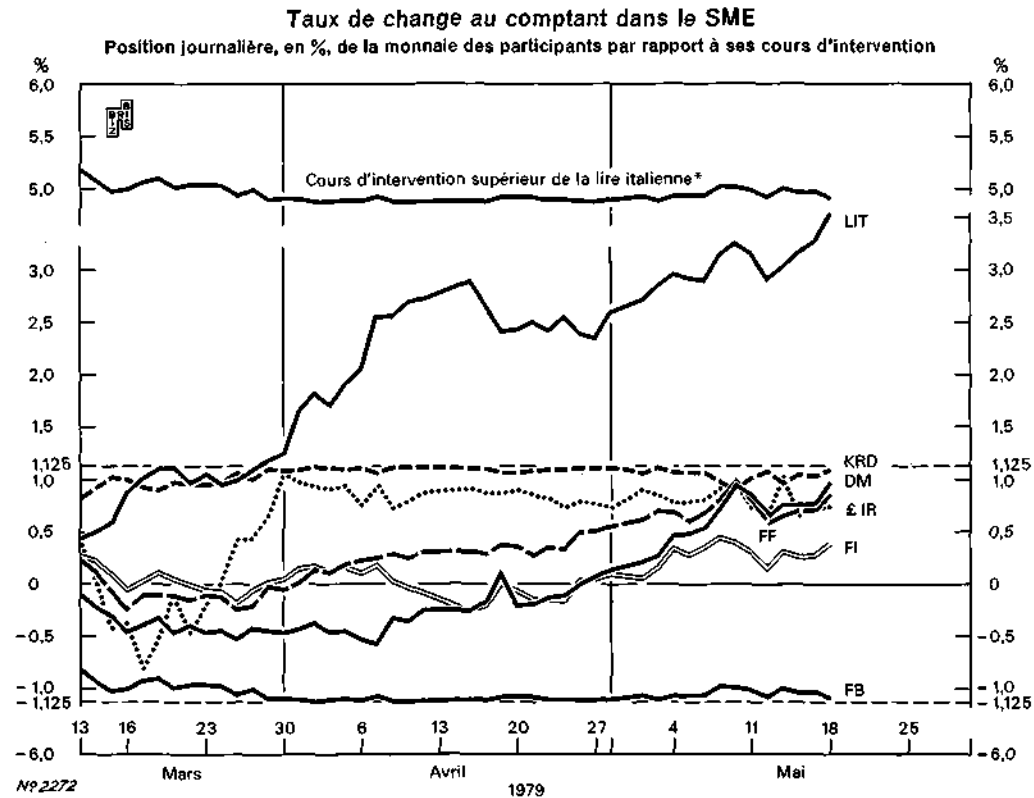
Si un pays n'a pas procédé au règlement de son solde débiteur auprès du FECOM à la date indiquée dans le précédent paragraphe, les règles qui étaient appliquées dans le cadre du «serpent» restent valables: à la demande du débiteur, le crédit sera automatiquement renouvelé pour une seule période de trois mois, à condition que le montant renouvelé n'excède pas la quote-part débitrice du pays dans les arrangements de soutien monétaire à court terme de la CEE et que ce renouvellement n'entraîne pas un endettement ininterrompu à ce titre pendant plus de six mois consécutifs. Une dette renouvelée automatiquement peut, avec l'accord du créancier, faire l'objet d'un second renouvellement pour trois mois, et toute dette dépassant la quote-part débitrice dans les arrangements de soutien à court terme peut, avec l'accord du créancier, être prolongée pour une période unique de trois mois.

Le règlement des dettes résultant d'interventions doit être effectué autant que possible dans la monnaie du créancier. Étant donné, toutefois, que les avoirs des participants en monnaies communautaires sont limités à des montants déterminés de fonds de roulement, le remboursement sous cette forme n'est généralement possible que dans la mesure où un renversement de la situation sur le marché des changes permet à la banque centrale débitrice d'acquérir la monnaie du créancier sur le marché. Toute dette non réglée dans la monnaie du créancier peut être apurée en totalité ou en partie par des transferts d'avoirs en Ecus, bien qu'aucun créancier ne soit tenu d'accepter un règlement sous cette forme d'un montant supérieur à 50% de ses créances. Le solde doit être réglé au moyen d'autres avoirs de réserves, à l'exclusion de l'or, au prorata de la composition des réserves du débiteur. A cet effet, une distinction est faite entre les réserves libellées en DTS et celles qui sont exprimées en monnaies. Au sein de ces deux catégories, le débiteur est libre de choisir dans quel actif de réserve il désire effectuer son règlement; l'or peut être utilisé comme moyen de règlement à un cours convenu entre le débiteur et le créancier.

Les premiers mois de fonctionnement du système

Le SME est entré en vigueur le 13 mars 1979, la livre sterling continuant de flotter de manière autonome et les marges de part et d'autre des cours-pivots bilatéraux étant de 6% pour la lire et de 2¼% pour l'ensemble des autres monnaies participant au mécanisme de change. Le graphique ci-après retrace les variations des monnaies participantes depuis la mi-mars.

Au cours des deux premiers mois d'existence du nouveau système, aucune tension majeure ne s'est manifestée sur le marché des changes, que ce soit entre les monnaies participantes ou à l'égard du dollar. Les monnaies les plus fortes ont été la lire, la couronne danoise et la livre irlandaise, ce qui reflète le niveau élevé des taux d'intérêt dans ces pays. Le franc belge a été constamment la monnaie la plus faible. Quelques



* La position de la lire est indiquée par sa déviation (en %) par rapport à la monnaie la plus faible au sein de la bande de 2½%; la ligne supérieure dans le graphique représente la position maximum que la lire peut occuper.

interventions ont été nécessaires aux cours limites bilatéraux par rapport aux autres monnaies participantes, et le franc a atteint son «indicateur de divergence» le 3 mai; c'est alors que la Banque Nationale de Belgique a porté son taux d'escompte officiel de 6 à 7%.

Engagement accru des principaux pays à l'égard de la stabilité des taux de change

Comme le prouvent les réactions officielles devant la crise monétaire de l'année passée, les principaux pays entendent clairement à présent s'employer à maintenir une plus grande stabilité sur les marchés des changes. Le changement d'attitude le plus important à cet égard a certainement été la modification, par les autorités des Etats-Unis, en coopération avec celles d'Allemagne, du Japon et de Suisse, de la ligne de conduite qui était la leur depuis mars 1973 et qui consistait à s'en remettre aux forces du marché pour faire apparaître un taux de change d'équilibre pour le dollar. Les Etats-Unis se sont maintenant ralliés aux autres principaux pays en reconnaissant que, si les marchés sont livrés à eux-mêmes, il peut en résulter des variations exagérées des taux de change qui sont néfastes à l'économie interne. Ils ont confirmé ce changement d'attitude en adoptant une politique d'intervention sur les marchés des changes, visant à corriger ces fluctuations excessives au lieu de s'en remettre simplement à l'évolution désordonnée du marché. De plus, les autorités américaines ont financé ces interventions,

non seulement en tirant sur des facilités élargies de swap à court terme, mais également – comme les autres pays à balance des paiements déficitaire – à l'aide d'emprunts à plus long terme en monnaies étrangères contractés à l'étranger. En outre, en relevant de 1% le taux d'escompte officiel le 1er novembre, elles ont également montré qu'elles prenaient davantage conscience de l'existence des contraintes extérieures qui pèsent sur leur politique interne.

Outre le changement de politique survenu aux Etats-Unis, les pays membres de la Communauté européenne ont institué de nouveaux accords visant à renforcer la stabilité des taux de change dans la zone du Marché commun, et les autorités suisses ont annoncé leur intention de maintenir le deutsche mark bien au-dessus du cours de FS 80 pour DM 100. Toutes ces décisions sont fondées sur la conviction, tant dans les pays dont la vigueur de la monnaie ne se dément pas (comme l'Allemagne et la Suisse) qu'en France et en Italie – qui s'étaient précédemment retirées du bloc européen de flottement concerté par rapport au dollar – qu'une meilleure stabilité de leur taux de change est la condition préalable à tout règlement de leurs problèmes économiques internes.

Pour l'heure, ce changement dans les attitudes et les politiques des autorités s'est avéré remarquablement efficace. La baisse du dollar a été stoppée immédiatement et s'est, depuis, sensiblement renversée; la politique d'intervention suivie en 1978 par les autorités allemandes, japonaises et suisses s'est trouvée justifiée par les sorties de capitaux qu'elles ont enregistrées par la suite ainsi que par la baisse concomitante du cours de change de leur monnaie à partir des maximums atteints fin 1978; de plus, le nouveau mécanisme de change européen fonctionne depuis la mi-mars sans qu'on ait eu à connaître de tensions majeures.

Il convient d'ajouter, toutefois, que la situation à fin 1978 a particulièrement contribué à ces bons résultats, et ce à plus d'un titre: importance de la position vendeur sur le dollar et de la position acheteur sur d'autres monnaies, écarts de taux d'intérêt élevés en faveur du dollar, et apparition de signes indubitables d'une réduction de certains déséquilibres de paiements dans le monde industrialisé. Ces nouvelles politiques seront véritablement mises à l'épreuve lorsque les circonstances seront moins propices, et nombre de raisons indiquent qu'il ne sera peut-être pas facile de maintenir une plus grande stabilité monétaire dans le futur. Après les crises qui se sont succédé ces cinq dernières années sur les marchés des changes, le retour de la confiance demandera en tout cas quelque temps et des efforts soutenus. Ces efforts devront être déployés dans un monde confronté au problème préoccupant de l'inflation et au nouvel accroissement de l'excédent de paiements des pays exportateurs de pétrole. Bref, si l'intérêt accru manifesté à l'égard de la stabilité des taux de change constitue un changement important par rapport aux attitudes antérieures, le problème pour l'avenir sera de maintenir une plus grande stabilité lorsque se manifesteront ces facteurs potentiels de déséquilibre.

Production d'or et marché de l'or

En 1978, 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 au total à 968 tonnes métriques, soit pratiquement le même chiffre que l'année

précédente. L'augmentation de la production en Afrique du Sud et dans un certain nombre de pays producteurs de moindre importance de l'Asie du Sud-Est a compensé le léger fléchissement constaté ailleurs, notamment dans les autres pays d'Afrique et en Amérique du Nord.

La production sud-africaine est passée de 700 à 706 tonnes. La quantité totale de minerai traitée, qui avait fléchi de 2,2% en 1977, s'est accrue de 4,9% l'an dernier, tandis que sa teneur moyenne en or, qui n'avait pratiquement pas varié en 1977, malgré la hausse du cours du métal jaune, s'est abaissée de 4%. En même temps, les coûts moyens d'exploitation de l'industrie ont poursuivi leur escalade, dont le rythme a toutefois été, avec 13,7%, le plus modeste depuis 1972. Les bénéfices moyens ont fait un bond de 65%, en raison surtout de la montée en flèche du cours sur le marché, mais également des nouvelles dispositions adoptées en avril 1978 pour l'achat d'or à l'industrie par la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud, qui ont provoqué un gonflement exceptionnel des recettes encaissées par ce secteur industriel.

Le tonnage total de l'approvisionnement du marché en or neuf a encore augmenté très sensiblement l'an dernier, passant de 1.615 à 1.745 tonnes. Les ventes effectuées sur le marché par les pays communistes peuvent être évaluées à 450 tonnes; leur niveau est resté le même qu'en 1977, comme celui de la production des pays occidentaux. Le fléchissement de l'encaisse officielle des pays de l'Ouest a toutefois été beaucoup plus marqué que l'année précédente, avec 260 tonnes. De plus, comme il est tenu compte, dans ce chiffre, du transfert de 65 tonnes d'or effectué l'an dernier du ministère japonais des Finances à la Banque du Japon, et que ce tonnage avait été exclu précédemment des statistiques des réserves métalliques, le total des ventes nettes sur le marché, l'an dernier, d'or prélevé sur les réserves officielles peut être estimé à

Production d'or dans le monde

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1975	1976	1977	1978
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	713,4	713,4	699,9	706,4
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	51,4	52,6	53,9	51,8
Etats-Unis	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	32,7	32,6	34,2	30,0
Papouasie- Nouvelle-Guinée . .	.	.	.	.	0,7	19,0	20,2	22,8	23,5
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	16,4	15,7	19,4	19,9
Philippines	5,1	34,9	—	14,9	18,7	15,6	15,6	17,4	18,3
Rhodésie	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	20,0	20,0	20,0	18,0
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	16,3	16,6	16,9	14,2
Colombie	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,7	9,3	8,2	8,0
Brésil	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	5,4	4,8	5,4	5,4
Japon	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,5	4,3	4,4	4,4
Zaïre	4,9	17,4	10,3	11,5	5,6	3,2	2,8	2,5	2,6
Total	511,9	947,9	598,8	680,8	1.230,9	907,6	908,0	905,0	902,5
Autres pays	58,6	217,1	67,7	73,4	36,6	48,8	60,4	63,8	65,1
Production mondiale (estimations)*	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	956,4	968,4	968,8	967,6

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

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1975	1976	1977	1978
	en tonnes métriques			
Production	955	970	970	970
Ventes des pays communistes (estimations)	150	350	450	450
Diminution des encaisses officielles des pays occidentaux (chiffres nets)	35	155 ¹	195 ¹	325 ²
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.140	1.475	1.615	1.745

¹ Non compris la diminution des réserves d'or de l'Afrique du Sud de 160 tonnes en 1976 et de 90 tonnes en 1977.

² Non compris 65 tonnes d'or transférées du ministère japonais des Finances à la Banque du Japon, non comptabilisées précédemment dans les réserves mondiales d'or.

325 tonnes – chiffre annuel le plus élevé enregistré depuis qu'il a été mis fin, en mars 1968, aux arrangements instituant le Pool de l'or.

Dans ce total, les ventes du FMI sur le marché ont représenté 184 tonnes, soit approximativement le même chiffre que l'année précédente. L'accroissement du tonnage d'or de source officielle occidentale offert sur le marché est donc attribuable à des cessions de métal prélevé sur les réserves de certains pays. Les plus importantes ont été la vente de 126 tonnes effectuée par le Trésor des Etats-Unis, dans le cadre d'un nouveau programme de ventes aux enchères qui a débuté en mai 1978. Ce programme, qui consistait initialement en six adjudications de 9,3 tonnes chacune, a été élargi par la suite, le montant de l'adjudication étant porté à 23,3 tonnes en novembre, puis à 46,7 tonnes par mois à partir de décembre dans le cadre du programme de soutien du dollar annoncé le 1er novembre. En raison du raffermissement du dollar sur les marchés des changes, les ventes mensuelles ont été ramenées de nouveau à 23,3 tonnes à partir de mai 1979. Parmi les autres cessions officielles d'or intervenues en 1978, 62 tonnes ont été vendues par le Portugal et 13 tonnes par l'Inde. En revanche, les autorités de quelques pays ont procédé à des achats pendant l'année.

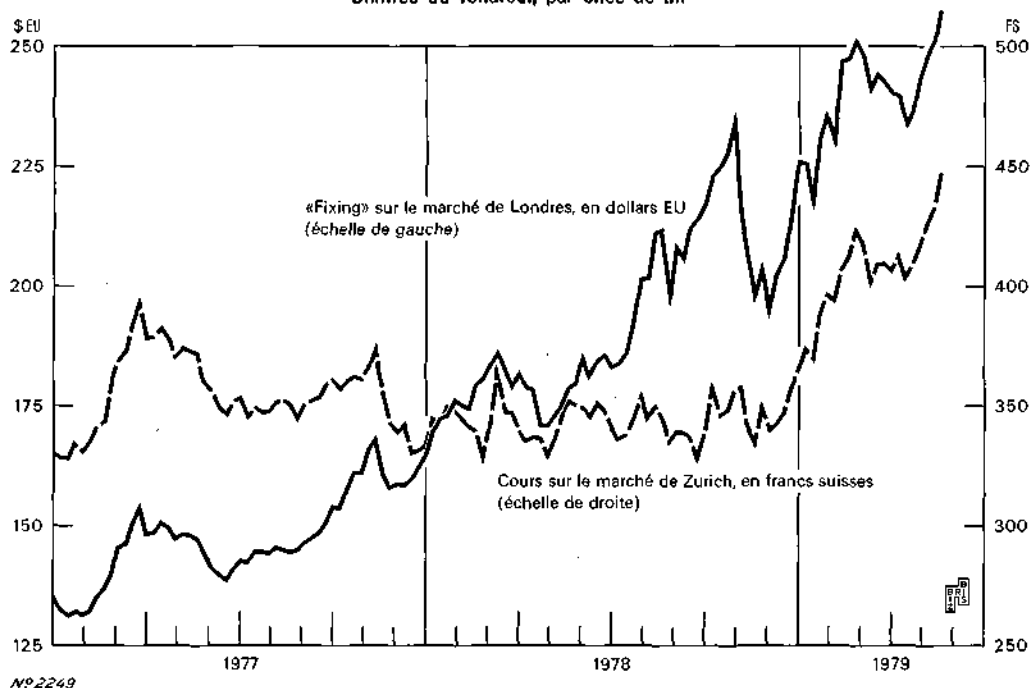
Le fait que les marchés du métal jaune aient pu absorber en 1978 environ 130 tonnes d'or frais de plus que l'année précédente, et ce à des prix en forte hausse en termes de dollars, montre à quel point la crise monétaire de l'an dernier, dont le facteur clé a été la baisse de confiance dans le dollar, a augmenté la demande non monétaire de métal. Une grande partie de cette demande supplémentaire a porté sur les pièces: la production de Krugerrands en 1978 s'est ainsi élevée à 192 tonnes d'or, contre 104 tonnes l'année précédente. L'absorption de lingots à des fins non monétaires a également progressé l'an dernier. La demande a été particulièrement vive de la part des acheteurs européens, qui ont réexporté une partie de leurs achats sous forme de bijouterie, ainsi qu'aux Etats-Unis et au Japon, où les restrictions au commerce de l'or par les résidents ont été levées.

L'évolution du cours de l'or sur le marché pendant la période sous revue peut se décomposer en deux phases principales. Pendant la première, qui s'étend sur les dix premiers mois de 1978, le mouvement de la cote a eu tendance à suivre les vicissitudes

du dollar, les cours exprimés en cette monnaie accusant une évolution fortement ascendante, manifestement liée à la défiance croissante marquée à l'égard de la monnaie américaine dans le monde entier. C'est ainsi que, pendant cette période, le prix de l'or en dollars sur le marché de Londres a enregistré une hausse de 48%, alors qu'en termes de francs suisses il n'a presque pas varié. Pendant la seconde phase, qui a commencé après les mesures prises par les autorités américaines le 1er novembre 1978, le cours du métal jaune, après avoir réagi brièvement mais vivement à la hausse antérieure, est remonté sensiblement par rapport à toutes les grandes monnaies, à la suite des événements politiques du Moyen et de l'Extrême-Orient, du relèvement des prix du pétrole et de la recrudescence des craintes inflationnistes. A fin mai, la cote exprimée en dollars avait largement dépassé son niveau de fin octobre 1978, tandis qu'en termes de francs suisses le cours de l'or avait augmenté de près de 30%.

Pendant les deux premiers mois de 1978, la faiblesse du dollar a fait monter le cours sur le marché londonien de \$169 l'once de fin au début de l'année à \$190 le 8 mars, niveau le plus élevé atteint depuis décembre 1974. Par la suite, le raffermissement temporaire du dollar provoqua un revirement de la tendance, et le 20 avril, juste après l'annonce par le Trésor américain de son programme de ventes aux enchères, le cours était revenu à son niveau du début janvier. En mai, la cote recommença à monter, à la faveur de la réduction, de 16,3 tonnes à 14,6 tonnes, des quantités adjudgées mensuellement par le FMI et, à la fin du mois, elle atteignit \$185. Après un autre renversement temporaire de tendance avant les rencontres au sommet de Brême et de Bonn, le mouvement ascendant reprit avec force en juillet quand le dollar fut de nouveau soumis à des pressions intenses et, à la mi-août, les cours marquèrent un nouveau record de près de \$216.

Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1977-79
Chiffres du vendredi, par once de fin



A ce moment, les nouvelles mesures prises pour soutenir le dollar, notamment l'annonce d'un accroissement des ventes d'or du Trésor américain, firent retomber le cours sur le marché à \$198 avant la fin d'août. Mais la demande ne tarda pas à se redresser vivement en septembre. Lorsque la crise du dollar atteignit son paroxysme, les transactions sur le marché de l'or eurent lieu dans une atmosphère de plus en plus nerveuse, les écarts de cote s'élevant à plusieurs dollars d'une séance à l'autre et, le 31 octobre, le cours établissait un nouveau record à \$243,65.

Les mesures annoncées par le gouvernement américain le 1er novembre, au nombre desquelles figurait une nouvelle extension des ventes d'or par le Trésor, ont entraîné un brusque renversement de la tendance ascendante du cours du métal jaune. En trois séances, la cote de Londres chuta de \$30 pour s'établir à \$208. Une fois encore, cependant, la baisse fut de courte durée, et les cours se remirent à monter au début de décembre — non seulement en termes de dollars, mais également par rapport à toutes les autres grandes monnaies. L'expansion de la demande d'or était notamment motivée par les événements survenus au Kampuchéa et en Iran, ainsi que par la décision, prise à la mi-décembre par les pays de l'OPEP, de relever progressivement les prix du pétrole en 1979. Cette dernière mesure fit grimper le cours du marché de \$205 à \$220 en deux jours. Le mouvement ascendant s'est poursuivi en 1979, et un regain de la demande spéculative a porté le cours en dollars au nouveau sommet de \$254 le 8 février. La progression ainsi enregistrée depuis la fin de novembre a été de 31%, tandis que le cours en francs suisses, comme il ressort du graphique, a monté en même temps d'environ 25%, atteignant son niveau le plus élevé depuis août 1975.

Les cours extrêmes de février ne se sont pas maintenus et, durant le mouvement de baisse qui a suivi, la cote est redescendue jusqu'à moins de \$232 l'once, le 17 avril. Le lendemain, le Trésor des Etats-Unis annonçait qu'il réduisait de moitié le montant d'or de ses adjudications mensuelles, ce qui déclencha une nouvelle poussée des cotations, dans un climat d'inquiétude croissante devant la situation pétrolière et l'inflation mondiale. Le 14 mai, l'annonce par le FMI de la réduction de ses ventes mensuelles de 14,6 tonnes à 13,8 tonnes a fait monter le cours du marché au-dessus du précédent maximum de février et, le 25 mai, l'once de métal cotait \$270.

Réserves et liquidité internationale

Sous l'effet du déficit considérable de la balance des paiements courants des Etats-Unis et d'un important mouvement de conversion, en d'autres monnaies, de fonds officiels et privés en dollars, les réserves globales se sont encore massivement renforcées en 1978. Le montant total des avoirs officiels déclarés des divers pays en or (évalué à DTS 35 l'once), devises, droits de tirage spéciaux et positions créditrices envers le FMI, après avoir progressé de \$60,5 milliards en 1977, s'est encore accru l'an dernier de \$44,4 milliards, pour atteindre une valeur très proche de \$363 milliards à la fin de décembre. Le retour de la confiance dans le dollar au début de 1979 semble avoir donné un coup d'arrêt à l'expansion des réserves globales. Le renversement des entrées spéculatives de fonds en Allemagne, au Japon et en Suisse, qui avaient eu lieu précédemment, a entraîné une réduction de plus de \$16 milliards des réserves consolidées de ces pays pendant les quatre premiers mois de l'année, tandis que l'ensemble des réserves des pays du Groupe des Dix et de la Suisse baissait d'un peu plus de \$8 milliards pendant la même période.

Le ralentissement de l'expansion des réserves entre 1977 et 1978 doit être considéré en tenant compte de deux facteurs qui ont influé notablement, bien qu'en sens opposé, sur les totaux relatifs aux deux années figurant dans le tableau ci-après. D'une part, l'ampleur de la décélération relevée en 1978 est surestimée du fait d'une modification comptable intervenue en Arabie Saoudite et qui a eu pour conséquence une diminution de \$5,3 milliards du chiffre des réserves déclarées par ce pays. On peut d'autre part estimer que les variations de change résultant de la dépréciation du dollar EU ont eu pour résultat en 1978 de gonfler d'environ \$10 milliards les chiffres des réserves autres qu'en dollars, soit de près de \$4 milliards de plus que l'année précédente. Si l'on exclut l'incidence de ces deux facteurs, il est vraisemblable que l'accroissement des réserves globales est revenu de \$54,2 milliards en 1977 à \$34,4 milliards en 1978 ou, en pourcentage, de 21 à 13%. On peut ajouter que même ces chiffres ajustés donnent une idée trop faible de l'importance du renforcement des positions de réserve tant en 1977 qu'en 1978, et qu'ils surestiment le contraste entre les deux années, vu que la composante-or des réserves est calculée sur la base d'une valeur constante de l'or en DTS. L'évaluation des réserves d'or aux cours du marché — qui ont fortement monté durant les deux années considérées — se traduirait par une expansion supplémentaire des réserves globales représentant, en termes de dollars, \$29,1 milliards pour 1977 et pas moins de \$59,8 milliards pour 1978.

Il est un élément plus révélateur que le changement de rythme de croissance des réserves; ce sont les modifications intervenues dans leur répartition entre les principaux groupes de pays figurant dans le tableau. Le trait le plus frappant est peut-être le fléchissement de \$15 milliards des réserves globales des pays exportateurs de pétrole. Même si l'on tient compte de l'incidence de la modification comptable survenue en Arabie Saoudite, mentionnée au paragraphe précédent, cette évolution contraste vivement avec l'augmentation de \$10,8 milliards des réserves de ces pays en 1977.

Les réserves totales de l'ensemble des pays importateurs de pétrole se sont renforcées encore plus vite qu'auparavant, à raison de \$59,4 milliards, après s'être accrues de \$49,6 milliards en 1977. En outre, la répartition de ces gains a été très différente à certains égards. En premier lieu, ils ont été beaucoup plus concentrés sur les trois principaux pays excédentaires. L'Allemagne, le Japon et la Suisse ont augmenté leurs réserves de \$31,6 milliards, ce qui représente plus de la moitié de l'accroissement total des réserves des pays importateurs de pétrole. En 1977, les réserves globales de ces trois pays avaient progressé de \$12,4 milliards. Etant donné que ces renforcements des réserves, loin d'atténuer les contraintes extérieures pesant sur la politique intérieure de ces pays, les ont plutôt incités à poursuivre des politiques monétaires qu'ils n'auraient pas adoptées pour des raisons purement internes, on peut dire que la composante «non désirée» de la croissance des réserves globales a été beaucoup plus importante l'an dernier qu'en 1977.

L'évolution des réserves des autres pays du Groupe des Dix fait apparaître un autre contraste marqué par rapport à 1977. Ces avoirs officiels n'ont progressé que de \$3,4 milliards, soit de moins d'un septième de l'expansion de 1977. Ce ralentissement est essentiellement imputable au Royaume-Uni qui, après avoir renforcé ses réserves de \$16,8 milliards en 1977, les a laissé fléchir de \$4 milliards en 1978, mouvement qui s'explique surtout par des remboursements de dettes extérieures. En revanche, l'amélioration considérable de la position fondamentale de la balance des paiements des pays

Variations des réserves globales de 1976 à 1978*

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Total
	en millions de dollars EU				
Groupe des Dix + Suisse					
1976	— 260	5.870	4.345	15	9.970
1977	1.840	34.280	1.095	— 265	36.950
1978	2.715	34.890	— 2.590	— 50	34.965
Montants à fin 1978	38.110	140.030	11.225	7.460	196.825
Autres pays développés					
1976	— 240	550	400	— 125	585
1977	— 45	1.805	15	— 20	1.755
1978	225	10.980	320	275	11.800
Montants à fin 1978	4.145	34.320	1.395	990	40.850
Pays en voie de développement autres que les pays exportateurs de pétrole					
1976	— 90	11.025	— 135	— 110	10.690
1977	195	10.640	50	25	10.910
1978	285	11.710	395	280	12.670
Montants à fin 1978	2.495	57.230	925	1.445	62.095
Ensemble des pays importateurs de pétrole					
1976	— 590	17.445	4.610	— 220	21.245
1977	1.990	46.725	1.160	— 260	49.615
1978	3.225	57.580	— 1.875	505	59.435
Montants à fin 1978	44.750	231.580	13.545	9.895	299.770
Pays exportateurs de pétrole					
1976	75	8.000	1.220	15	9.310
1977	— 40	10.595	205	85	10.845
1978	190	— 14.615	— 770	185	— 15.010
Montants à fin 1978	1.680	55.030	5.785	670	63.165
Ensemble des pays					
1976	— 515	25.445	5.830	— 205	30.555
1977	1.950	57.320	1.365	— 175	60.460
1978	3.415	42.965	— 2.645	690	44.425
Montants à fin 1978	46.430	286.610	19.330	10.565	362.935

* Compte tenu des variations de change.

développés extérieurs au Groupe des Dix leur a permis d'étoffer sensiblement leurs réserves pour la première fois depuis la crise pétrolière de 1973. Leurs avoirs officiels qui, à la fin de 1977, étaient encore inférieurs de \$2,6 milliards au niveau atteint fin 1973, se sont accrus de \$11,8 milliards, soit de 41%.

La progression des réserves des pays en voie de développement non producteurs de pétrole ne s'est jamais démentie tout au long de 1978. Malgré une détérioration substantielle de leur balance globale des paiements courants, leurs réserves officielles ont augmenté de \$12,7 milliards, somme quelque peu supérieure à celle qu'ils avaient enregistrée tant en 1976 qu'en 1977. Les réserves brutes de ces pays ont ainsi plus que doublé depuis la fin de 1975. En 1978, la progression a été surtout rendue possible par un recours plus étendu aux crédits octroyés par le secteur bancaire international; en outre, dans la mesure où les emprunts de ces pays n'ont pas été effectués aux Etats-Unis, ils ont contribué à limiter l'accroissement des réserves dans les pays industriels.

Si l'on examine l'évolution des divers pays, on constate que la baisse des réserves des pays exportateurs de pétrole a touché la plupart des membres de ce groupe. Même les avoirs de l'Arabie Saoudite, compte non tenu de la modification comptable, ont fléchi de \$5,3 milliards. En valeur relative, les pertes les plus fortes ont été le fait du Nigeria, dont les réserves sont tombées de \$4,3 milliards à \$1,9 milliard, et du Venezuela, dont les avoirs se sont réduits d'environ 20%. Les seuls pays exportateurs de pétrole dont les réserves aient sensiblement progressé sont l'Algérie, Trinidad et Tobago.

Parmi les pays en développement non producteurs de pétrole, les pays d'Amérique latine, qui ont également été de loin les plus gros emprunteurs auprès du secteur bancaire international, ont contribué à l'augmentation des réserves du groupe à hauteur de \$7,6 milliards, soit dans la proportion de 60%. Les gains les plus élevés ont été enregistrés par le Brésil (\$3,9 milliards), l'Argentine (\$1,8 milliard), le Chili (\$0,7 milliard) et la Colombie (\$0,6 milliard). Les réserves officielles des pays asiatiques en voie de développement se sont renforcées de \$4,1 milliards, les plus importants participants à ce mouvement ayant été l'Inde (\$1,6 milliard) et Singapour (\$1,3 milliard).

L'accroissement considérable des réserves des pays développés, hormis le Groupe des Dix et la Suisse, a été très uniformément réparti. L'Espagne (\$4,2 milliards), l'Autriche (\$1,8 milliard), le Danemark (\$1,5 milliard), Israël (\$1,1 milliard), la Finlande et la Norvège (\$0,7 milliard chacun) ont connu les plus fortes progressions.

Au sein du Groupe des Dix, les gains de réserves de loin les plus importants ont été, évidemment, ceux de l'Allemagne (\$13,7 milliards), du Japon (\$10,2 milliards) et de la Suisse (\$7,7 milliards). On note, en revanche, un fléchissement notable des avoirs officiels du Royaume-Uni (voir page 170) et des Pays-Bas (\$0,5 milliard). La valeur en dollars des réserves officielles des Etats-Unis ne s'est que très légèrement accrue (\$0,2 milliard). Ce pays a réduit sa position créditrice envers le FMI et ses avoirs en DTS de \$5 milliards, mais ces réductions ont été plus que compensées par le fait que ses réserves de change sont passées d'un niveau insignifiant à près de \$4,4 milliards à la suite d'emprunts officiels en monnaies étrangères, et que la valeur en dollars de ses réserves d'or calculées sur la base de DTS 35 l'once s'est gonflée de \$0,8 milliard, par suite de la dépréciation du dollar par rapport au DTS.

Si l'on examine les diverses composantes de l'expansion des réserves l'an dernier, on constate que l'accroissement des réserves officielles en devises y tient une place encore plus large que ces dernières années. L'augmentation déclarée des réserves de change a représenté tout près de \$43 milliards (compte tenu de l'incidence des variations de change, à concurrence de \$4,6 milliards) sur la progression totale de \$44,4 milliards des réserves. L'examen des diverses catégories d'investissements révèle deux caractéristiques de l'expansion globale des réserves de devises l'an dernier: les placements en dollars aux Etats-Unis ont représenté une part plus importante; parallèlement, toutefois, le renforcement des réserves détenues en dehors des Etats-Unis s'est produit presque exclusivement dans des monnaies autres que le dollar. Cette évolution apparaît plus clairement si l'on considère que la progression totale des réserves de change en 1978 a été de \$48,3 milliards, c'est-à-dire en y incluant la partie des avoirs officiels de change de l'Arabie Saoudite retirée des réserves déclarées de ce pays par suite de la modification comptable dont il a déjà été question.

Sur cette base, les investissements en dollars aux Etats-Unis ont représenté \$30,2 milliards par rapport à l'accroissement de \$48,3 milliards pour 1978 du total ajusté des réserves de change, alors qu'ils représentaient \$34,1 milliards en 1977 par rapport à une progression totale de \$57,3 milliards. En dehors des Etats-Unis, les dépôts officiels identifiés sur l'euro-marché se sont accrus de \$10,3 milliards, soit du même ordre de grandeur qu'en 1977. Après avoir augmenté de \$2,6 milliards en 1977, les avoirs officiels identifiés en monnaies autres que le dollar, détenus sur les marchés nationaux de ces dernières, se sont accrus de \$6,4 milliards, le renforcement des réserves de change américaines intervenant dans ce total pour \$4,4 milliards. En outre, il semble que la quasi-totalité de l'augmentation identifiée (\$10 milliards environ) des dépôts officiels en euro-monnaies effectués l'an dernier ait porté sur des monnaies autres que le dollar, notamment le deutsche mark, le franc suisse et le yen, alors que les avoirs officiels en certaines autres monnaies révélaient des accroissements plus faibles. On constate, en d'autres termes, que l'expansion identifiée (\$16,7 milliards) des réserves de change détenues hors des Etats-Unis s'est produite presque exclusivement dans d'autres monnaies que le dollar. Abstraction faite de la progression des réserves de change des Etats-Unis, l'augmentation restante de \$12,3 milliards des réserves de devises autres que le dollar a été principalement attribuable à des pays extérieurs au Groupe des Dix et représente vraisemblablement une proportion très importante de l'accroissement total (\$13,4 milliards) des avoirs officiels de change de ces pays. Cette diversification des réserves de change s'est traduite en même temps par une expansion supplémentaire des réserves totales, puisque les pays excédentaires qui ont cédé leur monnaie au reste du monde l'ont fait en contrepartie d'un renforcement de leurs propres réserves en dollars.

En ce qui concerne les autres catégories d'avoirs de réserves, leur montant total ne s'est accru que de \$1,5 milliard en 1978. En fait, si l'on déduit l'incidence des variations de change, il a fléchi de \$4 milliards. Les réserves officielles d'or ont progressé globalement de \$3,4 milliards en 1978, les effets des variations de change intervenant à hauteur de \$3,1 milliards. En volume, l'accroissement a été de 202 tonnes, soit \$0,3 milliard. Les réserves métalliques ont été principalement affectées cette année par les opérations suivantes: transfert d'un montant total de 233 tonnes en provenance du Fonds monétaire international, dont 190 tonnes au titre du programme de restitution d'or du Fonds, le reste sous la forme de ventes à des pays en voie de développement; transfert de 65 tonnes d'or non compris précédemment dans l'encaisse métallique officielle du Japon, du ministère des Finances japonais à la Banque du Japon; enfin, ventes au marché par le Trésor des Etats-Unis et la Banque du Portugal de 126 tonnes et 62 tonnes respectivement.

Les positions créditrices de l'ensemble des pays à l'égard du FMI ont accusé l'an dernier un fléchissement de \$2,6 milliards, le premier depuis 1972. Si l'on exclut l'incidence des variations de change, la diminution s'établit à \$4,2 milliards. Cette évolution est due pour une part à la réduction de l'encours total net des crédits octroyés par le Fonds et en partie au fait qu'une proportion importante des remboursements effectués l'an dernier au Fonds a eu pour effet de réduire les positions débitrices nettes des pays en question, plutôt que de reconstituer leur position créditrice à l'égard du Fonds, laquelle est demeurée égale à zéro.

En termes de DTS, les rachats opérés par les membres du Fonds en 1978 se sont élevés à DTS 4,8 milliards et les nouveaux tirages à DTS 3,7 milliards. Les opérations de rachat les plus importantes ont été le fait du Royaume-Uni (DTS 1,5 milliard) et de l'Italie (DTS 1 milliard); de plus, les pays en développement non producteurs de pétrole ont racheté au total DTS 1,6 milliard. Pour ce qui est des tirages, la transaction la plus importante a été le prélèvement de DTS 2,3 milliards effectué par les Etats-Unis en novembre 1978, les nouveaux tirages des pays en développement non producteurs de pétrole (au total près de DTS 1 milliard) représentant l'essentiel du reliquat.

La valeur en dollars de l'ensemble des avoirs en DTS des divers pays a augmenté de \$0,7 milliard en 1978, mais reste inchangée si l'on exclut l'incidence des variations de change. On peut ajouter que le total des DTS transférés volontairement entre membres du Fonds est passé, entre 1977 et 1978, de DTS 0,7 milliard à DTS 1,8 milliard, compte tenu des transferts des Etats-Unis à l'Allemagne et au Japon (DTS 0,6 milliard et DTS 0,5 milliard respectivement en novembre 1978).

Il convient également de mentionner divers événements intervenus pendant la période sous revue qui ont renforcé ou renforceront ultérieurement de façon très sensible les ressources du Fonds. Le sixième relèvement des quotes-parts du Fonds, qui a porté leur total de DTS 29,2 milliards à DTS 39 milliards, a pris effet en mars 1978; la septième révision générale des quotes-parts du Fonds s'est achevée en décembre 1978 par la décision, actuellement en cours de ratification par les gouvernements des pays membres, de relever encore de 50% les quotes-parts du Fonds, pour en porter le total à DTS 58,6 milliards; en février 1979 est entrée en vigueur la facilité supplémentaire de financement de DTS 7,8 milliards, créée au bénéfice des pays présentant un important déséquilibre de paiements par rapport à leur quote-part et dont le redressement n'est possible que dans un délai relativement long.

Enfin, les membres du Fonds ont décidé en décembre 1978 une allocation de droits de tirage spéciaux de DTS 4 milliards par an au cours de la période 1979-81. La première attribution a eu lieu en janvier 1979.

Pendant les premiers mois de 1979, la croissance des réserves globales semble s'être considérablement ralentie. Avec le renforcement de la confiance dans le dollar, les capitaux fébriles qui, en 1978, étaient venus grossir à diverses reprises les réserves de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse ont commencé à refluer de ces trois pays, dont l'ensemble des réserves a fléchi de \$16,3 milliards pendant les quatre premiers mois de 1979. Dans les autres pays du Groupe des Dix, les réserves ont progressé de \$8,2 milliards. Celles des Etats-Unis se sont renforcées de \$2,8 milliards, à la suite surtout d'emprunts supplémentaires du Trésor américain sur les marchés financiers étrangers. L'Italie, le Royaume-Uni et la France ont également enregistré des gains notables.

Situation actuelle sur le plan de la liquidité internationale

La croissance rapide des réserves globales au cours de ces dernières années fait craindre que le niveau actuel de la liquidité internationale n'attise de nouveau l'inflation dans l'économie mondiale. A première vue, ces craintes auraient pu sembler justifiées déjà par la hausse brutale des cours des matières premières sur le marché international et par la recrudescence de l'inflation interne. Cette accélération des hausses de

prix n'est-elle que pure coïncidence? Ou bien est-ce que le niveau actuel des réserves exerce d'ores et déjà une influence expansionniste excessive, qui pourra être encore plus marquée si le monde industrialisé vient à connaître un retour plus généralisé à une situation de plein emploi?

En effet, le total de \$363 milliards des réserves déclarées à la fin de 1978; indiqué au tableau de la page 171, représente à peu près le double du chiffre correspondant noté à la fin de 1973 (\$183 milliards). Deux raisons expliquent pourquoi la progression du chiffre des réserves globales depuis la fin de 1973 constitue en elle-même un sujet d'inquiétude: en premier lieu, elle a succédé à une expansion encore plus rapide du total des réserves (133% en termes relatifs) au cours des quatre années précédentes; en second lieu, le rythme annuel de croissance des réserves s'est accéléré au cours des cinq dernières années, passant d'environ \$25 milliards en moyenne en 1974-76 à plus de \$50 milliards en 1977-78.

En eux-mêmes, cependant, les chiffres des réserves globales ne reflètent pas toute la vérité. Ils ne peuvent être appréciés qu'à la lumière de certains autres facteurs, notamment la répartition par pays de l'expansion et ses origines. En ce qui concerne le premier de ces facteurs, alors que la croissance des réserves reflétait essentiellement, en 1974-75, l'excédent des paiements des pays exportateurs de pétrole, le tableau de la page 171 montre que, durant les trois dernières années, les réserves brutes des pays importateurs de pétrole ont progressé de \$130 milliards, pour atteindre un peu moins de \$300 milliards. Du côté des origines de l'expansion des réserves, on constate que, pour la période 1977-78, l'addition du déficit des opérations courantes des Etats-Unis et du total des investissements directs en chiffres nets de ce dernier pays dans le reste du monde a représenté près de \$50 milliards, alors que, de 1974 à 1976, la somme de ces deux postes a fait ressortir un léger excédent. Autrement dit, contrairement à la période 1974-76, près de la moitié de l'augmentation des réserves en 1977-78 provenait de sources qui sont venues accroître la liquidité nette du reste du monde, sans provoquer en contrepartie un renforcement de l'endettement extérieur. C'est avant tout dans cet accroissement des réserves des pays importateurs de pétrole et dans la mesure où il a été alimenté par le déficit de la balance des paiements de base des Etats-Unis que résident les préoccupations actuelles. Comment se présente la situation si l'on examine les augmentations par groupe de pays importateurs de pétrole?

Le groupe qui a enregistré relativement le plus fort gonflement de ses réserves brutes au cours des trois dernières années — soit 123% — est celui des pays en développement non producteurs de pétrole. Toutefois, cette évolution rapide s'est produite après deux années de quasi-stagnation, de sorte que, en pourcentage du total de leurs importations, les réserves des pays en question ont fléchi entre la fin de 1973 et la fin de 1978, passant de 37 à 34%. Simultanément, leur dette extérieure progressait à une cadence accélérée. A lui seul, le total identifié des engagements en chiffres bruts des pays en développement non producteurs de pétrole envers le secteur bancaire international a augmenté de \$85 milliards. En conséquence, leurs obligations au titre du service de la dette se sont fortement accrues, à la fois par rapport aux exportations, au produit national brut ou aux réserves. En d'autres termes, si la position des réserves de ce groupe de pays s'est de toute évidence améliorée depuis 1975, cette amélioration s'est produite à partir d'un bas niveau de réserves et est restée beaucoup moins importante que l'augmentation de l'endettement extérieur depuis la fin de 1973.

Ce qui est vrai pour les pays en développement non producteurs de pétrole l'est également pour les pays développés autres que ceux du Groupe des Dix. A la fin de l'an dernier, le ratio réserves globales/importations de ces pays n'était pas plus élevé que celui des pays en développement non producteurs de pétrole, et il était inférieur de 14 points à son niveau de la fin de 1973. En outre, l'amélioration de \$11,8 milliards des positions de réserve en chiffres bruts de ces pays au cours de l'an passé a été la première expansion d'une certaine ampleur enregistrée depuis l'augmentation des prix du pétrole en 1973, et elle a été beaucoup plus faible que la progression de leur endettement extérieur durant les cinq dernières années.

Il reste à examiner les pays du Groupe des Dix, y compris la Suisse, mais à l'exclusion des Etats-Unis qui constituent un cas à part en raison du rôle de monnaie de réserve joué par le dollar. Dans ce groupe, il convient d'établir une distinction entre les trois pays ayant une très forte situation des paiements, à savoir l'Allemagne, le Japon et la Suisse, et les sept autres. La situation de ces derniers peut se comparer à celle des pays développés autres que ceux du Groupe des Dix. 1977 a été la seule année, depuis 1973, où leurs réserves cumulées se sont accrues notablement, à concurrence de quelque \$23 milliards; en conséquence, le ratio réserves cumulées/importations est tombé, au cours des cinq dernières années, de 22 à moins de 18% et représente le chiffre le plus faible de tous les groupes de pays. Egalement en ce qui les concerne, le renforcement des réserves officielles s'est accompagné, sauf pour la Belgique-Luxembourg et les Pays-Bas, d'un gonflement équivalent, ou dans certains cas beaucoup plus considérable, de leur endettement extérieur.

Si l'on se tourne à présent vers les trois principaux pays importateurs de pétrole à balance des paiements courants excédentaire, c'est-à-dire l'Allemagne, le Japon et la Suisse, on constate que c'est le seul groupe dont les réserves internationales sont de toute évidence substantielles et où aucune contrainte extérieure, réelle ou potentielle, ne pèse sur la croissance économique interne. Toutefois, une très forte proportion des gains de réserves enregistrés par ces pays en 1977-78 n'a pas été due à l'excédent de leur balance de base, mais consiste en réserves «empruntées» et «provisaires», en ce sens qu'elle a eu pour contrepartie des afflux de capitaux fébriles provoqués par le manque de confiance dans le dollar. Plus récemment, ces entrées de capitaux et les augmentations concomitantes des réserves ont été en partie renversées, de sorte que les réserves cumulées de ces trois pays ont, au cours des quatre premiers mois de 1979, diminué de plus de \$16 milliards.

Quelles conclusions peut-on tirer de cet examen de l'évolution des réserves globales au cours de ces dernières années? En premier lieu, l'accélération de la croissance de ces réserves en 1977-78 a certainement été associée à une amélioration assez générale de la position de réserve des pays importateurs de pétrole autres que les Etats-Unis. En deuxième lieu, cette plus grande abondance de réserves a eu en grande partie son origine dans le déficit de base des paiements des Etats-Unis. En troisième lieu, cette évolution a laissé les pays importateurs de pétrole, à peu d'exceptions près, dans une position de réserve encore moins confortable qu'à la fin de 1973, aussi bien par rapport à leurs importations qu'à leur endettement extérieur. Qu'en est-il des quelques pays — principalement les trois membres du Groupe des Dix dont la balance des paiements courants se solde par un excédent important et durable — qui font exception à la situation générale?

Leurs réserves constituent-elles une menace inflationniste pour le système monétaire? A cet égard, deux considérations s'imposent en particulier: tout d'abord, les appels réitérés lancés à ces pays pour les inviter à accroître leurs importations ne donnent pas à penser que le reste du monde s'est senti menacé par l'inflation en provenance de cette source; ensuite, le récent raffermissement du dollar leur a permis, comme il a été déjà indiqué, de réduire l'expansion de leurs réserves et de leur masse monétaire interne, provoquée par les afflux de capitaux spéculatifs et qui, l'an dernier, a paru constituer quelque temps une menace d'inflation pour leur économie.

Par conséquent, la progression rapide des réserves des pays importateurs de pétrole depuis 1975 ne semble pas, d'une façon générale, avoir entraîné une amélioration excessive de la situation des réserves de ces pays. Il convient d'ajouter, toutefois, que la position de réserve s'est plus fortement améliorée qu'il n'apparaît dans les statistiques et ce, du fait en partie de la montée rapide du cours de l'or sur le marché, qui a certainement exercé une influence sur les positions de réserve des principaux pays détenteurs de métal. En outre, les contraintes extérieures qui pèsent sur l'économie interne dépendent autant des possibilités d'accès au crédit que du niveau des réserves, et les conditions offertes aux emprunteurs sur le marché international du crédit bancaire sont, au cours de ces deux dernières années, devenues très favorables par suite de la conjonction du déficit des paiements des Etats-Unis, de la réduction des déficits de paiements liés au règlement des achats de pétrole des pays autres que les Etats-Unis et de la faiblesse relative de la demande de crédit interne dans un certain nombre de pays industriels. Qui plus est, en ce qui concerne l'avenir, si l'expansion des réserves devait se poursuivre au rythme des années 1977 et 1978 et pour les mêmes motifs, et si le marché du crédit bancaire devait rester dominé par les emprunteurs, il y aurait alors matière à inquiétude au sujet de la liquidité internationale. D'ores et déjà, par ses répercussions sur les mouvements internationaux de capitaux, le retour de la confiance dans le dollar exerce une action de freinage sur la croissance des réserves globales, et la condition préalable la plus importante permettant d'éviter de se trouver à l'avenir dans une situation de liquidité excessive est de toute évidence le maintien de cette confiance, assise sur une solidité accrue de la situation fondamentale de la balance des paiements des Etats-Unis.

Des difficultés pourraient également surgir si la composition des divers éléments d'actifs de réserve répondait assez mal aux préférences de leurs détenteurs. Si, par exemple, certains pays désiraient brusquement réduire la composante dollars de leurs réserves, comme cela s'est produit dans une certaine mesure l'an passé, une telle attitude tendrait à provoquer de nouvelles sorties de capitaux des Etats-Unis, ce qui ne manquerait pas d'exercer une incidence sur la création de liquidités dans le reste du monde et des effets déséquilibrants sur les taux de change. De tels changements d'orientation dans les préférences ne sont pas sans rapport avec la politique économique suivie aux Etats-Unis ni avec la situation des paiements de ce pays. En d'autres termes, la stabilité de la structure des réserves globales, tout comme le taux général de croissance de celles-ci, sont étroitement liés à la politique économique mise en œuvre par le gouvernement américain.

VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

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

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a de nouveau joué son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix et de la 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 continué d'assurer le secrétariat du Comité des Gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et du Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire — 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 mensuelles des gouverneurs; un groupe spécialisé dans le domaine des marchés des changes et des politiques d'intervention sur ces marchés, qui examine notamment tous les mois le fonctionnement de la concertation entre les banques centrales et dont la composition, depuis le début de 1976, soit se limite aux pays de la CEE, soit s'étend à d'autres pays industrialisés généralement membres du Groupe des Dix; un groupe chargé d'étudier, au moins deux fois par an, la situation monétaire dans les pays de la CEE ainsi que les problèmes soulevés par la coordination, au niveau communautaire, des politiques monétaires de ces pays; enfin, un groupe ayant pour mission de promouvoir l'harmonisation des instruments de politique monétaire utilisés par les pays de la Communauté (ce groupe est commun au Comité monétaire de la CEE et au Comité des Gouverneurs).

L'activité de ces comités et groupes a été exceptionnellement intense en 1978-79 en raison des nombreux travaux liés à la mise en place du Système monétaire européen. En effet, à la suite de la décision, prise début juillet 1978 par les chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la CEE, de créer un système monétaire aboutissant à une zone de stabilité en Europe, le Comité des Gouverneurs et le Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire, dont les compétences et les missions sont voisines et complémentaires, ont multiplié leurs délibérations afin d'aboutir, dans un délai de quelques mois, à la mise au point définitive des accords et décisions qui fixent l'ensemble des modalités de fonctionnement du Système monétaire européen, ainsi que des aménagements à apporter au mécanisme de crédit mutuel à court terme. Les travaux préparatoires, qui ont été menés principalement par les suppléants des gouverneurs et par le groupe d'experts des questions de change mentionné au paragraphe précédent, ont nécessité de très nombreuses réunions qui se sont tenues le plus souvent à Bâle.

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. Elle a aussi pris part en tant qu'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. En outre, la Banque a préparé, sur la demande des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse, et avec le concours des autres organisations concernées, un «Manuel sur les statistiques recueillies par les organisations internationales sur l'endettement extérieur des divers pays».

Enfin, la Banque a continué d'assurer le Secrétariat du Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse. Au cours du présent exercice, le Groupe des experts a passé en revue les diverses applications informatiques réalisées par chacun de ses membres et dressé un inventaire des logiciels et du matériel mis en œuvre à cet effet. Il a cependant consacré la majeure partie de son activité à une vaste étude des systèmes de transfert de fonds en usage dans les principaux pays et à un essai de définition des perspectives d'évolution de ces systèmes, compte tenu notamment des possibilités qu'offrent les derniers développements technologiques et de l'analyse que fait le secteur financier de la situation actuelle. Dans ces conditions, les travaux en cours au sein de l'ISO (Organisation internationale de normalisation) dans le domaine de la transmission des messages ont continué d'être suivis avec intérêt. La programmation et l'extension de la banque de données, destinée à la BRI et aux banques centrales du Groupe des Dix, ont été poursuivies, de façon que, après son transfert dans les propres locaux de la Banque au dernier trimestre de 1979, la banque de données permette l'échange rapide de séries chronologiques monétaires et économiques entre les organisations concernées.

2. Opérations du Département bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1979, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.*

* * *

* Dans le texte ci-après, l'expression «francs» (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indications contraires. Le franc or équivalant 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.

Le total du bilan au 31 mars 1979, qui passe pour la première fois le cap des 70 milliards de francs, s'établit à
 contre, au 31 mars 1978

Il enregistre ainsi une augmentation de
 – soit de 18,7% – qui dépasse quelque peu celle de l'exercice précédent (10.488 millions) en valeur absolue, mais lui est inférieure en terme relatif (21,5%).

F 70.408.614.197
 F 59.334.066.542
 F 11.074.547.655

Il convient d'observer que l'appréciation de la valeur en franc or de certaines monnaies ne contribue cette fois-ci que modestement à l'accroissement du total du bilan; en l'occurrence, il s'agit principalement du deutsche mark, par suite du relèvement de son cours central en octobre 1978, dans le cadre du «serpent» communautaire, ainsi que du franc suisse.

Le total de la situation mensuelle a progressé lentement d'avril à novembre 1978 inclus, tout en présentant d'assez fortes fluctuations dans les deux sens; l'accroissement a ensuite été constant et nettement plus prononcé.

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	
1970	20.699	+ 6.056	+ 41
1971	23.856	+ 3.157	+ 15
1972	29.362	+ 5.506	+ 23
1973	25.250	– 4.112	– 14
1974	31.615	+ 6.365	+ 25
1975	41.940	+ 10.325	+ 33
1976	43.426	+ 1.486	+ 4
1977	46.846	+ 3.420	+ 13
1978	59.334	+ 10.488	+ 22
1979	70.409	+ 11.075	+ 19

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 écritures découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent du Fonds européen de coopération monétaire au titre des emprunts communautaires et au titre du Système monétaire européen;
- l'or sous dossier, conservé par la Banque pour le compte de déposants, qui s'inscrivait à 1.020 millions de francs au 31 mars 1979, contre 1.018 millions au 31 mars 1978.

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				
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
1979*	1.634	67.967	808	70.409

* Après la répartition proposée à l'Assemblée générale.

A. Capital, réserves 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%.

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 1978-79 F 576.247.193

contre 519,8 millions de francs; un transfert de 56,4 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*

après répartition du bénéfice net de 1978-79 F 83.175.781

contre 75,2 millions de francs, un transfert de 8 millions à imputer sur ce bénéfice ayant été recommandé; à la suite de ce transfert, le montant du fonds en question sera légèrement supérieur à l'équivalent en francs or d'un dividende de Fr.s.110 par action (voir plus loin sous point d), estimé sur la base de la valeur du franc suisse au 31 mars 1979.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1978-79 F 643.718.200

contre 567,1 millions de francs, l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice étant de 76,6 millions.

Après répartition du bénéfice net de 1978-79, les réserves totales de la Banque s'établissent ainsi à F 1.333.211.487 contre 1.192,2 millions de francs en début d'exercice, soit un accroissement de 141 millions; à titre de comparaison, il est rappelé que la progression de ces réserves avait été de 120 millions pour chacun des deux précédents exercices, 1976-77 et 1977-78.

c) Le poste «Divers» se monte à F 728.127.378

contre 595,4 millions de francs, soit une majoration de 132,7 millions; il convient d'observer que ce poste incorpore désormais la provision pour immeubles, qui depuis le 31 mars 1967 faisait l'objet d'une rubrique séparée.

d) Compte de profits et pertes, *avant répartition* F 220.576.151

montant qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1978-79; ce dernier est en hausse de 29,5 millions de francs par rapport à celui de l'exercice précédent, qui s'établissait à 191,1 millions et qui lui-même était déjà supérieur de 23,2 millions à celui de l'exercice 1976-77; la section 7 ci-après donne, pour le bénéfice 1978-79, 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 79.576.151 francs – contre 71.050.134 francs pour l'exercice antérieur – sera en particulier prélevée sur le bénéfice au titre du dividende payable le 1er juillet 1979, soit à raison de 110 francs suisses par action; il est à noter qu'en francs suisses le montant du dividende est le même par action que celui de l'exercice précédent, mais qu'exprimé en francs or il lui est supérieur de 12%.

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
	1978	1979	
	en millions de francs		
Dépôts des banques centrales . . .	56.360	65.790	+ 9.430
Dépôts des autres déposants . . .	790	2.177	+ 1.387
Total	57.150	67.967	+ 10.817

La croissance des «Dépôts des banques centrales» est à nouveau très marquée, bien qu'en valeur relative elle soit assez inférieure à celle de l'exercice antérieur (9.430 millions et +16,7% contre 10.466 millions et +22,8%); cette fois-ci encore, elle porte essentiellement sur les dollars EU, dont une fraction réduite est indexée sur le droit de tirage spécial; toutefois, les dépôts en deutsche marks continuent à progresser

de façon appréciable; en revanche les francs suisses régressent, malgré la hausse de valeur en franc or — citée plus haut — de cette monnaie; les fluctuations des autres monnaies sont modestes en comparaison et se compensent entièrement.

Alors qu'ils avaient quelque peu reculé au cours du précédent exercice, les «Dépôts des autres déposants» enregistrent cette fois une très forte progression, l'encours triplant presque; cela résulte de nouveaux apports en dollars EU, reçus d'institutions internationales et indexés sur le droit de tirage spécial; au contraire, les francs suisses accusent une certaine diminution, leur appréciation ayant été inférieure aux remboursements nets effectués en cette monnaie.

Pour la première fois depuis plusieurs années, la prédominance prise parmi les fonds empruntés par les «Dépôts des banques centrales» régresse, bien que modestement; leur part revient en effet de 98,6 à 96,8%, tandis que celle des «Dépôts des autres déposants» s'accroît dans la même proportion.

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		Diffé- rences	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rences	Exercice clos le 31 mars		Diffé- rences
	1978	1979		1978	1979		1978	1979	
	en millions de francs								
A vue	3.708	3.941	+ 233	1.235	928	- 307	4.943	4.869	- 74
A 3 mois au maximum	159	49	- 110	37.918	48.797	+ 10.879	38.077	48.846	+ 10.769
A plus de 3 mois . .	91	9	- 82	14.039	14.243	+ 204	14.130	14.252	+ 122
Total . . .	3.958	3.999	+ 41	53.192	63.968	+ 10.776	57.150	67.967	+ 10.817

Par rapport au total des engagements, le pourcentage des dépôts en monnaies continue à monter; il passe en effet de 93,1 à 94,1%, le pourcentage des dépôts en or s'amenuisant d'autant.

D'autre part, observés sous l'angle de la durée, les dépôts montrent qu'à terme leur part progresse de 91,4 à 92,8%, alors qu'à vue ils se contractent corrélativement.

a) Dépôts en or

F 3.998.764.421

contre 3.958 millions de francs en début d'exercice, soit un accroissement de 41 millions, nettement inférieur à celui de 393 millions qui était apparu au cours de l'exercice précédent; les dépôts à vue augmentent en raison, d'une part, de nouveaux dépôts reçus sous cette forme, d'autre part, de la réduction de l'encours des swaps — traités avec des banques centrales — or (reçu au comptant) contre monnaies, ces banques centrales ayant laissé l'or qui leur revenait ainsi en dépôt à vue auprès de la Banque; la régression marquée, surtout en valeur relative, des dépôts à trois mois au maximum, provient de remboursements à l'échéance de dépôts à terme, les possibilités pour la Banque d'utiliser de l'or de cette nature ayant continué à se restreindre; la rubrique des dépôts ayant plus de trois mois à courir disparaît pratiquement, du fait du

remboursement à l'échéance d'un dépôt qui avait été confié à la Banque pour une assez longue période.

b) Dépôts en monnaies

F 63.968.231.635

contre 53.192 millions de francs; ce poste, qui est de loin le principal du passif, enregistre ainsi une très forte augmentation, soit 10.776 millions ou + 20,3%, assez comparable à celle qui était apparue lors de l'exercice précédent (9.823 millions et + 22,7%); cet accroissement correspond à celui des fonds échéant à trois mois au maximum, la régression des dépôts à vue étant du même ordre de grandeur que la progression des dépôts ayant plus de trois mois à courir.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)

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

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

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences	
	1978	1979		
	en millions de francs			
Avoirs à vue				
Or	5.069	4.987	- 82	
Monnaies	329 5.398	93 5.080	- 236 -	318
Bons du Trésor				
Monnaies	288	1.284		+ 996
Dépôts à terme et avances				
Monnaies	50.253	58.677		+ 8.424
Titres à terme				
Monnaies	2.456	4.258		+ 1.802
Total				
Or	5.069	4.987	- 82	
Monnaies	53.326 58.395	64.312 69.299	+ 10.986	+ 10.904

a) Or

F 4.986.630.778

contre 5.069 millions de francs en début d'exercice; la légère diminution de l'encaisse-métal, 82 millions, provient en gros du remboursement de divers dépôts qui avaient été reçus à terme, ainsi que de ventes opérées sur le marché par la Banque; ces ventes faisaient suite à des achats par la Banque de poids équivalents de métal, effectués par voie de prélèvements sur de l'or figurant en dépôt à vue dans ses livres.

D'autre part, il convient de remarquer qu'à partir de juin 1978 l'encaisse-métal est devenue libre de tout nantissement, tandis qu'au 31 mars 1978 – ainsi que le relevait alors la note 3 complémentaire au bilan – une fraction de cette encaisse, soit 129 millions, demeurait encore nantie.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 93.015.952

contre 329 millions de francs; cette diminution de 236 millions résulte du retrait de fonds que la Banque avait reçus à court préavis et qu'elle avait dû garder sous forme d'encaisse.

c) Bons du Trésor F 1.284.678.208

contre 288 millions de francs; l'accroissement, soit 996 millions, est très prononcé en valeurs absolue et relative. Il provient d'achats, en septembre et octobre, de bons du Trésor au porteur, exprimés en dollars EU et émis par un gouvernement autre que celui de la monnaie en cause.

d) Dépôts à terme et avances F 58.676.870.060

contre 50.253 millions de francs; ce poste, entièrement constitué de monnaies et de loin le plus important de l'actif, progresse ainsi de 8.424 millions, soit de +16,8%, donc de manière moins prononcée qu'au cours de l'exercice antérieur (9.457 millions et +23,2%); de même que pour les fonds empruntés en monnaies et dont il a été question plus haut, l'accroissement porte en tout premier lieu sur les dollars EU, mais également sur les deutsche marks, alors que les francs suisses régressent malgré l'appréciation de leur valeur en franc or; il convient toutefois de remarquer que, divergeant des mouvements enregistrés au passif, l'encours dans d'autres monnaies est ici plus prononcé et que de nouvelles monnaies sont incluses; en effet, la Banque s'est couverte — au comptant en général — à l'occasion de la réception précitée de dépôts en dollars EU indexés sur le droit de tirage spécial et a par suite placé les diverses monnaies qu'elle avait achetées à cette occasion.

e) Titres à terme F 4.257.798.035

contre 2.456 millions de francs; cet accroissement sensible, de 1.802 millions ou de près des trois quarts, correspond à des certificats de dépôt libellés en dollars EU et acquis sur le marché des Etats-Unis.

Il est à noter que ce poste, qui, en début d'exercice, ne représentait plus que 4,1% du total de l'actif, en constitue 6% en fin d'exercice; inversement, concernant la rubrique dépôts à terme et avances, le pourcentage redescend légèrement, de 84,7 à 83,3%.

Le tableau ci-dessous présente la répartition, d'après leur durée restant à courir, des placements en dépôts à terme et avances ainsi qu'en titres à terme.

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

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1978	1979	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . .	33.663	36.208	+ 2.545
A plus de 3 mois	19.046	26.727	+ 7.681
Total	52.709	62.935	+ 10.226

f) Divers

F 1.109.621.163

contre 939 millions de francs; comme pour les derniers exercices, la progression – de 171 millions – est la conséquence d'ajustements comptables; en l'occurrence, ceux-ci sont en rapport avec les opérations de couverture, dont il a été question précédemment à propos des fonds reçus en dollars EU et indexés sur le droit de tirage spécial; en effet, certaines des monnaies acquises à cette occasion contre dollars EU sont converties en francs or sur la base de leur cours central, ce qui a pour résultat de faire apparaître des pertes comptables à caractère temporaire; l'ajustement précité a pour effet d'éliminer ces «pertes»; ces dernières se trouveront automatiquement résorbées lors de la liquidation des dépôts liés au DTS.

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 325.834.663 contre un solde également négatif de 449 millions en début d'exercice; cette réduction – de 123 millions – de l'or à livrer à terme est la conséquence de la diminution des poids d'or impliqués dans des swaps traités contre diverses monnaies avec des banques centrales.

D'autre part, la Banque a maintenu ses activités traditionnelles dans le domaine de l'or, ainsi que dans celui des changes.

* * *

D'une manière générale, l'activité opérationnelle de la Banque a poursuivi son expansion au cours de l'exercice 1978–79, quoique à un rythme très légèrement moins soutenu que lors de l'exercice précédent.

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 international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).

Pour l'Emprunt Young, l'exercice 1978–79 a été clos le 1er juin 1979. 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 1978–79 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*			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde après amortissement
			1958-59 à 1977-78	1978-79	
allemande . . .	DM	14.509.000	4.567.000	350.000	9.592.000
américaine . . .	\$	91.525.000	31.235.000	2.476.000	57.814.000
belge	FB	202.894.000	66.498.000	5.026.000	131.370.000
britannique . . .	£	41.345.000	13.459.000	1.018.000	26.868.000
française	FF	633.024.000	208.703.000	15.744.000	408.577.000
néerlandaise . .	FL	52.581.000	16.904.000	1.286.000	34.391.000
suédoise	KRS	126.666.000	41.979.000	3.155.000	81.532.000
suisse	FS	58.393.000	18.719.000	1.428.000	38.246.000

* Sur la base des valeurs établies par l'Administration fédérale de la dette publique pour l'échéance du 1er décembre 1978, à la suite de l'entrée en vigueur, le 1er avril 1978, du deuxième amendement aux Statuts du Fonds monétaire international abolissant les parités. Ces valeurs ne tiennent pas compte des réévaluations du deutsche mark de 1961 et 1969, ni des changements ultérieurs, jusqu'au 31 mars 1978, des cours de change des monnaies d'émission en dehors d'une modification officielle des parités, ni de l'appréciation, postérieurement à cette date, du deutsche mark, du florin et du franc suisse par rapport aux autres monnaies d'émission.

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. A compter de l'échéance du 1er juin 1978, les montants payables au titre des obligations de conversion et des coupons correspondants sont 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. Le marché devant être choisi est celui de la monnaie d'émission «la moins dépréciée» au sens de l'alinéa 2 (e) de la Section A de l'Annexe I à l'Accord de Londres. 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.

Lors des échéances de l'Emprunt des 1er juin et 1er décembre 1978, le franc belge était, de l'avis de l'Administration fédérale de la dette publique, la «monnaie la moins dépréciée», ce qui a donné lieu à un ajustement en hausse substantiel des montants dus, au 1er juin 1978, aux porteurs d'obligations des tranches américaine, britannique, française et suisse, ainsi qu'à un autre ajustement mineur pour les montants dus, au 1er décembre 1978, aux porteurs d'obligations de la tranche américaine.

Le Trustee, tout en se félicitant de la décision de la Bundesschuldenverwaltung de recalculer les montants dus aux porteurs d'obligations à compter du 1er juin 1978, 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 la monnaie de paiement s'est progressivement dépréciée. 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 était 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 dernière étape de cette procédure s'est achevée par les débats oraux qui ont eu lieu en mars 1979, et on s'attend que le Tribunal arbitral rende sa décision avant la fin de la présente année. Le Trustee espère que cette décision préparera la voie à un règlement des questions encore en suspens.

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 amorties au titre des exercices		Solde après amortissement
			1959 à 1977	1978	
américaine . . .	\$	1.667.000	1.524.000	143.000	—
anglo-néerlandaise	£	856.600	801.700	54.900	—
suisse	FS	7.102.000	6.034.000	457.000	611.000

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 1978-79, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 4 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 35 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 46 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 1 ^{er} avril 1979	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	6.600.050	3 ⁷ / ₈	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	45.600.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	3.970.050	3 ³ / ₄	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	4.560.000 —	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1981
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	1982
9 ^e			Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1982
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	28.329.938	5 ³ / ₈	1982
11 ^e	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	—	5	1978
12 ^e			Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1983
13 ^e	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	3.550.000	5 ³ / ₈	1980
14 ^e			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1983
				\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	1984
				\$ 3.400.000	—	5	1985
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	45.714.770	5 ¹ / ₄	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	9.800.000	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 le 1^{er} janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale. ² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

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 1^{er} juin 1973. Cet organisme communautaire a été institué le 6 avril 1973 par les Etats membres de la Communauté économique européenne et a eu pour mission, à l'origine, de gérer le système de change ou

«serpent» institué dans la Communauté en avril 1972 ainsi que les mécanismes de crédits mutuels établis antérieurement ou en liaison avec ce système. Cette activité s'est diversifiée avec la conclusion, en mars et avril 1976, des premières opérations d'emprunt communautaire dont la gestion a été confiée au Fonds et surtout avec la mise en œuvre du Système monétaire européen (SME) qui a remplacé, à compter du 13 mars 1979, le mécanisme du «serpent». Des précisions sur le SME ont été données dans le Chapitre VII, pages 159 à 164.

En sa qualité d'Agent technique du Fonds, la Banque remplit principalement deux séries de tâches: d'une part, celles qui ont trait au fonctionnement du «serpent» et du mécanisme de crédits mutuels à court terme et, depuis mars 1979, du Système monétaire européen; 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:

- 1) 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» et, depuis le 13 mars 1979, au SME, qui résultent des interventions effectuées par ces institutions en monnaies des pays membres et notifiées à l'Agent;
 - les règlements immédiats ou périodiques de ces dettes et créances à très court terme.

Au cours de l'exercice 1978-79, le nombre et le volume des opérations comptables a notablement varié en fonction de la situation sur les marchés des changes des pays de la CEE participant au «serpent». Les dernières dettes et créances liées à ce dispositif ont été réglées fin mai 1979.

En outre, les opérations réalisées dans le cadre du soutien monétaire à court terme sont inscrites dans les livres du Fonds; des opérations de ce genre ont existé 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, lequel a été complètement remboursé à l'automne 1978.

2) à exécuter, dans le cadre du SME, les opérations de création, d'utilisation et de rémunération des unités monétaires européennes (Ecus):

- en concluant au nom et pour compte du Fonds des opérations de swap (crédits croisés) avec chacune des banques centrales de la CEE participant au nouveau mécanisme de change, qui comportent, au comptant, la cession d'Ecus à ces institutions contre cession par celles-ci de 20% de leurs avoirs bruts en or et en dollars. Ces opérations de swap seront renouvelées tous les trois mois et feront l'objet des ajustements nécessaires, d'une part, afin d'assurer que l'apport de chaque banque centrale au Fonds représente toujours au moins 20% de ses réserves brutes en or et en dollars existant avant la date de renouvellement et, d'autre part, de tenir compte des modifications des cours de l'or ou du dollar;
- en confiant, au nom du Fonds, aux banques centrales cédantes la gestion des avoirs en or et en dollars qu'elles lui apportent;

- en procédant aux transferts d'Ecus entre les comptes «Réserves en Ecus» des banques centrales, nécessités notamment par les règlements des dettes et créances résultant des interventions effectuées dans le mécanisme de change du SME et par le paiement des intérêts qui sont calculés sur les positions nettes en Ecus des banques centrales.

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.

La Banque, en sa qualité d'Agent du Fonds, a exécuté des opérations financières qui n'ont porté, au cours de l'exercice 1978-79, que sur des paiements d'intérêts et de commissions. A la date du 31 mars 1979, les emprunts représentaient un ensemble de sept opérations s'élevant à \$ EU 1,6 milliard et DM 0,5 milliard, dont environ 5/6 ont été prêtés à l'Italie et le reste à l'Irlande. Tous les emprunts et 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. Abrogation de l'Accord de garantie de change de l'OCDE

L'Accord relatif à une garantie de change, auquel participaient dix-huit banques centrales membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques, était entré en vigueur le 1er janvier 1973, immédiatement après l'expiration de l'Accord monétaire européen. Il avait pour objet d'instituer une garantie de change couvrant les montants détenus à titre de fonds de roulement par une banque centrale auprès d'une autre banque centrale participante, à un compte libellé dans la monnaie de cette dernière. L'Accord avait été conclu pour une période initiale de trois ans et fonctionnait dans le cadre de l'OCDE. Un Comité des questions monétaires et des changes avait été créé pour surveiller sa mise en œuvre, et la Banque agissait en qualité d'Agent pour les questions liées à son application.

Au cours des trois premières années d'existence de l'Accord, des paiements compensatoires n'ont été effectués qu'en une seule occasion, comme suite à la dévaluation d'un certain nombre de monnaies en février 1973. A l'issue de la révision générale de l'Accord en 1975, on était parvenu à la conclusion que, sous le régime des taux de change flottants, la valeur pratique des arrangements conclus était minime, mais il fut néanmoins décidé de reconduire l'Accord pour une période de trois ans allant du 1er janvier 1976 au 31 décembre 1978. Les réunions du Comité des questions monétaires et des changes se tinrent sur une base ad hoc.

Durant cette période, l'Accord n'a jamais joué, et il a été décidé d'y mettre fin le 31 décembre 1978. Les banques centrales participantes ont convenu que les soldes subsistant au titre des arrangements seraient liquidés sans compensation.

L'abrogation de l'Accord de garantie de change met également fin aux fonctions exercées par la Banque en qualité d'Agent.

7. Bénéfice net et répartition

Les comptes du quarante-neuvième exercice clos le 31 mars 1979 font apparaître un excédent net d'exploitation de 222.292.209 francs, contre 204.477.506 francs au titre de l'exercice précédent et 175.776.466 francs pour l'exercice 1976-77. L'augmentation enregistrée pendant l'exercice sous revue est due à une progression considérable du volume des opérations de la Banque durant cette période, compensée toutefois en partie par l'accroissement des frais d'administration de la Banque.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 1.716.058 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels». A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 220.576.151 francs, contre 191.050.134 francs pour l'exercice précédent et 167.920.050 francs pour l'exercice 1976-77. Sa répartition est réglée par l'article 51 des Statuts.

Conformément à cet article, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 220.576.151 francs de la manière suivante:

- 1) une somme de 79.576.151 francs est affectée au paiement du dividende de 110 francs suisses par action;
- 2) une somme de 56.400.000 francs est transférée au Fonds de réserve générale;
- 3) une somme de 8.000.000 de francs est transférée au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- 4) une somme de 76.600.000 francs, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transférée au Fonds de réserve libre que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

L'augmentation du montant en francs or du dividende par rapport à l'exercice précédent s'explique par l'appréciation du franc suisse en termes de franc or.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1979 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1979.

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, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1979 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

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

La Banque a eu à déplorer une perte douloureuse en la personne de M. Henri Deroy, décédé le 16 janvier 1979. M. Deroy avait fait partie du Conseil pendant près de trente et un ans et assumait les fonctions de Vice-Président depuis le 1er novembre 1970. A la séance du Conseil tenue le 13 février 1979, le Président a rappelé les grandes qualités professionnelles et humaines de M. Deroy ainsi que sa contribution remarquable aux activités de la Banque tout au long d'un mandat d'une durée exceptionnelle.

* * *

Le Baron Ansiaux, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 août 1978, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par M. de Strycker, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, à la séance du Conseil du 11 juillet 1978.

Au cours de la même séance, le Président a annoncé que le Dr Mario Ercolani allait prochainement abandonner son poste de Suppléant du Prof. Baffi. Le Président a exprimé au Dr Ercolani la gratitude de la Banque pour les services éminents qu'il lui a rendus.

Le Dr Antonino Occhiuto, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 novembre 1978, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par le Prof. Baffi, Gouverneur de la Banque d'Italie, à la séance du Conseil du 12 septembre 1978.

Le Président a informé le Conseil, lors de la même séance, que le Prof. Baffi avait nommé le Dr Mario Sarcinelli pour être son suppléant à la place du Dr Ercolani.

En décembre 1978, le Dr Johann Schöllhorn, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 décembre 1978, a été nommé de nouveau à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par le Dr Emminger, Président de la Deutsche Bundesbank.

Le Dr Jelle Zijlstra, dont le mandat de membre du Conseil d'administration venait à expiration le 31 mars 1979, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, à la séance du Conseil du 13 mars 1979.

Lors de la même séance, Lord O'Brien of Lothbury a été élu Vice-Président du Conseil d'administration pour une période de trois ans allant du 1er mars 1979 à la fin de février 1982.

* * *

La mort subite de M. Dennis H. Stapleton, le 11 octobre 1978, a constitué une grande perte pour la Banque. M. Stapleton, qui était entré au Service juridique de la Banque en juillet 1950, avait été promu Directeur Suppléant le 1er décembre 1968 et s'était vu confier la responsabilité de l'activité administrative de la Banque. Il avait également été nommé, à titre personnel, Secrétaire Général Adjoint le 1er janvier 1973. Lors de la séance du Conseil du 14 novembre 1978, le Président a honoré la mémoire de M. Stapleton, en hommage aux éminents et loyaux services qu'il a rendus à la Banque.

Le Dr Antonio d'Aroma, qui a été Secrétaire Général de la Banque du 1er janvier 1962 au 31 décembre 1974, Directeur Général Adjoint du 1er janvier 1975 au 31 décembre 1977 et Conseiller spécial à partir du 1er janvier 1978, a pris sa retraite à la fin de septembre 1978. A la séance du Conseil du 12 septembre 1978, le Président a exprimé au Dr d'Aroma la gratitude de tous les membres du Conseil qui ont hautement apprécié les qualités exceptionnelles dont il a fait preuve dans l'accomplissement de ses importantes fonctions.

Le 30 juin 1978, M. Charles Altenhoff, Directeur Adjoint au Département bancaire, a pris sa retraite au terme de près de vingt-quatre années de bons et loyaux services.

Le Président a annoncé, à la séance du Conseil tenue le 13 mars 1979, que la Banque avait décidé de promouvoir M. J. Mix et le Dr H. W. Mayer au grade de Directeur Adjoint à compter du 1er avril 1979.

* * *

La Banque a appris avec un profond regret la mort du Dr Antonio Rainoni, survenue le 7 décembre 1978. Le Dr Rainoni était entré au service de la Banque en 1946 et avait occupé les fonctions de Directeur au Département monétaire et économique de 1965 jusqu'à son départ en retraite, en 1976.

CONCLUSION

Les références au passé peuvent constituer un moyen utile pour débattre des problèmes de politique économique, à condition toutefois de ne pas être poussées trop loin, car elles risquent alors d'induire en erreur. Il convient de garder ce principe présent à l'esprit devant la forte tentation de faire un rapprochement entre le printemps de 1979 et l'hiver 1973-74. Certes, le prix du pétrole a été considérablement relevé, les cours des matières premières industrielles exprimés en dollars se sont accrus de plus d'un tiers en l'espace d'une année et les pays industrialisés ont vu, ainsi, leurs termes de l'échange se détériorer et l'inflation s'accélérer. Enfin et surtout, nous venons de traverser une période d'intenses perturbations monétaires.

Les différences demeurent cependant sensibles. En 1979, les pays industrialisés du monde occidental ne se trouvent pas au terme d'une longue période d'expansion rapide ayant abouti à un boom cyclique synchronisé; au contraire, nombre d'entre eux sont confrontés à un grave problème de chômage. Au niveau de l'économie internationale, la structure des paiements extérieurs a commencé récemment à s'orienter dans la bonne direction, et maints grands pays industrialisés sont en bien meilleure posture qu'en 1974 pour faire face aux conséquences d'un excédent de l'OPEP sur leur balance des paiements. De plus, l'expérience nous a enseigné que des déséquilibres en compte courant, même élevés, peuvent être financés sans trop de difficultés par le système bancaire international. En revanche, la situation de la balance des paiements des Etats-Unis est plus précaire en 1979 qu'elle ne l'était en 1973-74.

En dépit, toutefois, de ces différences marquées entre 1979 et 1973-74, une comparaison se justifie par le fait que, pendant ces deux périodes, l'augmentation rapide des prix à l'importation et la détérioration des termes de l'échange ont soumis les pays industrialisés simultanément à des pressions inflationnistes (en termes de coûts), à des impulsions déflationnistes (en termes de demande) et à une dégradation de leur revenu réel; à noter cependant que toutes ces influences ont été jusqu'ici nettement plus faibles en 1979 qu'en 1973-74, de même d'ailleurs que les tendances inflationnistes d'origine interne, sauf — mais l'exception est d'importance — aux Etats-Unis. La montée des cours des produits de base semble être due à l'accélération de la croissance dans certains pays européens, qui est intervenue à un moment où la vigueur de l'économie américaine avait déjà stimulé la demande de matières premières industrielles. Le relèvement du prix du pétrole est évidemment imputable en grande partie aux «chocs extérieurs» provoqués par la réduction des livraisons en provenance de l'Iran et par la rigueur de l'hiver, ce qui souligne une fois de plus la vulnérabilité du monde industriel du fait de sa forte dépendance envers les importations de pétrole pour son approvisionnement en énergie.

La reprise de la croissance en Europe venant s'ajouter à l'expansion en Amérique du Nord et au Japon est encore loin d'atteindre l'ampleur du boom synchronisé qui s'était produit en 1972-73. Et pourtant, le monde occidental est à l'heure actuelle confronté à des problèmes de politique économique qui, à un degré moindre cependant, ne sont pas sans ressembler à ceux qu'avait provoqués la crise pétrolière de 1973-74, et ce, dans un environnement où les anticipations inflationnistes ont survécu à une

période prolongée de sous-emploi, où l'accélération très récente de la croissance en Europe ne s'est pas encore pleinement confirmée et où le compte courant du principal pays à monnaie de réserve demeure déficitaire.

Peut-être la meilleure façon d'illustrer le dilemme international posé à la politique économique consiste-t-elle à esquisser deux scénarios extrêmes de l'évolution possible dans un proche avenir.

Dans le scénario optimiste, la reprise conjoncturelle aux Etats-Unis meurt de sa belle mort — c'est l'hypothèse d'un «atterrissage en douceur». Nous pouvons même supposer, ce qui serait plus réaliste, que l'économie américaine est gagnée par une récession modérée dont les effets au niveau des prix internes ne se feraient sentir que progressivement, mais dont l'incidence sur la balance commerciale des Etats-Unis et sur les cours mondiaux des matières premières serait presque instantanée. Ce tassement de l'activité pourrait même exercer un effet modérateur sur le prix effectif du pétrole. A leur tour, ces influences extérieures auraient probablement deux conséquences importantes. D'une part, elles consolideraient le redressement du dollar et mettraient un terme — momentanément en tout cas — aux désirs de diversification au détriment de la monnaie américaine. D'autre part, l'atténuation de la flambée des prix des matières premières et du pétrole allégerait les pressions inflationnistes d'origine externe dans les autres pays du monde occidental et en particulier, du moins l'espère-t-on, en Allemagne et au Japon — bien que cet effet de freinage sur les prix à l'importation risque, évidemment, d'être partiellement estompé par la vigueur persistante du dollar. Tout compte fait, ces deux grands pays, qui ont poursuivi des politiques fortement anti-inflationnistes, auraient les coudées plus franches pour laisser s'accroître la demande interne. En simplifiant à l'extrême, on pourrait dire que l'inflation mondiale induite par les Etats-Unis n'«évincerait» pas la croissance au Japon et en Allemagne. Par la même occasion, en s'engageant à poursuivre leur expansion, ces pays auraient toutefois une plus grande responsabilité à assumer dans le maintien de l'activité mondiale. Tout serait pour le mieux dans le meilleur des mondes: l'inflation s'atténuerait partout, le processus d'ajustement des balances de paiements ne serait pas menacé, le calme pourrait être préservé sur les marchés des changes cependant que la croissance se poursuivrait à un rythme modéré dans l'ensemble des pays industrialisés de l'Occident.

Le scénario pessimiste repose principalement sur l'hypothèse que la reprise conjoncturelle aux Etats-Unis dégénère en véritable «surchauffe» inflationniste. On pourrait alors s'attendre à voir les prix internes continuer de monter à une cadence rapide, tandis que la flambée des cours des matières premières et du prix du pétrole sur les marchés internationaux persisterait et que le mouvement d'amélioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis serait stoppé, voire inversé. Le nouvel accès de faiblesse de la monnaie américaine pourrait, dans une certaine mesure, isoler les pays dont la monnaie s'apprécierait, des effets de l'augmentation des cours en dollars des matières premières. Cependant, cette protection risquerait fort de ne pas être pleinement efficace dans un monde en proie à l'inflation. Ces pays — le Japon et l'Allemagne en particulier — intensifieraient alors leur politique restrictive afin d'empêcher les impulsions inflationnistes d'origine externe de se transmettre aux prix internes; de ce fait, leur propre expansion s'en trouverait freinée. Ainsi, leur croissance serait «évincée» par l'inflation des Etats-Unis, de sorte que le processus d'ajustement extérieur amorcé il y a un an environ aurait tendance à se renverser. Ce serait alors la pire des

situations possibles: la recrudescence des perturbations monétaires et de l'inflation mondiale aboutirait, au terme de l'effondrement du boom inflationniste prolongé aux Etats-Unis, à une récession caractérisée à l'échelle internationale.

Est-il besoin de le préciser, aucun de ces deux scénarios opposés n'a guère de chances de voir le jour; en outre, étant donné l'impossibilité de prévoir l'évolution conjoncturelle à court terme dans un monde de plus en plus exposé à des «chocs extérieurs», bien malin qui pourrait prédire que la réalité sera plus proche du premier ou du second, ou qu'elle sera simplement une combinaison d'éléments empruntés à l'un et à l'autre. Le seul mérite de cet exercice est d'attirer l'attention des responsables de la politique économique sur les avantages que comporte le scénario optimiste et sur les dangers inhérents au scénario pessimiste. Que faire pour empêcher le monde de glisser vers le deuxième plutôt que d'évoluer vers le premier?

En premier lieu, les pays occidentaux devraient s'efforcer de réduire énergiquement les importations de pétrole. Comme le soulignait le Rapport annuel de l'an dernier, ce résultat pourrait être atteint de diverses façons: adoption de mesures générales d'économies d'énergie, développement de la production pétrolière nationale ou substitution d'autres formes d'énergie au pétrole. Etant donné l'ampleur et l'urgence du problème, il sera probablement nécessaire de jouer sur les trois tableaux à la fois. Si les résultats ne se manifestaient qu'à moyen ou à long terme, cela n'aurait pas tellement d'importance. Le simple fait que les autorités s'attellent dès maintenant à cette tâche, et que l'on *s'en rende compte*, pourrait avoir des effets à court terme sur l'offre et, par voie de conséquence, sur le prix du pétrole.

En second lieu, il est essentiel qu'en l'absence de signes indubitables de ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis, c'est-à-dire en l'absence de la «mort naturelle» évoquée précédemment, le fardeau des mesures restrictives repose beaucoup plus sur les Etats-Unis que sur les pays traditionnellement excédentaires. Certes, la politique monétaire américaine revêt depuis l'automne dernier un caractère plus rigoureux, ce qui a probablement contribué au raffermissement du dollar depuis le début de 1979. Mais peut-on la considérer comme suffisamment restrictive dans une économie où l'inflation interne s'accélère? Après tout, les taux d'intérêt réels sont tout juste positifs aux Etats-Unis, alors qu'ils se tiennent à un niveau assez élevé dans certains autres pays industriels. Et peut-on considérer que les Etats-Unis ont engagé une politique budgétaire suffisamment restrictive si, au plus fort d'une phase de haute conjoncture, les comptes des administrations publiques continuent d'enregistrer un déficit — sensiblement réduit il est vrai?

Si, sous l'influence conjointe d'un heureux concours de circonstances et de l'application de politiques adéquates, le monde venait à se rapprocher davantage du scénario optimiste que de la version pessimiste, on disposerait d'un cadre utile pour traiter la plupart des questions monétaires internationales abordées dans les différents chapitres de ce Rapport: les problèmes interdépendants posés par la croissance fort rapide des réserves officielles de change et la position dominante des emprunteurs sur le marché des prêts bancaires internationaux; la consolidation et l'extension ultérieure du SME; enfin la pléthore de dollars et la diversification des réserves officielles. En revanche, tous ces problèmes pourraient se révéler insolubles si le monde évoluait vers une situation très proche du scénario pessimiste.

Considérons, tout d'abord, les problèmes étroitement liés de la croissance des réserves internationales et de la position dominante des emprunteurs sur le marché des prêts bancaires internationaux; on peut penser, comme cela est suggéré dans le Chapitre VII, qu'une amélioration fondamentale de la balance des paiements des Etats-Unis – envisagée dans le scénario optimiste – constituerait une condition nécessaire et, en grande partie, suffisante pour résoudre ces problèmes. Si le compte courant des Etats-Unis venait à se redresser au point de dégager un excédent suffisamment élevé pour compenser les sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs, la position nette de réserve du reste du monde cesserait de s'améliorer – mis à part la légère augmentation résultant des allocations de DTS. Si, en outre, la politique monétaire des Etats-Unis conservait une orientation assez restrictive pour dissuader les banques américaines de consentir des prêts à l'étranger, il est probable que la création de réserves brutes se ralentirait sensiblement. En effet, l'amélioration simultanée de la balance des paiements courants et de celle des mouvements de capitaux aux Etats-Unis réduirait la position dominante des emprunteurs dans le compartiment euro-dollar du marché des prêts bancaires internationaux, et ce pour deux raisons: d'abord, toutes choses étant égales par ailleurs, le renversement de la situation des paiements courants des Etats-Unis accroîtrait les besoins de financement du reste du monde; ensuite, les pertes de réserves subies par les pays autres que les Etats-Unis tendraient à résorber l'excédent de liquidités et à diminuer l'incitation des banques des pays excédentaires à accorder des prêts à l'étranger.

En ce qui concerne le SME, il a bénéficié sans conteste, au cours de ses premiers mois de fonctionnement, de l'accalmie sur les marchés des changes et, en particulier, du renversement des flux de capitaux spéculatifs des monnaies fortes vers le dollar. Tout ce qui se rapproche du scénario optimiste créerait un contexte favorable à de nouveaux progrès, tandis qu'une nouvelle crise du dollar ne manquerait certainement pas d'affecter la structure des taux de change intra-européens.

Il n'empêche que la consolidation et la poursuite des progrès au sein du SME requièrent davantage que la simple absence de crise du dollar. Il faut d'abord que les modifications de taux-pivots rendues inévitables par l'existence de tendances divergentes dans les pays participant au mécanisme de change du SME soient décidées et appliquées rapidement et sans heurts, si possible en évitant de faire le jeu des spéculateurs. L'histoire toute récente du défunt «serpent» fournit des éléments encourageants à cet égard. Il importe cependant de se rendre compte que, pour vaincre les obstacles qui s'opposent à de telles décisions, il faut à la fois une volonté politique, de la compétence technique et une bonne dose de chance.

Le fonctionnement adéquat du SME nécessite, ensuite, la mise en œuvre de politiques conduisant à une stabilisation des taux de change. A court terme, la politique monétaire est assurément en mesure de jouer un rôle utile à cet égard, car il s'est avéré que les écarts entre les taux d'intérêt pouvaient fort bien compenser l'incidence, sur les taux de change, des différences de taux d'inflation. Mais il serait illusoire de penser que les écarts de taux d'intérêt sont aptes, à plus long terme, à stabiliser les taux de change. En outre, l'expérience acquise récemment en matière d'objectifs monétaires dans des pays dotés d'une structure financière perfectionnée et complexe comme les Etats-Unis montre qu'il serait tout aussi dangereux de croire que la fixation d'objectifs comparables pour les agrégats monétaires – même si cela est politiquement réalisable – suffirait

à elle seule pour obtenir une convergence satisfaisante des taux d'inflation et parvenir en même temps à la stabilité des taux de change. La coordination des politiques devrait en effet s'étendre bien au-delà du domaine restreint de la politique monétaire.

Enfin et surtout, l'économie mondiale doit se rapprocher du schéma optimiste si l'on veut résoudre progressivement les problèmes soulevés par la pléthore de dollars et, en particulier, par la tendance à la diversification des réserves officielles de change au détriment du dollar.

Dans sa définition la plus large possible, l'excédent de dollars traduit le désir des débiteurs américains et étrangers d'actifs financiers libellés en monnaie américaine de diversifier leur portefeuille vers des actifs en d'autres monnaies. Ce désir est en partie une conséquence logique de la diminution graduelle du poids des Etats-Unis dans l'économie mondiale, tant en termes de produit national brut que sur le plan des échanges commerciaux et des marchés financiers; ce déclin relatif n'est d'ailleurs que la contrepartie de l'importance accrue du Japon, de l'Allemagne fédérale et d'autres grands pays. Le désir de rééquilibrage s'est trouvé renforcé par l'agitation monétaire et la dépréciation du dollar par rapport aux autres monnaies de réserve. La diversification des réserves officielles n'est qu'un aspect particulier de ce problème plus général. Les banques centrales ont eu tendance à adapter la répartition par monnaie de leurs réserves de change à celle de la dette extérieure de leur pays et à la structure par monnaie de leur commerce extérieur, ou ont simplement obéi à des considérations de gestion prudente de leur portefeuille. Certains signes révèlent clairement une tendance en ce sens, tout au moins pour les banques centrales qui n'avaient pas acquis d'avoirs en dollars dans le cadre d'une politique délibérée de soutien du cours de la monnaie américaine. Cette tendance pourrait s'accroître si les autorités des Etats-Unis décidaient de constituer des réserves en devises étrangères — puisque, par définition, elles devront détenir ces réserves en monnaies autres que le dollar.

Cette évolution soulève un certain nombre de questions épineuses d'une longue portée concernant le sort de nos arrangements monétaires internationaux. La plus importante est de savoir si l'évolution naturelle vers un système à monnaies de réserve multiples doit être considérée comme souhaitable ou s'il serait préférable de remplacer les avoirs officiels en dollars par des DTS. Il n'est pas facile de répondre, et ce pour trois raisons: tout d'abord, la réponse ne dépend pas seulement, à l'évidence, de ce qui est souhaitable, mais aussi de ce qui est possible; ensuite, une solution n'exclut pas forcément l'autre; enfin, en essayant d'apprécier l'opportunité de recourir à l'une ou à l'autre de ces deux lignes de conduite, on se réfère non pas à un système à monnaie de réserve unique parfaitement rodé, mais à un mécanisme imparfaitement géré, qui comprend à la fois des éléments empruntés de facto à un système à monnaies de réserve multiples et les DTS.

Quoi qu'il en soit, une chose est absolument certaine dans la situation actuelle: on ne pourra trouver de solution satisfaisante au problème général de la surabondance de dollars ni à celui, plus circonscrit, de la diversification des réserves officielles si la confiance dans la monnaie américaine n'est pas rétablie de façon durable. Cette affirmation comporte deux corollaires. En premier lieu, si le taux d'inflation des Etats-Unis dépassait notablement celui des autres grands pays industriels, il en résulterait nécessairement une accélération de la tendance à long terme à une diversification au détriment

du dollar. En second lieu, la persistance d'un déficit élevé des paiements courants des Etats-Unis, aggravé par des sorties de capitaux, ajouterait un problème de «flux» au problème de «stocks» que posent dès maintenant les avoirs en dollars jugés excédentaires par des non-résidents. Une diversification à un tel rythme et d'une telle ampleur deviendrait incontrôlable. Aucun artifice institutionnel ne permettrait de garder la situation en main, et il ne resterait plus qu'à s'accommoder du développement anarchique de nouveaux centres de réserve, ce qui ne serait dans l'intérêt de personne.

Toute nouvelle amélioration de la balance américaine des paiements risquerait à coup sûr de poser des problèmes de politique économique à d'autres pays occidentaux. Ceux-ci ne pourraient combattre l'inflation par le biais de l'appréciation de leur monnaie par rapport au dollar; en même temps, leur politique devrait faciliter le fonctionnement du processus d'ajustement international plutôt que de l'entraver. Pareille tâche pourrait se révéler difficile en présence d'un excédent croissant de l'OPEP. Tout bien considéré, cependant, une réédition de la crise du dollar de 1978 produirait des effets perturbateurs immédiats bien plus graves que les difficultés pouvant découler d'un regain de confiance dans le dollar.

La conclusion générale de ce Rapport peut donc se résumer en deux points. Premièrement, la poursuite du redressement de la balance des paiements des Etats-Unis est nécessaire, tant pour assurer à l'économie mondiale une croissance moins inflationniste que pour aider à résoudre certains problèmes majeurs que pose le système monétaire international. En second lieu, dès lors que cette amélioration se manifesterait, il serait du devoir des pays à monnaie forte d'appliquer une politique susceptible de rendre tolérables, à la fois pour les Etats-Unis et pour le reste du monde, le changement d'orientation dans les comptes extérieurs des Etats-Unis et le ralentissement d'activité que cette évolution impliquerait pour l'économie de ce pays. Tel est le défi lancé aux pays industriels de l'Occident pour les inciter à mieux coordonner leurs politiques. Les chances d'une telle coordination peuvent paraître minces si l'on s'en réfère aux expériences passées. Mais existe-t-il une autre voie?

RENÉ LARRE
Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1979

ACTIF

BILAN AU

(Avant et après répartition)

	Francs or
Or	4.986.630.778
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	93.015.952
Bons du Trésor	1.284.678.208
Dépôts à terme et avances	
A 3 mois au maximum	34.434.042.155
A plus de 3 mois	<u>24.242.827.905</u>
	58.676.870.060
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	1.773.808.116
A plus de 3 mois	<u>2.483.989.919</u>
	4.257.798.035
Divers	1.109.621.163
Terrain, immeubles et installations	<u>1</u>
	<u><u>70.408.614.197</u></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 1979, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 325.834.663 francs or.

31 MARS 1979

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	519.847.193		576.247.193
Fonds spécial de réserve de dividendes	75.175.781		83.175.781
Fonds de réserve libre	<u>567.118.200</u>		<u>643.718.200</u>
		1.192.211.487	1.339.211.487
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	3.907.620.845		
A 3 mois au maximum	49.449.781		
A plus de 3 mois	8.611.110		
Autres déposants			
A vue	<u>33.082.685</u>		
		3.998.764.421	3.998.764.421
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	855.352.936		
A 3 mois au maximum	48.412.926.736		
A plus de 3 mois	12.555.564.510		
Autres déposants			
A vue	72.359.383		
A 3 mois au maximum	384.774.237		
A plus de 3 mois	<u>1.687.253.833</u>		
		63.968.231.635	63.968.231.635
Divers		728.127.378	728.127.378
Compte de profits et pertes		220.576.151	—
Dividende payable le 1er juillet 1979		—	79.576.151
		<u>70.408.614.197</u>	<u>70.408.614.197</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, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1979 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Zurich, le 30 avril 1979

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1979

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	297.388.044
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	843.503
Direction et personnel	53.069.564
Frais de bureau et divers	<u>21.182.768</u>
	75.095.835
Excédent net d'exploitation	222.292.209
Moins: Montant transféré à la Provision pour frais d'administration exceptionnels	<u>1.716.058</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1979	220.576.151
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	79.576.151
	<u>141.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale	56.400.000
	<u>84.600.000</u>
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	8.000.000
	<u>76.600.000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre	76.600.000
	<u>—</u>

Évolution de la Provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1979

	<u>Francs or</u>
Solde au 1er avril 1978	24.932.478
Plus: Différence de change	2.843.833
	<u>27.776.311</u>
Moins: Amortissement des dépenses encourues	<u>18.755.841</u>
Solde au 31 mars 1979, incorporé dans le poste Divers (Passif)	<u>9.020.470</u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
The Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londres	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
 Dr Antonino Occhiuto, Rome
 The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londres
 Dr Johann Schöllhorn, Kiel
 Cecil de Strycker, Bruxelles

Suppléants

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
 Dr Mario Sarcinelli, Rome, ou
 Dr Giovanni Magnifico, Rome
 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

Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
Dr Warren D. McClam	Directeur Suppléant
M.G. Dealtry	Directeur Suppléant
R.G. Stevenson	Directeur Adjoint
Rémi Gros	Directeur Adjoint
André Bascoul	Directeur Adjoint
Paul A. Hauser	Directeur Adjoint
Joachim Mix	Directeur Adjoint
Dr H.W. Mayer	Directeur Adjoint