

# **BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**CINQUANTE-DEUXIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1981 - 31 MARS 1982**

**BÂLE**

**14 juin 1982**

## TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction . . . . .	1
I. La voie étroite de la politique économique . . . . .	3
II. Récession, reprise et croissance: problèmes et politiques . . .	10
Faits saillants (p. 10); demande et production: évolution à court terme (p. 12); problèmes du secteur public (p. 15); le budget des Etats-Unis (p. 15); le problème des déficits budgétaires chroniques (p. 21); l'importance du secteur public (p. 24); la situation dans le domaine de l'énergie (p. 28); investissement fixe et croissance lente (p. 30); investissement et épargne (p. 31); implications d'une croissance lente (p. 36).	
III. Inflation et chômage . . . . .	39
Faits saillants (p. 39); évolution récente des prix (p. 40); hausse rapide des cours des matières premières, taux de change et prix intérieurs (p. 44); salaires, productivité et chômage (p. 48); l'arbitrage inflation/chômage (p. 52); croissance de l'emploi et de la population active (p. 55); les rigidités du marché du travail (p. 57); extirper l'inflation: la fin justifie-t-elle les coûts? (p. 58); considérations de politique économique (p. 62).	
IV. Politique monétaire et marchés des capitaux . . . . .	66
Faits saillants (p. 66); principales caractéristiques de l'évolution récente des taux d'intérêt (p. 67): <i>taux d'intérêt nominaux</i> (p. 67), <i>variabilité des taux d'intérêt</i> (p. 70), <i>taux d'intérêt réels</i> (p. 71), <i>structure par échéance des taux d'intérêt</i> (p. 72), <i>taux d'intérêt et taux de change</i> (p. 73); facteurs déterminants de l'évolution des taux d'intérêt (p. 74): <i>orientation de la politique monétaire</i> (p. 75), <i>masse monétaire réelle</i> (p. 77), <i>vitesse-revenu</i> (p. 79), <i>crédit bancaire</i> (p. 79); situations financières du secteur privé et marchés du crédit (p. 80); besoins de financement du secteur public et marchés financiers (p. 82); «déréglementation» et innovation financière (p. 85); anticipations inflationnistes, primes de risque et autres facteurs (p. 87); implications structurelles des taux d'intérêt élevés et variables (p. 88); objectifs et techniques de politique monétaire (p. 90): <i>objectifs monétaires et évolution des agrégats</i> (p. 90), <i>la régulation monétaire à court terme</i> (p. 92), <i>le problème de plus en plus complexe de la définition de la monnaie</i> (p. 94), <i>les innovations financières</i> (p. 97); objectifs monétaires: rôle de la souplesse opérationnelle (p. 98).	
V. Balances extérieures des paiements . . . . .	102
Faits saillants (p. 102); structure globale des balances de paiements (p. 103): <i>évolution des transactions courantes</i> (p. 103), <i>financement des déséquilibres globaux des paiements</i> (p. 110); évolution des balances des paiements dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse (p. 112): <i>ajustements des balances des paiements courants</i> (p. 112), <i>flux de capitaux et financement des déséquilibres extérieurs</i> (p. 122).	

## VI. Marchés internationaux du crédit et des capitaux . . . . . 129

Faits saillants (*p. 129*); crédits internationaux: évolution des agrégats en 1981 (*p. 130*); principaux facteurs d'influence (*p. 132*); origines et emplois des fonds bancaires internationaux (*p. 138*); utilisation du secteur bancaire international par les résidents des secteurs non bancaires des pays du Groupe des Dix (*p. 142*); ventilation par monnaie de l'activité bancaire internationale (*p. 145*); évolution sur les divers marchés (*p. 146*); les marchés des obligations internationales (*p. 151*).

## VII. La scène monétaire internationale . . . . . 160

Faits saillants (*p. 160*); évolution des taux de change (*p. 161*); variabilité quotidienne des cours de change au comptant du dollar (*p. 172*); variations des taux de change réels et des positions concurrentielles internationales (*p. 174*); production d'or et marché de l'or (*p. 179*); réserves et liquidité internationale (*p. 182*).

## VIII. Activités de la Banque . . . . . 190

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (*p. 190*); opérations de la Banque (*p. 193*): *passif (composition des ressources)* (*p. 194*), *actif (utilisation des ressources)* (*p. 197*), *opérations à terme sur or* (*p. 199*); bénéfice net et répartition (*p. 199*); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier, et comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (*p. 200*); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (*p. 201*); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (*p. 203*).

## Conclusion. . . . . 206

\*                    \*

\*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1982.

## LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

Page

### Récession, reprise et croissance: problèmes et politiques

Grands pays industrialisés: variations du produit national brut en volume et de ses composantes . . . . .	12
Production industrielle* . . . . .	13
Déficit budgétaire de l'Etat fédéral américain et épargne brute du secteur privé . . . . .	16
Activité de crédit de l'Etat fédéral américain . . . . .	18
Déficits financiers des administrations publiques en pourcentage de l'épargne brute du secteur privé, 1966-81 . . . . .	22
Dépenses des administrations publiques par rapport au PNB* . . . . .	26
Croissance économique et part des dépenses publiques dans le PNB* . . . . .	27
Consommation d'énergie et de pétrole dans les pays de l'OCDE . . . . .	28
Investissement productif des entreprises (en volume) . . . . .	31
Investissement intérieur brut en capital fixe . . . . .	32
Part des salaires dans le revenu total des facteurs internes . . . . .	34
Taux de l'épargne interne brute . . . . .	36

### Inflation et chômage

Inflation dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse* . . . . .	41
Hausse des prix à la consommation* . . . . .	42
Variations des prix à la consommation . . . . .	43
Cours mondiaux des matières premières: pétrole et produits de base non pétroliers* . . . . .	44
Prix des biens échangés avec l'extérieur, prix intérieurs et taux de change effectifs* . . . . .	46
Variations des salaires nominaux . . . . .	49
Coûts unitaires de main-d'œuvre* . . . . .	50
Salaires et productivité dans l'industrie de transformation, 1974-76 et 1979-81 . . . . .	51
Chômage . . . . .	51
Inflation et chômage, 1960-82* . . . . .	53
Population active et emploi . . . . .	56

### Politique monétaire et marchés des capitaux

Taux d'intérêt à court et à long terme* . . . . .	68
Variabilité d'un mois à l'autre des taux d'intérêt . . . . .	70
Variabilité d'un jour à l'autre des taux d'intérêt à court terme . . . . .	71
Taux d'intérêt réels à court et à long terme* . . . . .	72
Masse monétaire, taux d'intérêt et taux de change* . . . . .	73
Taux d'expansion monétaire . . . . .	75
Masse monétaire réelle et PNB réel* . . . . .	76
Variations de la vitesse-revenu de la masse monétaire aux sens large et étroit* . . . . .	78
Système monétaire - crédit aux entreprises et aux particuliers et crédit interne total . . . . .	80
Emprunts et endettement des pouvoirs publics . . . . .	83
Epargne financière nette . . . . .	84
Agrégats monétaires et de crédit: objectifs et taux d'expansion . . . . .	91

	Page
Variabilité des fluctuations des agrégats monétaires . . . . .	92
Variabilité des fluctuations de M <sub>1</sub> aux Etats-Unis . . . . .	93
Contribution de certaines composantes à la croissance de la masse monétaire au sens large . . . . .	96
 <b>Balances extérieures des paiements</b>	
Soldes des paiements courants dans le monde, 1979-81 . . . . .	104
Variations des composantes de la balance des paiements courants des pays de l'OPEP, 1980-81 . . . . .	105
Variations des composantes de la balance commerciale globale des pays du Groupe des Dix et de Suisse, 1979-81 (estimations) . . . . .	106
Répartition de l'excédent des pays de l'OPEP disponible à des fins d'investissement, 1980-81 (estimations) . . . . .	110
Composantes des variations des balances des échanges non pétroliers dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse, 1980-81 (estimations) . . . . .	114
Pays du Groupe des Dix et Suisse: flux de capitaux et financement des déséquilibres extérieurs, 1980-81 . . . . .	122
 <b>Marchés internationaux du crédit et des capitaux</b>	
Prêts sur les marchés internationaux (estimations): variations des créances extérieures des banques et émissions d'obligations internationales . . . . .	131
Taux débiteur de base aux Etats-Unis, taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux* . . . . .	134
Répartition géographique des flux bancaires internationaux . . . . .	139
Le secteur bancaire international comme collecteur de dépôts et source de crédits des secteurs non bancaires des pays du Groupe des Dix et de Suisse . . . . .	143
Ventilation par monnaie des flux d'euro-monnaies . . . . .	146
Variations des positions extérieures des banques situées dans les pays déclarants et de certaines succursales offshore des banques américaines . . . . .	148
Emissions d'obligations internationales . . . . .	151
Taux des dépôts en euro-monnaies et rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux* . . . . .	154
Répartition géographique des positions extérieures des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore des banques américaines . . . . .	156
Ventilation par monnaie des positions extérieures en monnaies étrangères des banques situées dans les pays européens déclarants . . . . .	157
Avoirs et engagements extérieurs des banques situées dans les divers pays déclarants et de certaines succursales offshore des banques américaines . . . . .	158-159
 <b>La scène monétaire internationale</b>	
Variations des taux de change bilatéraux par rapport au dollar EU dans certains pays industriels, 1980-82* . . . . .	162

	Page
Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-82* . . .	163
Allemagne et Etats-Unis: variations du cours de change au comptant et des écarts de taux d'intérêt, 1980-82* . . . . .	165
Variations des taux de change nominaux, janvier 1981-avril 1982 . . . . .	166
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1981-82* . . .	168
Evolution des taux de change nominaux et réels des autres monnaies du SME par rapport au deutsche mark et des écarts de taux d'inflation entre les autres par- ticipants du SME et l'Allemagne, 1976-82* . . . . .	171
Variabilité quotidienne de certains cours de change au comptant du dollar, 1973-82* . . . . .	173
Variations des taux de change effectifs réels en termes de prix relatifs de gros des produits industriels pour certains pays industrialisés, 1973-82* . . . . .	175
Variations des taux de change effectifs réels en termes de coûts salariaux unitaires relatifs dans certains pays industrialisés, 1973-82* . . . . .	176
Production d'or dans le monde (estimations) . . . . .	179
Origine et utilisation de l'or (estimations) . . . . .	180
Cours de l'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1980-82* . . . . .	181
Variations des réserves globales, 1979-81 . . . . .	183
Structure des placements des réserves en devises, 1977-81 . . . . .	188

### Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des trois derniers exercices . . . . .	193
Evolution de la composition des ressources au cours des trois derniers exercices . .	194
Fonds empruntés d'après leur origine . . . . .	195
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir . . . . .	196
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements . . . . .	197
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir . . . .	198
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier . . . . .	201

# CINQUANTE-DEUXIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à  
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE  
de la  
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX  
tenue à  
Bâle, le 14 juin 1982

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-deuxième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1981 et clos le 31 mars 1982.

Après transfert de 857.665 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels», le bénéfice net de l'exercice s'élève à 66.938.821 francs or, contre 67.004.609 francs or au titre du précédent exercice.

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 16.938.821 francs or au paiement d'un dividende de 135 francs suisses par action.

Le Conseil recommande en outre de transférer 20.000.000 de francs or au Fonds de réserve générale, 2.000.000 de francs or au Fonds spécial de réserve de dividendes et le reliquat du bénéfice net, soit 28.000.000 de francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1981-82 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1982.

## I. LA VOIE ÉTROITE DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Le fait dominant de 1981 et des premiers mois de 1982 a été la quasi-stagnation de l'activité économique dans le monde industriel occidental considéré dans son ensemble, avec, comme conséquence, une forte montée du chômage. La description et l'analyse de ce phénomène préoccupant, l'évaluation de ses conséquences – positives et négatives –, l'examen des choix ouverts aux gouvernements en matière de politique économique fournissent la trame de ce Rapport. Ce chapitre introductif présente les points saillants de l'analyse, examine plus en détail le rôle des taux d'intérêt réels élevés, mais laisse le soin à la Conclusion de dégager les principales recommandations de politique économique. Il insiste essentiellement sur le fait que le monde industriel occidental se trouve actuellement dans une situation extrêmement instable. Des progrès notables ont été obtenus dans la lutte contre l'inflation, mais les anticipations inflationnistes sous-jacentes demeurent vives; de plus, de nombreuses forces poussent l'économie mondiale vers la stagnation.

Plusieurs facteurs ont contribué au blocage de la croissance. Certains d'entre eux ne sont guère récents et continuent à porter une responsabilité dans le ralentissement général du développement économique depuis près de dix ans. L'effritement de la rentabilité des entreprises joue un rôle décisif dans la faiblesse du volume global des investissements, tandis que le niveau du coût réel du travail oriente ceux-ci vers les économies de main-d'œuvre plutôt que vers l'expansion. L'expérience inflationniste et la forte variabilité des cours de change, qui elles non plus ne datent pas d'hier, aggravent le climat d'incertitude entourant les décisions économiques, pèsent sur la formation du capital et conduisent à une mauvaise affectation des ressources. Le poids croissant des charges fiscales et parafiscales décourage l'initiative et la volonté de travail et contribue à l'éclosion d'une économie parallèle, avec les distorsions inévitables qu'un tel développement comporte. D'une manière plus générale, la part croissante du secteur public paralyse progressivement l'activité des entreprises, tandis que l'aversion justifiée à l'égard des déficits élevés des finances publiques empêche la mise en œuvre d'une politique budgétaire de soutien de la conjoncture de type traditionnel.

L'influence de ces facteurs de freinage, opérant en durée et en profondeur, a été renforcée par celle du double choc pétrolier, le second ayant dominé l'économie mondiale en 1980 et 1981 par son impact déflationniste direct et indirect, par l'accélération qu'il a imprimée à la hausse des prix et par les graves déséquilibres qu'il a créés dans les paiements internationaux.

Enfin, il ne fait guère de doute que l'orientation restrictive des politiques économiques mises en œuvre depuis deux ans a contribué au ralentissement de la croissance. Contrairement à ce qui s'était passé au lendemain du premier choc pétrolier, quand les réactions des gouvernements avaient été fort différentes selon les pays, la quasi-totalité des pays importants ont décidé, face à la deuxième vague de relèvements des prix pétroliers, d'accorder à la lutte contre l'inflation la priorité parmi les objectifs de la politique économique. Ils n'avaient d'ailleurs pas le choix.



Au plan de l'économie internationale, les pays qui avaient souffert des cercles vicieux dépréciation/inflation n'ont pas voulu renouveler cette expérience désastreuse, tandis que les autres, compte tenu des dangers de l'inflation importée, ont essayé de sauvegarder la fermeté de leurs taux de change; au plan de l'économie intérieure, personne n'a été tenté de se prévaloir de l'arbitrage inflation/chômage pour augmenter l'emploi, tous ayant acquis la conviction que l'accélération de l'inflation et l'accroissement du chômage sont allés de pair. Retenant les leçons du passé, les responsables des politiques macro-économiques ont pris ainsi, avec une rare unanimité, une orientation globalement restrictive. Comme l'inflation s'est avérée tenace, ces politiques ont abouti, dans un premier temps, à l'infléchissement de l'activité.

Du point de vue monétaire, l'aspect le plus frappant, et en même temps le plus inquiétant, de l'évolution économique récente a été la généralisation de taux d'intérêt réels élevés. Ceux-ci étant mesurés par rapport au rythme courant de hausse des prix, la décélération récente de l'inflation a encore aggravé le phénomène. Le niveau atteint par ces taux empêche la reprise des investissements, détériore la structure financière des entreprises et alourdit considérablement la charge financière de la dette extérieure des pays qui ont emprunté sur le marché international. Il bloque donc la croissance et rend vulnérables les intermédiaires financiers.

L'existence de taux réels élevés, fait inhabituel depuis la fin de la guerre dans un environnement de stagnation, peut s'expliquer tant par le jeu de facteurs présents un peu partout dans le monde industriel que par l'influence spécifique, sur le Japon et la République fédérale d'Allemagne, du niveau exceptionnellement élevé atteint par les taux réels aux Etats-Unis.

C'est le dosage des politiques anti-inflationnistes — la «policy mix» — qui porte une bonne part de la responsabilité dans le maintien de hauts taux d'intérêt réels. Dans la majorité des pays, la lutte contre l'inflation a reposé essentiellement sur la politique monétaire restrictive, comme en témoigne le fléchissement, en termes réels, d'un grand nombre d'agrégats monétaires. En revanche, à quelques exceptions près, les politiques budgétaires n'ont pas appuyé l'action anti-inflationniste des autorités monétaires. Certes, il est malaisé de mesurer l'impulsion de la politique budgétaire dans un environnement qui combine le sous-emploi avec l'inflation: le déficit effectif du secteur public porte lui-même les traces et du chômage et de la hausse des prix. Il en va peut-être de même de l'épargne financière réelle des ménages. On peut néanmoins affirmer que, dans bon nombre de pays, les politiques budgétaires et fiscales n'ont guère été restrictives, surtout si on les considère par rapport aux tendances de croissance à long terme du secteur public, et que dans certains cas importants elles sont restées, ou devenues, franchement expansionnistes.

La ténacité des anticipations inflationnistes contribue aussi au niveau élevé des taux réels. Il n'est guère possible d'expliquer, de manière pleinement satisfaisante, la persistance de taux réels élevés dans une période de récession, sinon par l'hypothèse que la décélération récente de l'inflation est considérée comme un phénomène temporaire — ce qui est simplement une autre façon de dire que les

taux réels, mesurés en termes de rythme d'inflation attendue, ne sont peut-être pas tellement élevés. La difficulté d'infléchir les anticipations inflationnistes ne doit pas étonner. Celles-ci se nourrissent d'une longue expérience de hausse des prix, de l'observation de nombreuses rigidités dans la formation des salaires et des revenus et de doutes sur la détermination des pouvoirs publics de poursuivre une politique anti-inflationniste constante. Il faudrait à la fois la poursuite tenace de politiques restrictives et un processus durable de «désinflation» pour que le rythme de l'inflation anticipée se confonde avec celui de l'inflation courante. Pareille expérience permettrait certainement de ramener les taux d'intérêt nominaux et réels à des niveaux plus acceptables — mais au bout de combien de temps?

La persistance des anticipations inflationnistes n'est pas étrangère au déficit des pouvoirs publics. Il est peut-être vrai que, fort de l'expérience passée, le public attribue à l'expansion excessive de la masse monétaire la responsabilité principale de l'entretien du processus inflationniste. Mais il est tout aussi vrai que le public associe la croissance trop rapide des agrégats monétaires à l'ampleur des besoins de financement des autorités: il s'attendra à ce que le déficit public aboutisse tôt ou tard au financement monétaire. En d'autres termes, un déficit durablement élevé, et surtout en voie d'expansion, entretiendra dans l'opinion la crainte de ne pouvoir guère compter sur la détermination des autorités de poursuivre la lutte contre l'inflation jusqu'à son aboutissement.

Parmi les pays industriels développés, c'est aux Etats-Unis que les taux d'intérêt réels ont atteint, au printemps de 1982, le niveau le plus élevé: ils ont dépassé les 7% sur le marché à long terme, alors que dans les autres grands pays le taux comparable se situait entre 2½ et 5%. La position en flèche des Etats-Unis n'a rien de surprenant. C'est là-bas, en effet, que le conflit est le plus aigu entre une politique monétaire clairement anti-inflationniste et une politique budgétaire délibérément expansionniste. Malgré des problèmes de plus en plus complexes de définition et de mesure, la décélération tendancielle du rythme d'augmentation de la masse monétaire au sens étroit y semble impressionnante; dans le même temps, même si le déficit courant des pouvoirs publics reste encore modéré par rapport à celui d'autres pays, en tout cas par rapport à la dimension de l'économie, toutes les prévisions font état d'un besoin de financement du Trésor en nette expansion dans l'avenir.

Au conflit entre l'orientation de la politique monétaire et celle de la politique budgétaire doivent s'ajouter d'autres facteurs tendant à maintenir les taux d'intérêt réels à un niveau élevé aux Etats-Unis. Il convient de mentionner, en premier lieu, la déductibilité fiscale des charges d'intérêt, dont l'application est plus générale aux Etats-Unis que dans la plupart des autres pays. En second lieu, la demande de crédit du secteur privé demeure forte, peut-être sous l'influence de la détérioration de la rentabilité des entreprises.

Enfin, deux autres facteurs doivent être relevés, qui concernent l'un et l'autre les techniques de régulation monétaire utilisées aux Etats-Unis. Tout d'abord, les difficultés à court terme que les autorités monétaires américaines ont rencontrées dans la réalisation de leurs objectifs quantitatifs — difficultés qui sont amplifiées

dans un milieu financier fortement innovateur et en présence de puissants courants économiques perturbés — peuvent avoir introduit une dose d'incertitude dans le jugement que portent les agents économiques sur la détermination de la Réserve fédérale de poursuivre sa politique anti-inflationniste. Cela n'a accru cependant que très légèrement l'incertitude plus profonde suscitée par la perspective de voir se maintenir des déficits budgétaires élevés. L'incertitude générale semble avoir subsisté jusqu'à présent, en dépit de la diminution notable du taux d'expansion de  $M_1$  pour l'ensemble de l'année 1981 et du net recul du rythme de l'inflation. Deuxièmement, l'instabilité accrue des taux d'intérêt à court terme a pu ajouter une autre sorte de prime d'incertitude aux taux à long terme. Paradoxalement, le succès stratégique des autorités monétaires américaines dans la lutte contre l'inflation et ce qui pourrait constituer, strictement parlant, un échec tactique — l'instabilité simultanément accrue des taux d'intérêt et des agrégats monétaires — ont conjugué leurs effets à l'incidence exercée par le budget pour pousser les taux réels à long terme vers le haut. Reste à savoir si l'influence des facteurs purement techniques sur le marché à long terme est un phénomène durable ou si elle s'inscrit dans le cadre d'une assez longue période expérimentale qu'il n'est sans doute pas possible d'éviter lorsqu'on utilise une nouvelle méthode de régulation, en particulier dans une période caractérisée par la conjonction d'intenses innovations financières et d'une lutte active contre l'inflation.

Le niveau des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis est un phénomène inquiétant en lui-même, compte tenu de l'influence qu'il exerce sur l'activité économique américaine et, par ce canal, sur celle du reste du monde. Il l'est aussi dans la mesure où il tend à soutenir directement le niveau des taux ailleurs. Certes, il serait exagéré d'attribuer à la situation sur les marchés monétaires et financiers américains la responsabilité exclusive du niveau actuel des taux d'intérêt dans les autres pays industriels; comme il a été dit plus haut, presque partout les pouvoirs publics opèrent des ponctions non négligeables sur les marchés et les anticipations inflationnistes demeurent vives aussi pour d'autres raisons. Du reste, bien que les taux nominaux apparaissent historiquement très élevés dans certains pays, les taux réels ne le sont pas. Enfin, même si cela n'est qu'une piètre consolation, les autorités de différents pays ont essayé, à des degrés divers, de protéger le niveau de leurs taux d'intérêt en laissant se déprécier leur taux de change.

On peut néanmoins soutenir qu'en l'absence de l'influence américaine, dans deux grands pays au moins, au Japon et en Allemagne fédérale, les taux d'intérêt nominaux et réels se seraient trouvés, au printemps de 1982, à des niveaux plus conformes aux exigences de l'équilibre interne de ces pays. Il est vrai que cette influence n'est plus aussi puissante qu'elle l'était l'an dernier pour l'Allemagne et il y a deux ans pour le Japon. A cette époque, les déficits en compte courant des deux pays entraînaient spontanément leur monnaie respective à la baisse, au moment même où la forte hausse du prix du pétrole ravivait les déficits extérieurs et la poussée inflationniste interne. Les autorités des deux pays n'avaient guère d'autre choix que de laisser leurs propres taux d'intérêt être entraînés dans le sillage des hauts taux américains.

Au printemps de 1982, la situation est devenue quelque peu différente. Tant le Japon que l'Allemagne fédérale se sont ménagé une certaine marge de

manœuvre à l'égard des conditions prévalant sur les marchés monétaires des Etats-Unis, et ce, pour deux raisons. D'une part, leurs balances des paiements courants se sont redressées; de l'autre, la dépréciation du yen et du deutsche mark face au dollar n'a plus de conséquences inflationnistes de même ampleur, eu égard au fléchissement des prix du pétrole et d'autres matières premières cotées en dollars. Néanmoins, en dépit de cette marge de liberté acquise, la dépendance des taux des marchés allemand et japonais de ceux du marché américain, quoique affaiblie, n'a pas totalement disparu: la force du dollar a commandé le maintien des taux à un palier inutilement élevé par rapport aux besoins de l'équilibre intérieur des économies allemande et japonaise.

Comment évaluer les incidences économiques générales de la quasi-stagnation du monde industriel développé? Toutes ne sont pas négatives, loin de là.

Parmi les incidences positives, il faut relever en tout premier lieu la nette décélération de l'inflation, qui est devenue quasi générale depuis la fin de 1981, après s'être d'abord manifestée au Japon, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Le Rapport de l'an dernier laissait déjà prévoir le début d'une telle évolution. Cet espoir-prévision semble être devenu une réalité, d'autant plus que le fléchissement du taux d'inflation ne peut pas être attribué simplement à l'évolution du marché pétrolier, à la baisse des prix des matières premières ou à d'autres événements qui pourraient s'avérer passagers. Il s'explique aussi par l'évolution plus favorable de l'inflation tendancielle, c'est-à-dire par le ralentissement récent du rythme d'augmentation des salaires nominaux et par le fléchissement, depuis plus longtemps déjà, des salaires réels. Ce dernier développement est capital, non seulement parce qu'il conditionne de manière durable le succès de la lutte contre l'inflation, mais aussi parce qu'il est susceptible de préparer le terrain à une reprise des investissements et au redéploiement des structures industrielles. Là où il se manifeste, il reflète la décision des ménages de supporter une partie de la ponction opérée sur les revenus réels par les deux chocs pétroliers. Il pourrait ainsi porter remède, à terme, à l'un des déséquilibres dont souffrent nos économies, à savoir la détérioration fondamentale de la rentabilité des entreprises.

La deuxième incidence positive est celle qui s'est exercée sur le marché pétrolier. L'affaiblissement du prix du pétrole et la disparition intégrale du surplus de l'OPEP constituent l'événement majeur de l'hiver 1981-82. Un nouveau relèvement des prix pétroliers, surtout en termes réels mais même en valeur nominale, aurait entraîné la persistance, pour une durée indéterminée, tant de la stagflation que des graves déséquilibres dans les paiements internationaux — autant de facteurs de blocage de la croissance. La contrainte énergétique, sans être levée dans une perspective à long terme, s'est singulièrement relâchée à court terme. A un moment où l'on commençait à se poser des questions au sujet de la capacité du système bancaire mondial de continuer à financer les grands déficits engendrés par le surplus de l'OPEP et où les banques se trouvaient soumises à des chocs politiques de toute nature, la disparition de l'excédent de l'OPEP doit être considérée comme un événement d'une portée exceptionnelle. Elle est d'autant plus remarquable qu'elle ne peut être attribuée à la seule influence des tendances récessionnistes dans le monde. Les économies dans la consommation de pétrole, dues à

la fois à la compression des dépenses énergétiques globales et à la substitution d'autres sources énergétiques au pétrole, y ont contribué tout autant, peut-être même davantage. Ces économies reflètent la remarquable capacité d'adaptation du marché et démontrent, s'il en était besoin, l'efficacité d'un système de prix fonctionnant librement. Elles constituent en elles-mêmes un événement réjouissant.

Parmi les éléments négatifs du bilan, le plus lourd à porter, à l'intérieur des pays industriels, est le poids du chômage. Celui-ci a commencé à se développer dès le début des années soixante-dix. Dans un premier temps, l'expansion relativement rapide de la force de travail, commandée à la fois par des facteurs démographiques et par le relèvement du taux d'activité féminin, n'avait pas trouvé de contrepartie suffisante dans l'augmentation de l'emploi, qui était pourtant demeurée vigoureuse dans plusieurs pays. Le chômage ainsi créé comportait déjà bon nombre d'inconvénients; celui qui a surgi plus récemment, sous l'influence du fléchissement de l'emploi dans presque toutes les économies industrielles avancées, est devenu intolérable. Et les perspectives sont franchement mauvaises: la faiblesse passée de la formation de capital rendrait difficile, même en cas de reprise conjoncturelle, la réalisation d'un niveau d'emploi acceptable.

Au plan international, l'anémie de l'activité dans le monde industriel a provoqué un net ralentissement de la croissance dans les pays en voie de développement et la détérioration de leurs termes de l'échange. Compte tenu du niveau de vie de ces pays, ce ralentissement entraîne des sacrifices bien plus lourds que ce qu'implique la quasi-stagnation pour les pays en cours d'industrialisation à revenus élevés. Cette remarque est évidente pour les plus pauvres d'entre eux. Elle s'applique aussi aux nombreux pays en cours d'industrialisation qui ont déjà «décollé»: comment peuvent-ils poursuivre le processus de développement? Le haut niveau des taux d'intérêt, face à des termes de l'échange détériorés, pèse de plus en plus sur le service de leur dette extérieure et il est susceptible d'annuler une bonne partie, sinon la totalité, du gain dérivé du fléchissement du prix du pétrole. Compte tenu de la faiblesse relative de leur consommation d'énergie, ces pays ne pourraient ainsi bénéficier du retournement spectaculaire du marché pétrolier qu'indirectement, grâce aux incidences positives que ce retournement serait susceptible d'avoir sur la croissance du monde industriel.

C'est peut-être la première fois depuis la fin de la guerre que les pays industriels se trouvent confrontés à une situation aussi contrastée: d'une part, la lutte contre l'inflation a enregistré des succès notables et l'évolution du marché pétrolier a fait disparaître un puissant facteur de déséquilibre dans les paiements internationaux; d'autre part, l'aggravation du chômage dans les pays industriels et la détérioration inquiétante de la position des pays en voie de développement, y compris de celle de certains pays pétroliers, constituent une source de préoccupation majeure.

Il s'agit d'une situation qui correspond, pour utiliser le jargon des économistes, à un équilibre fondamentalement instable. Ce qui est acquis ne l'est pas encore assez solidement pour qu'il ne puisse pas être aisément reperdu si les politiques anti-inflationnistes devaient être relâchées prématurément. En même temps, il serait erroné de sous-estimer la puissance des facteurs susceptibles de

freiner la reprise ordonnée de la croissance économique ou de déprimer encore davantage l'économie mondiale. Parmi ces facteurs, le niveau élevé des taux d'intérêt réels, commenté en détail dans le présent chapitre, figure en première place. Mais il y en a d'autres, analysés dans le corps du Rapport: la contraction de la liquidité internationale; l'incidence perturbatrice des nombreuses incertitudes politiques sur le marché bancaire international; enfin, le comportement des cours de change qui affichent une grande instabilité et, dans certains cas, vont carrément à l'encontre de l'évolution de la position compétitive du pays.

Entre les dangers de la réaccélération de l'inflation et les risques inhérents à une stagnation prolongée, la voie semble bien étroite.

## II. RÉCESSION, REPRISE ET CROISSANCE: PROBLÈMES ET POLITIQUES

### Faits saillants

Au début de 1981, l'expansion de la production dans le monde industrialisé avait amorcé une légère accélération, sous l'effet notamment du redémarrage de l'économie américaine au sortir de la brève récession survenue au milieu de 1980 et de l'atténuation progressive des effets du second choc pétrolier. Pour les pays industrialisés considérés dans leur ensemble, une nouvelle période de stagnation s'est cependant installée presque aussitôt. A la fin de l'année, alors que les politiques de régulation de la demande conservaient leur orientation restrictive et que l'inflation tardait à réagir, la production a accusé une nouvelle baisse en Amérique du Nord et au Japon. Ainsi, comme les économies européennes avaient fait, elles aussi, preuve de faiblesse pendant la majeure partie de l'année, on a assisté à une augmentation considérable et généralisée du chômage durant l'automne et les premiers mois de l'hiver.

Certaines conséquences de cette évolution sont clairement apparues au début de 1982. L'amélioration sensible constatée sur le front des prix, qui est analysée dans le chapitre suivant, a été due elle-même en partie à l'affaiblissement assez spectaculaire du marché pétrolier. Il apparaît donc que deux des principales contraintes qui pesaient sur l'activité économique se sont trouvées nettement allégées. Cependant, l'un des rôles plutôt ingrats de ce chapitre est de jouer les trouble-fête en tentant de déterminer le degré d'ajustement fondamental impliqué par ces derniers développements.

Depuis quelque temps déjà, on se rend de plus en plus compte que le progrès économique est entravé par un certain nombre d'obstacles importants, qui vont des rigidités prix/salaires et de la situation en matière d'approvisionnement énergétique aux préoccupations liées à l'environnement, en passant par la disponibilité des ressources naturelles. On reconnaît également que pendant un certain temps le niveau de la croissance économique sera vraisemblablement plus faible, et celui du chômage plus élevé, que ceux auxquels le monde s'était habitué jusqu'en 1973. Cependant, en ce qui concerne les développements les plus récents, il convient de relever que les résultats obtenus sur le plan de la production et de l'emploi sont encore inférieurs à ces prévisions plus réalistes. La croissance lente a fait place temporairement à une quasi-stagnation. La question qui se pose à court terme est donc de savoir si la situation, sur les plans de l'inflation et du pétrole, serait apparue sous un jour aussi favorable dans le cas où une certaine croissance lente se serait poursuivie et si, a fortiori, les problèmes antérieurs réapparaîtraient en cas de reprise de l'activité, si modérée soit-elle. Dans une perspective à plus long terme, on peut se demander si un changement fondamental s'est produit dans les circonstances qui avaient entraîné précédemment une sensible révision en baisse des anticipations concernant l'évolution tendancielle de la croissance et de l'emploi.

L'analyse débute par un examen des développements à court terme et aborde ensuite les problèmes posés par la politique budgétaire américaine. Le paradoxe réside dans le fait que l'annonce de déficits budgétaires élevés pour les années à venir semble avoir influencé la situation actuelle par le biais d'un niveau de taux d'intérêt plus élevé que celui qu'on aurait peut-être enregistré autrement — tant aux Etats-Unis que dans les autres pays. De ce fait, la politique économique a revêtu un caractère plus restrictif à court terme que les autorités ne l'avaient probablement voulu. A l'inverse, toute décision de réduire les déficits budgétaires aux Etats-Unis au cours des prochaines années pourrait, à elle seule, en contribuant à un abaissement des taux d'intérêt, conférer un certain stimulant à court terme à l'économie mondiale, indépendamment de toute modification des objectifs monétaires.

De fait, cette attitude semble constituer l'une des rares voies offertes à l'action immédiate, compte tenu des situations budgétaires qui prévalent dans le reste du monde. Le chapitre examine ensuite les implications de l'apparition d'importants déficits budgétaires chroniques dans presque tous les pays et souligne la contrainte que cet état de choses fait peser sur le recours à une politique budgétaire de soutien de la conjoncture de type traditionnel.

Puis, sous la rubrique des problèmes du secteur public est analysée l'importance accrue du secteur public lui-même. Il y est noté que les programmes de dépenses publiques devront davantage tenir compte des perspectives de croissance à moyen terme, si l'on veut éviter que la fiscalité ne se maintienne à un niveau trop élevé et, partant, nuisible pour l'économie.

Pour des raisons évidentes, la situation à moyen terme de l'approvisionnement énergétique est plus difficile à évaluer. Il est indéniable, en effet, que les économies de pétrole ont été supérieures aux prévisions initiales. En revanche, on ne peut pas dire avec certitude si l'évolution dans ce domaine demeurera aussi favorable ou si la fin du processus d'économie a simplement été avancée. Des considérations d'ordre stratégique et le risque permanent de l'apparition de chocs imprévisibles militent en faveur d'une intensification des économies et, tout spécialement, de la substitution d'autres sources d'énergie au pétrole dans le monde industrialisé.

Enfin, le chapitre analyse le risque d'autofreinage que peut présenter une croissance lente. Tout d'abord, elle entrave l'investissement, ce qui réduit à son tour le potentiel de production et d'emploi de l'économie. Les mutations structurelles requises pour alléger les diverses contraintes peuvent également se trouver ralenties dans un environnement de stagnation. Cette observation s'applique à la fois à la qualité même du stock de capital et, le cas échéant, à la qualité et à l'affectation de la force de travail. Le chapitre note, en conclusion, que le principal espoir d'une amélioration progressive, mais soutenue, de l'activité réside nécessairement dans l'encouragement de l'investissement. Pour l'instant, cependant, on voit difficilement comment cela pourrait contribuer notablement à alléger dans l'immédiat la situation de l'emploi.



### Demande et production: évolution à court terme

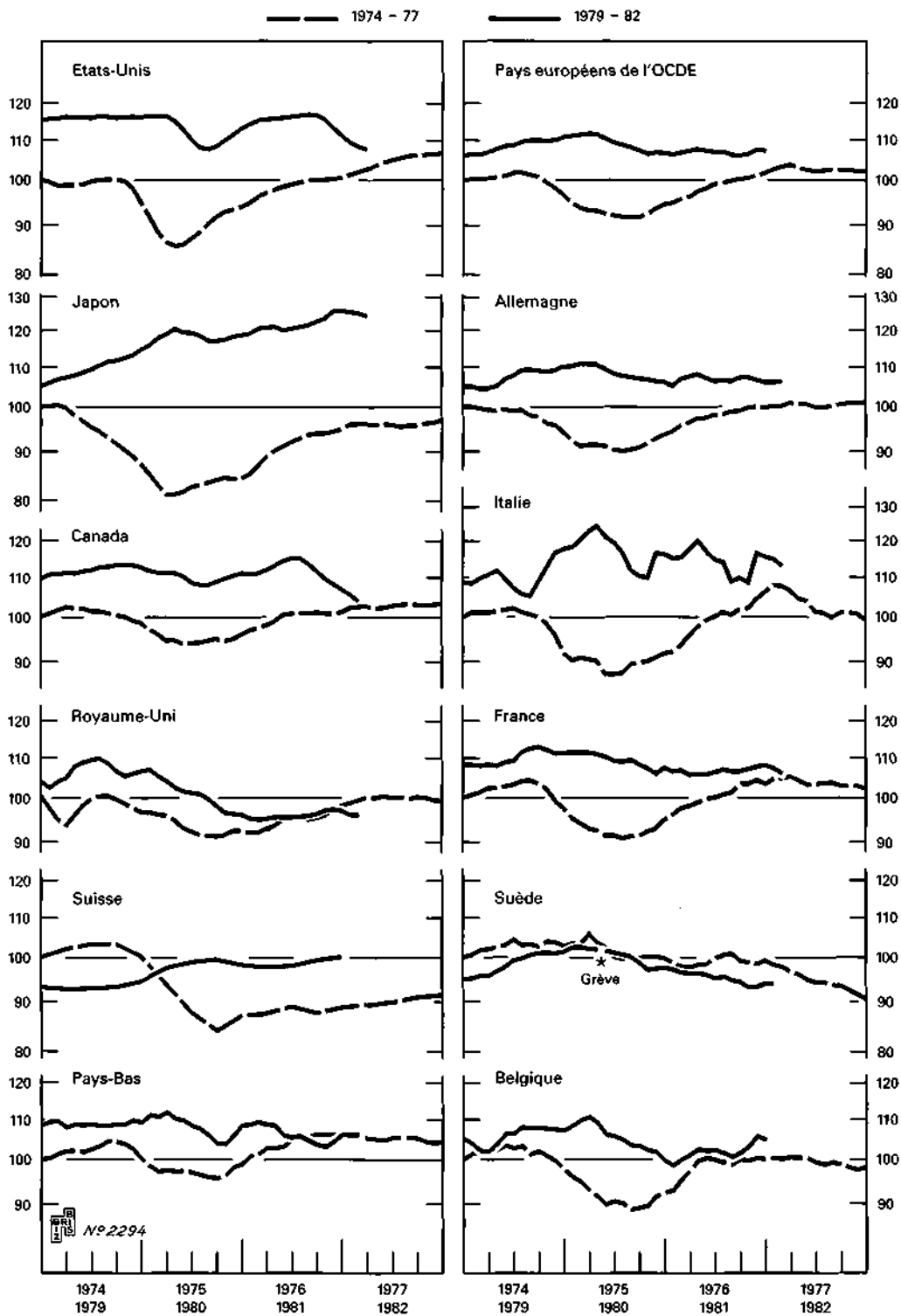
Pour la deuxième année consécutive, le PNB ne s'est accru que d'un peu plus de 1% en 1981 dans les pays industrialisés. Si l'on considère l'ensemble de la zone OCDE, on constate que cet accroissement s'est produit en quasi-totalité avant le milieu de l'année et que, à la fin de 1981, le PNB accusait même une baisse en Amérique du Nord et au Japon. Au Royaume-Uni et en France, certains signes de

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

Pays	Années	Produit national brut en volume	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations	Variations des stocks*
			secteur privé	secteur public	investissements productifs	logement	secteur public			
variations annuelles en volume (en %)										
Etats-Unis . . .	1978	4,8	4,7	1,4	9,1	3,0	7,3	12,6	12,8	1,0
	1979	3,2	2,9	2,4	6,5	- 5,3	- 5,6	15,2	6,0	0,7
	1980	- 0,2	0,5	3,1	- 3,0	-18,6	1,3	10,0	- 0,1	- 0,2
	1981	2,0	2,5	1,5	2,5	- 6,0	- 6,8	- 0,4	5,9	0,5
	1981 IV	0,9	1,1	3,2	3,6	-22,1	- 8,6	0,0	8,5	0,3
Japon . . . . .	1978	5,1	4,7	5,1	6,6	6,6	16,1	0,2	6,5	0,6
	1979	5,2	5,9	4,3	11,8	- 1,0	3,1	6,6	14,7	1,1
	1980	4,2	0,6	2,2	6,5	- 9,6	- 3,5	18,7	- 4,0	1,0
	1981	2,9	0,6	3,6	1,6	- 1,0	4,8	16,4	5,7	0,3
	1981 IV	1,8	1,2	3,2	1,0	1,0	0,0	13,5	13,3	0,3
Allemagne fédérale . . . . .	1978	3,6	4,0	4,2	5,8	2,6	6,4	4,1	5,2	0,8
	1979	4,4	3,3	3,3	8,4	7,9	9,1	5,8	11,0	2,1
	1980	1,8	1,7	2,8	3,3	2,9	5,7	5,9	5,8	1,4
	1981	- 0,3	- 1,1	2,1	- 2,1	- 3,7	- 6,9	8,9	2,1	- 0,1
	1981 IV	0,8	- 1,2	1,3		- 4,9		17,4	2,0	- 1,2
France . . . . .	1978	3,8	4,7	4,3	4,1	- 1,7	- 3,0	6,1	6,2	0,9
	1979	3,3	3,5	1,8	4,0	2,6	1,5	7,4	11,4	1,7
	1980	1,1	1,7	1,3	5,2	- 3,5	1,4	2,9	7,3	2,0
	1981	0,2	2,2	2,3	- 2,3	- 1,4	- 0,7	5,1	1,0	- 0,1
	1981 IV	2,3	2,7	1,6		- 2,8		8,1	4,9	1,4
Royaume-Uni . . .	1978	3,3	5,6	2,1	10,2	14,1	- 8,8	1,9	3,9	0,8
	1979	1,4	4,7	1,7	6,0	-15,1	- 3,9	2,6	11,2	1,3
	1980	- 1,7	0,1	2,1	3,8	-13,4	- 5,0	0,3	- 3,4	- 1,8
	1981	- 1,0	0,2	0,9	- 1,8	-13,5	-17,9	- 2,0	- 2,0	- 1,8
	1981 IV	0,8	0,7	- 0,4	- 0,6	4,5	-18,8	3,1	11,7	0,0
Italie . . . . .	1978	2,7	3,0	2,3	- 0,1	1,2	- 2,1	10,1	8,1	0,9
	1979	4,9	5,3	1,7	7,9	3,0	3,0	9,1	13,8	1,7
	1980	3,9	4,3	2,1	9,8	4,9	14,9	- 4,3	8,3	3,6
	1981	- 0,2	0,2	1,8	- 2,5	0,7	6,4	6,0	- 5,4	- 0,8
	1981 IV	0,6		- 3,2		- 1,2		12,1	- 2,8	
Canada . . . . .	1978	3,7	2,8	1,6	2,2	- 3,3	- 2,1	10,3	4,6	0,2
	1979	3,0	2,0	0,5	12,1	- 7,3	- 5,6	2,7	6,0	1,5
	1980	0,0	1,0	- 0,5	8,6	-10,6	- 0,4	1,0	- 2,2	- 0,6
	1981	3,0	1,7	2,0	6,9	1,4	1,8	1,4	3,1	0,5
	1981 IV	1,0	0,3	1,8	6,7	-11,6	4,7	- 2,3	0,6	- 0,4
Total OCDE . . .	1978	3,8	3,9	3,4		4,6		5,6	5,1	0,5
	1979	3,4	3,3	2,1		3,5		6,4	8,2	1,0
	1980	1,2	1,1	2,6		- 1,0		5,6	1,3	0,7
	1981	1,1	1,0	1,5		- 0,5		4,0	0,5	0,2
	1981 IV	1,0	1,0	2,0		- 2,5		7,0	5,5	

\* En % du produit national brut de l'année précédente.

Production industrielle\*



\* Moyennes mobiles non centrées, sur trois mois, de données désaisonnalisées. Quatrième trimestre 1973 = 100.

reprise se sont toutefois manifestés au fil des mois, sous l'influence de facteurs cycliques dans le premier cas et d'un certain assouplissement de la politique économique dans le second. Cependant, pour l'Europe occidentale prise dans son ensemble, la production est restée stationnaire en 1981.

Les trois facteurs qui ont influencé le plus directement cette évolution ont été la vive accélération des importations des pays de l'OPEP au début de 1981, le niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis et le maintien généralisé de l'orientation anti-inflationniste des politiques de régulation de la demande.

Le volume des importations de marchandises des pays de l'OPEP s'est accru d'environ 25% l'an dernier — ce qui représente une progression presque deux fois plus forte que celle de l'année précédente — par suite de la réaction plus marquée des producteurs de pétrole devant leurs nouveaux excédents financiers. Le rythme de ces importations s'est nettement ralenti au second semestre, en raison de la réduction substantielle de l'excédent extérieur courant de l'OPEP induite par l'augmentation des économies de pétrole et la récession dans les pays industrialisés. Pour l'ensemble de l'année, cependant, les exportations ont augmenté de 4% en volume dans la zone OCDE, avec une croissance particulièrement forte au Japon et en Allemagne.

Aux Etats-Unis, en revanche, les ventes à l'étranger ont légèrement baissé l'année dernière, du fait en partie de la perte de compétitivité engendrée par la vigueur du dollar, elle-même l'une des conséquences du niveau élevé des taux d'intérêt américains. Une autre conséquence a été évidemment l'affaiblissement des dépenses particulièrement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt, non seulement aux Etats-Unis, mais également, à des degrés divers, dans le reste du monde. Hors des Etats-Unis, les taux d'intérêt ont été influencés par l'application, sur le plan interne, de politiques monétaires fondamentalement rigoureuses ainsi que par le désir de protéger les taux de change face à la vigueur du dollar. Ainsi, comme l'illustre le tableau, la formation brute de capital fixe consacrée au logement dans le secteur privé a fléchi, l'an passé, dans beaucoup de pays, en particulier au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Allemagne. En outre, les dépenses en biens de consommation durables ont manqué de vigueur, surtout en Amérique du Nord, où un recul sensible a été enregistré au quatrième trimestre. Le fait peut-être le plus grave a cependant été le nouveau fléchissement des dépenses d'investissement fixe des entreprises, qui ont régressé en valeur absolue dans nombre de pays, et notamment aux Pays-Bas, en Suède, en Belgique, en France, au Royaume-Uni et en Allemagne. Aux Etats-Unis, cette baisse s'est amorcée au cours du dernier trimestre.

Les efforts entrepris par la plupart des pays pour imprimer une orientation restrictive à leur politique budgétaire se sont traduits l'an passé par de faibles taux d'augmentation des dépenses directes des pouvoirs publics. (A noter, toutefois, que les transferts ont poursuivi leur vive progression.) Globalement, le taux d'accroissement des dépenses de consommation du secteur public a probablement été de l'ordre de 1½%. Ainsi, depuis quelque temps, la croissance de la consommation publique s'est notablement réduite. De plus, les dépenses d'investissement de ce

secteur ont nettement baissé aux Etats-Unis et de nouveau au Royaume-Uni, tout comme en Allemagne. Au Japon, cependant, des efforts ont été entrepris pour accélérer certains programmes de dépenses publiques, en vue de ranimer la demande interne languissante.

Les résultats décevants enregistrés l'an passé au niveau de la croissance n'ont rien de vraiment surprenant et doivent être replacés, dans une certaine mesure, dans le contexte du ralentissement généralisé de l'activité auquel l'économie mondiale a été soumise au cours de la dernière décennie. Comme l'expose le chapitre suivant, le facteur de freinage peut-être le plus important a été l'inflation et, spécialement en 1981, l'absence d'une réaction suffisamment rapide de celle-ci à l'adoption de politiques globalement restrictives. Mais, comme le montre la suite de ce chapitre, d'autres contraintes, tout aussi importantes, à court terme et surtout à long terme, ont exercé des effets néfastes sur les perspectives de croissance et compromis les possibilités d'atteindre un niveau d'emploi plus satisfaisant.

### **Problèmes du secteur public**

L'obtention de meilleurs résultats économiques est d'abord entravée par certaines difficultés qui continuent à affecter le secteur public lui-même. On peut distinguer, pour plus de commodité, deux problèmes qui se posent à terme relativement rapproché et un troisième qui se situe dans une perspective plus éloignée. Le premier est la situation inhabituelle – et en évolution constante – aux Etats-Unis, où des divergences sérieuses semblent exister entre l'orientation de la politique budgétaire et celle de la politique monétaire. Le deuxième problème concerne la difficulté, de caractère plus général, éprouvée jusqu'à présent par les pays industrialisés pour opérer une réduction substantielle de leur déficit budgétaire structurel dans le cadre de la lutte contre l'inflation. Par conséquent, même si la situation venait à se modifier maintenant et permettait (ce qui n'est généralement pas le cas) d'envisager une certaine stimulation budgétaire globale, l'utilisation de cet outil particulier de la politique économique pourrait fort bien se révéler moins souple qu'auparavant. Enfin, le problème à plus long terme de l'importance du secteur public par rapport à l'économie dans son ensemble continue de se poser dans toute son acuité. C'est pourquoi – et compte tenu de la nécessité de réduire également les déficits budgétaires – l'allègement souhaité de la charge fiscale s'est avéré être jusqu'à présent un objectif illusoire.

### **Le budget des Etats-Unis**

Le problème posé par le dosage des politiques anti-inflationnistes aux Etats-Unis tient essentiellement au fait que les milieux financiers se rendent compte que l'action à moyen terme mise en œuvre par l'Administration pour stimuler la croissance réelle et réduire en même temps l'inflation va à l'encontre des schémas traditionnels. En termes de politique économique, la nature du conflit réside dans le durcissement sensible de l'orientation monétaire depuis octobre 1979 et dans le caractère expansionniste inhabituel prévu pour la politique budgétaire en 1982 et dans les années suivantes. Les opérateurs se trouvent ainsi amenés

à considérer qu'avec l'intensification du conflit, ou bien un resserrement interviendra sur les marchés monétaires et du crédit, ou bien la politique monétaire pourra être assouplie, ce qui risque d'entraîner une recrudescence de l'inflation. Dans l'un et l'autre cas, il est probable que les taux d'intérêt resteraient élevés. Par conséquent, bien que le déficit budgétaire de l'exercice en cours puisse être justifié par la récession, les effets conjugués de l'anticipation d'un problème potentiel et de la crainte motivée par la déception des espoirs antérieurs maintiennent les taux d'intérêt courants à des niveaux supérieurs à ceux qu'ils pourraient occuper autrement. En l'absence d'une modification des politiques suivies, la solution du problème dépendra de la mesure dans laquelle une nouvelle réduction des pressions inflationnistes en 1982, conjuguée à une reprise au moins à court terme de l'activité économique, pourra induire un infléchissement sensible des anticipations.

La nouvelle Administration entrée en fonctions au début de 1981 avait adopté une stratégie économique hardie pour remédier aux performances relativement médiocres de l'économie américaine au cours de la précédente décennie. La pierre angulaire de cette approche, baptisée « théorie de l'offre », consiste en une réduction sensible du rôle de l'Etat fédéral. Cette réduction était jugée souhaitable tant pour elle-même que, ce qui est plus important, pour parvenir à alléger la charge fiscale. Un tel allègement a été considéré à son tour comme un moyen de stimuler l'incitation au travail, à l'épargne et à l'investissement, dans le but d'améliorer la productivité et la production. L'accélération de la croissance entraînerait une augmentation des rentrées fiscales, malgré l'abaissement des barèmes d'imposition, et pourrait permettre en quelques années de restaurer l'équilibre budgétaire. En attendant, des déficits pourraient toutefois persister – compte tenu notamment de la forte majoration envisagée des dépenses militaires – mais leurs conséquences

Déficit budgétaire de l'Etat fédéral américain et épargne brute du secteur privé

Années	Déficit de l'Etat fédéral						Pour mémoire:	
	NIPA <sup>1,2</sup>		unifié <sup>3</sup>		unifié, plus dépenses hors budget <sup>3</sup>		épargne brute du secteur privé <sup>4</sup>	excédent des Etats et des collectivités locales, NIPA <sup>1</sup>
	en milliards de dollars	en pourcentage de l'épargne	en milliards de dollars	en pourcentage de l'épargne	en milliards de dollars	en pourcentage de l'épargne	en milliards de dollars	
1966-69 moyenne . . .	- 3,2	2,3	- 8,6	6,2	.	.	138,5	0,3
1970-73 moyenne . . .	-14,2	7,5	-16,0	8,5	.	.	189,0	7,9
1974-77 . . .	-45,1	15,9	-40,3	14,2	- 46,7	16,5	283,5	14,3
1978 . . . . .	-29,2	8,2	-48,8	13,7	- 59,2	16,7	355,4	29,0
1979 . . . . .	-14,8	3,7	-27,7	6,9	- 40,2	10,1	398,9	26,7
1980 . . . . .	-61,2	14,1	-59,6	13,8	- 73,8	17,1	432,9	29,1
1981 . . . . .	-62,5	13,0	-57,9	12,1	- 78,9	16,5	479,7	36,6
1982 <sup>4</sup> . . . . .	.	.	-98,6	18,4	-118,3	22,0	537	.
1983 <sup>4</sup> . . . . .	.	.	-91,5	14,4	-107,2	16,9	636	.
1984 <sup>4</sup> . . . . .	.	.	-82,9	11,4	- 97,2	13,3	730	.

<sup>1</sup> Années civiles.    <sup>2</sup> NIPA = National Income and Product Accounts (Comptes nationaux).    <sup>3</sup> Exercices budgétaires (octobre-septembre).    <sup>4</sup> Prévisions de l'Administration (à partir de février 1982).

inflationnistes potentielles seraient maîtrisées grâce au maintien du resserrement monétaire.

Le Congrès a d'abord réagi favorablement aux propositions de l'Administration, mais a toutefois ramené de 10 à 5% la réduction de l'impôt sur le revenu des personnes physiques pour la première année et différé son introduction de trois mois, soit jusqu'en octobre 1981. Pour les années suivantes, cependant, le Congrès a en fait accentué les allègements fiscaux proposés par une indexation des tranches d'imposition en fonction du coût de la vie et surtout par l'octroi d'une aide fiscale à l'investissement des entreprises. Mais les taux d'intérêt se sont de nouveau fortement tendus durant l'été et ont atteint des niveaux très élevés, ce qui a provoqué un alourdissement du service de la dette de l'Etat fédéral et une détérioration des perspectives à court terme de l'activité économique et, partant, des rentrées fiscales. Cette évolution, à laquelle s'est ajouté le risque d'un dépassement des dépenses, a incité l'Administration à proposer, en septembre, de nouveaux ajustements des dépenses et des recettes, destinés à contenir le déficit du budget fédéral unifié en dessous de \$43 milliards pour l'exercice en cours (octobre 1981-septembre 1982).

On aura une idée de la détérioration de la situation si l'on songe qu'en février 1982, lors de la présentation du budget de 1983, le déficit estimé de l'exercice budgétaire en cours avait bondi à près de \$100 milliards. De surcroît, comme le montre le tableau, de nouveaux déficits très importants étaient prévus pour les exercices 1983 et 1984. L'échéance fixée pour le rétablissement de l'équilibre budgétaire se trouvait donc sensiblement repoussée. Selon le Président, la cause la plus importante de cette révision des estimations est le niveau plus faible que prévu de l'activité économique. Mais il est à noter également que les versements d'intérêts nets de l'Etat fédéral ont connu une vive progression, puisqu'ils pourraient s'établir actuellement autour de \$85 milliards pour l'exercice en cours, contre un peu plus de \$50 milliards il y a tout juste deux ans. En outre, le ralentissement légèrement plus prononcé que prévu de l'inflation, tout en étant bienvenu en soi, a freiné l'expansion des rentrées fiscales.

L'importance même de ces révisions a, comme l'on pouvait s'y attendre, fait craindre aux milieux financiers l'éventualité de nouveaux ajustements en hausse, d'autant plus que les estimations actuelles tablent sur des compressions supplémentaires de dépenses assez incertaines. C'est ainsi que le Bureau du budget du Congrès a donné à entendre, en février dernier, que les déficits effectifs risquaient de dépasser nettement les estimations officielles, pour atteindre, sur la base du budget unifié, \$111 milliards pour l'exercice budgétaire en cours, \$121 milliards pour 1983, et enregistrer de nouvelles détériorations au titre des exercices suivants. En outre, l'importance croissante des pouvoirs publics en tant que dispensateurs de crédits, activité qui pour l'essentiel n'apparaît pas dans le budget unifié, suscite quelque préoccupation. Une partie — les programmes de prêts directs — concerne les emprunts effectués par le Trésor à des fins de prêts au secteur privé (par opposition aux dépenses publiques). Une autre a trait aux emprunts contractés par les institutions concernées, c'est-à-dire les entreprises bénéficiant de la garantie de l'Etat, également à des fins de prêts au secteur privé. Une autre encore ne concerne

Activité de crédit de l'Etat fédéral américain

Rubriques	1970-74 <sup>1</sup>	1975-79 <sup>1</sup>	1980	1981	1982 <sup>2</sup>	1983 <sup>2</sup>
	en milliards de dollars					
Total net des prêts directs (hors budget inclus) . . . . .	2,6	14,9	24,2	26,1	20,9	14,2
Prêts à des entreprises bénéficiant de la garantie de l'Etat (chiffres nets) . . . . .	5,0	12,9	24,1	32,4	50,1	53,1
Garanties de prêts (chiffres nets) . . . . .	14,4	14,8	31,6	28,0	44,0	46,0
Total . . . . .	22,0	42,6	79,9	86,5	115,0	113,3
Total (en % de l'épargne brute du secteur privé) . . . . .	11,6	12,2	18,9	18,7	21,4 <sup>3</sup>	17,8 <sup>3</sup>

Remarque: Exercices budgétaires.

<sup>1</sup> Moyennes annuelles. <sup>2</sup> Prévisions de l'Administration. <sup>3</sup> En pourcentage de l'épargne de l'année civile.

que les garanties de crédits accordées au secteur privé. Le tableau ci-dessus fait apparaître l'expansion particulièrement rapide des deux dernières catégories au cours des années récentes, même par rapport au flux croissant de l'épargne. On peut donc redouter que cette activité de l'Etat fédéral ne contribue également à accroître les tensions sur les marchés du crédit. Ainsi, en tenant compte de l'ensemble des programmes de crédit qui n'apparaissent pas au budget unifié, on peut estimer que le «déficit» total pour l'exercice en cours correspond à environ 35 à 40% de l'épargne brute du secteur privé, contre 20% en moyenne au cours des années 1970-73.

Les implications de cette évolution se sont déjà fait nettement sentir sur les marchés des capitaux. Les taux d'intérêt ont enregistré d'amples fluctuations et les taux à long terme ont atteint des niveaux records. C'est ainsi qu'au printemps de 1982 les rendements des obligations d'Etat se situaient aux alentours de 14-15%, alors que le taux d'inflation a été d'environ 7% sur l'ensemble de l'année précédente.

Les conséquences de cette situation sont doubles: certaines affectent l'économie américaine elle-même et d'autres le reste du monde. Aux Etats-Unis, la récession s'est de nouveau manifestée au quatrième trimestre de 1981, par suite de la baisse brutale des dépenses dans les secteurs du logement et de l'automobile, particulièrement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt. On constate également que les investissements fixes des entreprises commencent à être touchés - ce genre d'«éviction» ayant aussi bien des conséquences potentielles sérieuses à plus long terme pour l'ensemble de l'économie que des effets uniquement à court terme sur la demande. Il n'est pas exclu non plus qu'une aggravation du conflit entre l'orientation des politiques monétaire et budgétaire américaines puisse avoir une incidence déflationniste disproportionnée si les niveaux des taux d'intérêt venaient à affecter sérieusement les bilans des entreprises. Comme, en outre, les taux à court terme en dollars ont été parfois très élevés, la monnaie américaine a fait preuve de fermeté sur les marchés des changes. Cette situation a probablement été aggravée par la poursuite d'une stratégie économique opposée au Japon. Le jeu de tous ces facteurs a entraîné, pour les Etats-Unis, une détérioration des exportations nettes qui a renforcé les tendances récessionnistes internes.

D'un autre côté, il faut reconnaître que la cherté du loyer de l'argent permet, dans le contexte d'un recul passager de l'activité globale, d'opérer la réaffectation des ressources qu'implique l'augmentation du budget de la défense de l'Administration. Mais, là encore, il reste à savoir si les allègements fiscaux prévus, qui tendent à favoriser les revenus les plus élevés, entraîneront une progression substantielle de l'épargne des particuliers.

Une récession aux Etats-Unis affecte également, bien entendu, le reste du monde. On estime cependant que les implications internationales supplémentaires du conflit des politiques américaines proviennent du niveau élevé des taux d'intérêt qui prévalait déjà avant, ainsi que pendant, la dernière récession. Même les pays à inflation tendancielle relativement moins forte se sont vus contraints de relever leurs taux d'intérêt alors que le chômage augmentait, pour éviter qu'une dépréciation de leur taux de change n'entraîne une accélération de l'inflation. (Ces pressions peuvent néanmoins avoir contribué dans de nombreux cas à renforcer la détermination des autorités d'opérer certaines réductions indispensables des dépenses budgétaires.) Pour les pays en voie de développement aussi, les niveaux élevés des taux d'intérêt réels ont sérieusement amplifié les problèmes d'endettement, tout en augmentant parallèlement le flux des intérêts versés à certains producteurs de pétrole bénéficiant d'une solide position extérieure.

La conclusion qui semblerait s'imposer est que les propositions budgétaires américaines actuelles demeurent trop laxistes. Pour pouvoir tirer une telle conclusion de manière convaincante et équilibrée, il importe au préalable d'examiner un certain nombre d'autres considérations. L'analyse de la situation n'est d'ailleurs pas sans intérêt du point de vue de la théorie économique.

Tout d'abord, étant donné que l'économie entre dans une période de récession, il convient de tenir compte, dans une certaine mesure, des effets automatiques de cette évolution sur le budget. C'est ainsi que le Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale a déclaré publiquement que, compte tenu de l'accroissement du chômage, le problème n'était pas spécifique à l'exercice en cours. De son côté, le Département du Commerce a estimé que, même au troisième trimestre de l'an passé, le déficit effectif aurait été inférieur d'environ \$60 milliards (taux annuel) si l'économie s'était trouvée dans une situation de haut niveau d'emploi. Il ne fait aucun doute que ce chiffre a encore augmenté depuis.

Il faut également s'interroger sur la signification précise de l'activité de crédit de l'Etat fédéral. A l'évidence, il est quelque peu illogique d'additionner des programmes de prêts nets et le déficit recettes-dépenses, comme s'il s'agissait de deux phénomènes tout à fait comparables. En contrepartie des programmes de prêts, le secteur privé enregistre un endettement financier, ce qui n'est le cas ni des dépenses directes au titre des biens et services ni des transferts. Les garanties de prêts n'ont même pas cette caractéristique et n'occasionnent que des décaissements nets minimes, sauf en cas de défaut de paiement majeur. Malgré tout, quoique ces programmes puissent fort bien se limiter à diriger ou à influencer les opérations de prêts qui, pour certaines, auraient probablement vu le jour de toute façon, il ne fait guère de doute qu'ils exercent aussi une incidence nette sur les conditions des marchés du crédit. En d'autres termes, ils représentent un certain risque potentiel



d'éviction financière. Mais, là non plus, cela ne semble pas constituer un problème sérieux pour l'instant, vu que les crédits fédéraux sont orientés pour une bonne part vers le financement du logement et que ce secteur dispose actuellement d'une très grande marge de capacités de production excédentaires.

Il y a enfin la question de la contrepartie que constitue l'épargne dans le reste de l'économie. Une chose est assez claire à cet égard, comme le montre le tableau de la page 16. Les Etats et les collectivités locales ont enregistré des excédents croissants au cours de la dernière décennie. Bien sûr, ces surplus peuvent disparaître à nouveau mais, tant qu'ils existent, ils devraient soit être déduits du déficit fédéral pour fournir un ordre de grandeur semblable au solde du budget fédéral utilisé dans les comparaisons internationales, soit être ajoutés au volume de l'épargne privée en tant que source d'approvisionnement supplémentaire des marchés du crédit.

Plus importante peut-être, par ses implications potentielles, est l'affirmation de l'Administration que les allègements fiscaux ainsi que les autres mesures d'encouragement à l'épargne entraîneront une progression de 2 à 2,5% de la part du PNB consacrée à l'épargne privée, ce qui représente l'équivalent de \$90-100 milliards pour l'exercice 1984.

Toutes ces considérations – récession en cours, difficulté d'évaluer l'activité de crédit et possibilité d'une augmentation de l'épargne – ne sont certes pas dénuées de fondement. Mais le problème essentiel demeure, à savoir que les propositions budgétaires actuelles impliquent des déficits persistants dans le contexte d'une croissance réelle qui devrait, dans le courant de l'année, atteindre au moins 5%, alors même que la politique monétaire est axée sur une réduction progressive de l'inflation. Autrement dit, le programme économique requiert un dosage inhabituel d'une accélération de la croissance et d'une décélération de l'inflation avec, éventuellement, de fortes augmentations de la vitesse de circulation de la monnaie. Les milieux financiers s'attendent donc que les taux d'intérêt seront maintenus à des niveaux très élevés, surtout si la reprise de l'activité entraîne une recrudescence des pressions inflationnistes. Il pourrait alors en résulter de nouvelles tensions sur le budget, du fait de l'alourdissement de la charge d'intérêt.

Les préoccupations portent donc essentiellement sur les années futures. Malgré la récession actuelle, les taux d'intérêt réels élevés ont été en quelque sorte «anticipés» sur la base de prévisions défavorables. Ces taux élevés peuvent, à leur tour, aggraver dans l'immédiat la récession, ce qui irait à l'encontre de l'objectif des mesures mises en œuvre, qui visent à accélérer la croissance.

Depuis quelque temps déjà, les économistes n'ignorent pas que les réactions de l'économie de marché aux modifications de la politique économique peuvent être incertaines, voire perverses. Devant la montée des critiques suscitées par le réglage fin conjoncturel vers la fin des années soixante et le début des années soixante-dix, plusieurs mécanismes théoriques – dont le plus connu repose sur l'hypothèse des «anticipations rationnelles» – ont été invoqués pour tenter d'expliquer que les réactions du secteur privé pouvaient fort bien, avec le temps, empêcher les autorités de prendre toute mesure active de politique économique. De ce

point de vue, le dilemme qui se pose actuellement aux Etats-Unis ne constitue pas seulement un problème sérieux; il représente également un exemple intéressant d'application concrète d'un tel mécanisme. En l'occurrence, il peut s'agir d'un exemple de réaction perverse. Si tel était le cas, des programmes de réduction des déficits pour les années à venir pourraient contribuer à redresser quelque peu la situation actuelle en matière de production et de demande, tout en améliorant les perspectives à plus long terme de ralentissement progressif de l'inflation. Ce redressement budgétaire pourrait conférer à son tour une plus grande marge de manœuvre — dans le cadre des objectifs monétaires existants — pour induire une réduction des taux d'intérêt qui renforcerait les perspectives d'une reprise plus durable.

### **Le problème des déficits budgétaires chroniques**

Dans d'autres pays également, la persistance de déficits budgétaires d'une ampleur inhabituelle demeure un obstacle de caractère plus général à l'amélioration des résultats économiques. L'existence même de ces déficits peut avoir des effets néfastes tant sur les anticipations inflationnistes que sur l'idée que se font les agents économiques d'une amélioration généralisée de l'environnement économique. C'est pour ces raisons que l'utilisation de l'instrument budgétaire à des fins conjoncturelles traditionnelles a sans doute été assez limitée. De plus, comme la priorité absolue est accordée à la lutte contre l'inflation, le rôle premier dévolu à la politique budgétaire est de renforcer l'orientation monétaire restrictive.

Aussi la plupart des gouvernements se sont-ils résolument attachés à réduire le déficit du secteur public, en essayant notamment de freiner l'expansion des dépenses. Dans le cas des dépenses directes — c'est-à-dire la consommation du secteur public et, plus spécialement, l'investissement de ce secteur — certains succès ont été enregistrés, qui ne se sont cependant pas traduits par une réduction équivalente des déficits budgétaires. Pour l'essentiel, cet échec peut apparemment s'expliquer par l'effet automatique de la récession, qui entraîne un accroissement des transferts sociaux et une réduction des rentrées fiscales, ainsi que par l'incidence des taux d'intérêt élevés sur le service de la dette. On peut donc se demander s'il ne conviendrait pas, pour les besoins de l'analyse, de tenir compte dans une certaine mesure de ces facteurs.

Si l'orientation de la politique budgétaire a généralement été restrictive, dans un ou deux cas toutefois il semble que c'est la lutte contre le chômage qui a reçu la priorité. Le cas inhabituel des Etats-Unis vient d'être examiné, mais il est difficile de le considérer comme l'illustration d'un simple infléchissement de la politique économique vers un autre objectif, l'ambition du programme de l'Administration étant à la fois de stimuler la croissance et de réduire l'inflation.

Le cas de la France est plus net. En juin, le nouveau gouvernement a adopté un projet de budget révisé pour 1981 comportant un accroissement du déficit de l'Etat équivalant à près de 1% du PIB et, en septembre, le projet de budget pour 1982 prévoyait une nouvelle augmentation de  $\frac{3}{4}$  de point du rapport déficit budgétaire/PIB. Ces mesures visaient expressément à combattre le chômage. En novembre cependant, certains signes ont donné à penser que le degré de relance a

été quelque peu limité, un relèvement d'environ FF 36 milliards des cotisations de sécurité sociale ayant été décidé pour compenser un déficit qui menaçait d'atteindre un égal montant à ce poste du budget. Plus récemment, un «plafond» du déficit budgétaire (3% du PIB) a été annoncé pour le prochain exercice. Quoi qu'il en soit, on ne connaît actuellement aucun autre exemple important d'une utilisation aussi manifeste de la politique budgétaire pour lutter contre le chômage.

Les autres pays appliquent des politiques plus ou moins restrictives, par rapport en tout cas à la plupart des critères sur lesquels se fonde l'analyse. La politique budgétaire a été, et devrait rester, particulièrement rigoureuse au Royaume-Uni, au Canada et au Japon. Dans ce dernier cas, malgré le faible taux d'inflation et le niveau élevé de l'épargne du secteur privé, les difficultés engendrées sur le marché financier par la forte progression de la dette publique constituent une incitation importante à réduire le déficit du secteur public. La modicité du taux d'inflation a cependant procuré aux autorités une certaine marge de manœuvre leur permettant d'utiliser la politique monétaire pour soutenir la demande interne. D'autre part, même sur le plan budgétaire, certaines actions ont été entreprises en vue de concentrer les dépenses de travaux publics sur la période considérée comme devant être la plus faible, à savoir le quatrième trimestre de 1980 et les trois premiers trimestres de 1981. Des efforts du même genre sont également envisagés pour l'exercice en cours.

En Allemagne, bien que le déficit budgétaire en 1981 ait été encore supérieur aux prévisions, les autorités se sont préoccupées de plus en plus de l'accroissement tendanciel du chômage. C'est ainsi que - dans le cadre d'une orientation générale qui demeure restrictive - elles ont récemment mis en œuvre des mesures destinées à stimuler temporairement l'investissement. Ces dispositions, qui limitent dans le temps la possibilité d'obtenir des allègements fiscaux supplémentaires pour ces dépenses, ont été précédemment utilisées en Allemagne avec un certain succès. Les plans de financement de ces mesures au moyen d'un relèvement du taux de la TVA l'an prochain ont dû cependant être abandonnés.

Le projet de budget des Pays-Bas pour 1981 prévoyait une certaine stimulation de l'investissement et des dépenses consacrées au logement. Toutefois, par

**Déficits financiers des administrations publiques<sup>1</sup>  
en pourcentage de l'épargne brute du secteur privé, 1966-81**

Pays	1966-69	1970-73	1974-77	1978	1979	1980	1981 <sup>2</sup>
	moyennes annuelles						
Etats-Unis . . . . .	- 0,4	0,5	7,4	- 3,3	- 3,1	7,3	4,3
Japon . . . . .		- 3,0	9,2	20,1	17,5	15,4	14,2
Allemagne fédérale . . . . .	1,2	- 1,2	15,9	13,1	13,6	16,6	21,5
France . . . . .	- 1,1	- 4,0	3,8	8,4	3,2	- 2,1	14,7
Royaume-Uni . . . . .	4,7	4,9	29,9	25,3	18,2	19,1	17,5
Italie . . . . .		28,2	33,9	35,1	33,7	29,4	37,5
Canada . . . . .	- 6,3	- 3,3	7,4	16,5	9,5	9,8	3,3
Belgique . . . . .	6,8	9,5	17,0	23,8	30,0	40,6	50,0
Pays-Bas . . . . .	4,0	- 0,2	9,3	13,0	18,5	20,0	.
Suède . . . . .	-31,1	-32,1	-19,8	3,6	17,4	20,2	.

<sup>1</sup> Besoins de financement nets, c'est-à-dire épargne du compte des opérations courantes de l'Etat moins ses propres investissements. Les besoins de financement bruts, comprenant les prêts aux autres secteurs, seraient plus élevés, toujours par rapport à l'épargne brute du secteur privé. <sup>2</sup> Estimations.

suite d'une détérioration de la situation budgétaire en cours d'année, des efforts ont été entrepris pour réduire les dépenses dans des domaines tels que l'administration publique et la sécurité sociale. C'est cependant la Belgique qui constitue l'un des cas les plus manifestes de l'inadéquation actuelle de la stimulation budgétaire pour lutter contre un chômage élevé. Les principaux problèmes de ce pays étant l'absence de compétitivité et la rigidité des structures industrielles, la balance des paiements et les finances publiques se sont détériorées de façon spectaculaire l'an dernier, tandis que le chômage atteignait un niveau record. La dévaluation de février 1982 du franc belge, tout comme le programme de stabilisation qui l'accompagnait, ont ainsi montré que le problème du chômage doit être essentiellement traité par des moyens s'attaquant à certaines de ses causes fondamentales.

Le cas de la Belgique n'est pas, cependant, une illustration typique des contraintes plus générales qui pèsent actuellement sur l'utilisation traditionnelle de la politique budgétaire en tant qu'instrument de régulation de la demande. En premier lieu, l'existence même de déficits budgétaires élevés peut affecter négativement les anticipations inflationnistes et amener à douter de l'aptitude d'un programme quel qu'il soit à stimuler la demande à court terme. Dans ce cas, la réaction des dépenses d'investissement en particulier peut se révéler insuffisante. En outre, toute accélération simultanée de l'inflation augmente les probabilités d'un revirement de la politique économique à un moment ou à un autre. Ainsi, des réactions compensatrices du secteur privé en matière de dépenses pourraient être déclenchées, soit par l'effet du comportement des marchés financiers, comme dans le cas assez spécial des Etats-Unis, soit par le biais de perceptions pessimistes du cycle conjoncturel de la part des chefs d'entreprise.

Dans certains cas, l'accélération de l'inflation a conduit les consommateurs à adopter, eux aussi, un comportement prudent dans leurs dépenses. Dans plusieurs pays, le taux d'épargne a fortement progressé lorsque la hausse des prix s'est intensifiée au début des années soixante-dix. Au niveau de l'économie mondiale, même si une reprise de l'activité peut être déclenchée à court terme, la possibilité d'une réapparition d'un important excédent de l'OPEP ne saurait être écartée. On peut y voir d'une certaine manière une réaction «d'épargne» défavorable pour le monde considéré dans son ensemble. Ainsi, ces deux sources (consommateurs internes et producteurs de pétrole) pourraient provoquer des réactions additionnelles et compensatrices de la demande effective, sous l'effet des politiques conjoncturelles traditionnelles.

Si l'on ajoute à cette série de difficultés le fait qu'on ne peut guère s'attendre à une coordination internationale des politiques à court terme, il apparaît clairement que les obstacles qui entravent l'action des divers pays sont effectivement considérables. Mais, dans la plupart des cas, le plus grand demeure l'impératif d'une réduction de l'inflation. Il comporte à son tour une implication importante pour les types d'ajustements budgétaires opérés parfois par les économistes pour tenir compte du niveau du chômage et, plus récemment, de l'inflation. Le premier, l'ajustement budgétaire correspondant à un «haut niveau d'emploi», est bien connu. Le second, qui essaie de prendre en compte un éventuel accroissement des flux d'épargne pour compenser une réduction, induite par l'inflation, de la valeur réelle des instruments de la dette du secteur public, est plus nouveau. En première

approximation, un tel ajustement peut s'obtenir en déduisant du budget les versements nets d'intérêts de l'administration centrale, puisque, en période de forte hausse des prix, la plus grande partie de ces versements reflète une prime d'inflation contenue dans les taux d'intérêt. Il s'agit effectivement d'un remboursement du principal.

En ce qui concerne l'ajustement correspondant à un haut niveau d'emploi, le problème immédiat qui se pose dans les circonstances actuelles est de déterminer le niveau de référence du chômage. En d'autres termes, rien ne prouve qu'il soit vraiment judicieux d'effectuer des ajustements pour tenir compte des mouvements cycliques de l'activité à un moment où a disparu le schéma traditionnel des cycles. Les niveaux actuels du chômage ne constituent pas nécessairement des phénomènes purement cycliques, mais ils peuvent revêtir un caractère à plus long terme traduisant les diverses contraintes qui pèsent sur les économies, d'autres facteurs structurels et, éventuellement, une augmentation de ce qu'on appelle communément le taux « naturel » de chômage.

Plus significatif cependant est le fait que les calculs effectués pour tenir compte d'un haut niveau d'emploi et de l'inflation reviennent à tenter de mesurer les effets de la politique budgétaire sur la demande réelle tendancielle ou sur l'emploi. Dans le premier cas, on retient comme critère de base de la politique une norme explicite de chômage et, dans le second, on attribue en fait une pondération zéro aux versements d'intérêts des pouvoirs publics pour mesurer l'incidence budgétaire sur la demande et l'emploi. On peut toutefois douter du caractère acceptable de ces ajustements lorsque l'objectif prioritaire de la politique économique est la maîtrise de l'inflation. Si l'action des autorités porte non pas sur le niveau à court terme du chômage mais sur la réduction de l'inflation, elle devrait être appréciée en fonction de son efficacité dans ce dernier domaine et non pas par référence à l'emploi. En effet, dans le cas de l'ajustement destiné à tenir compte de la hausse des prix, le simple fait d'envisager une correction traduit l'échec de la politique suivie jusque-là pour éliminer l'inflation. En outre, le calcul de cet ajustement est fondé sur l'hypothèse que la réaction des détenteurs d'actifs consiste effectivement à épargner le remboursement implicite du capital contenu dans les intérêts qu'ils perçoivent. Cette réaction est loin d'être aussi évidente que dans le cas, par exemple, où une reprise de l'activité tend automatiquement à combler le déficit budgétaire par le biais des systèmes de taxation et d'aides au chômage.

En résumé, on peut dire simplement que, comme l'objectif principal des autorités est de maîtriser l'inflation par l'application de politiques monétaires rigoureuses, le rôle qui revient automatiquement à la politique budgétaire est de soutenir cette action, et non pas de viser d'autres objectifs, parfois en conflit avec le premier.

### **L'importance du secteur public**

Le dernier aspect de la contrainte exercée par le secteur public sur la croissance économique concerne le problème à plus long terme de l'importance même de ce secteur. Comme le mentionnait le Rapport de l'année passée, bien que la part du PNB absorbée par le secteur des administrations publiques se soit fortement

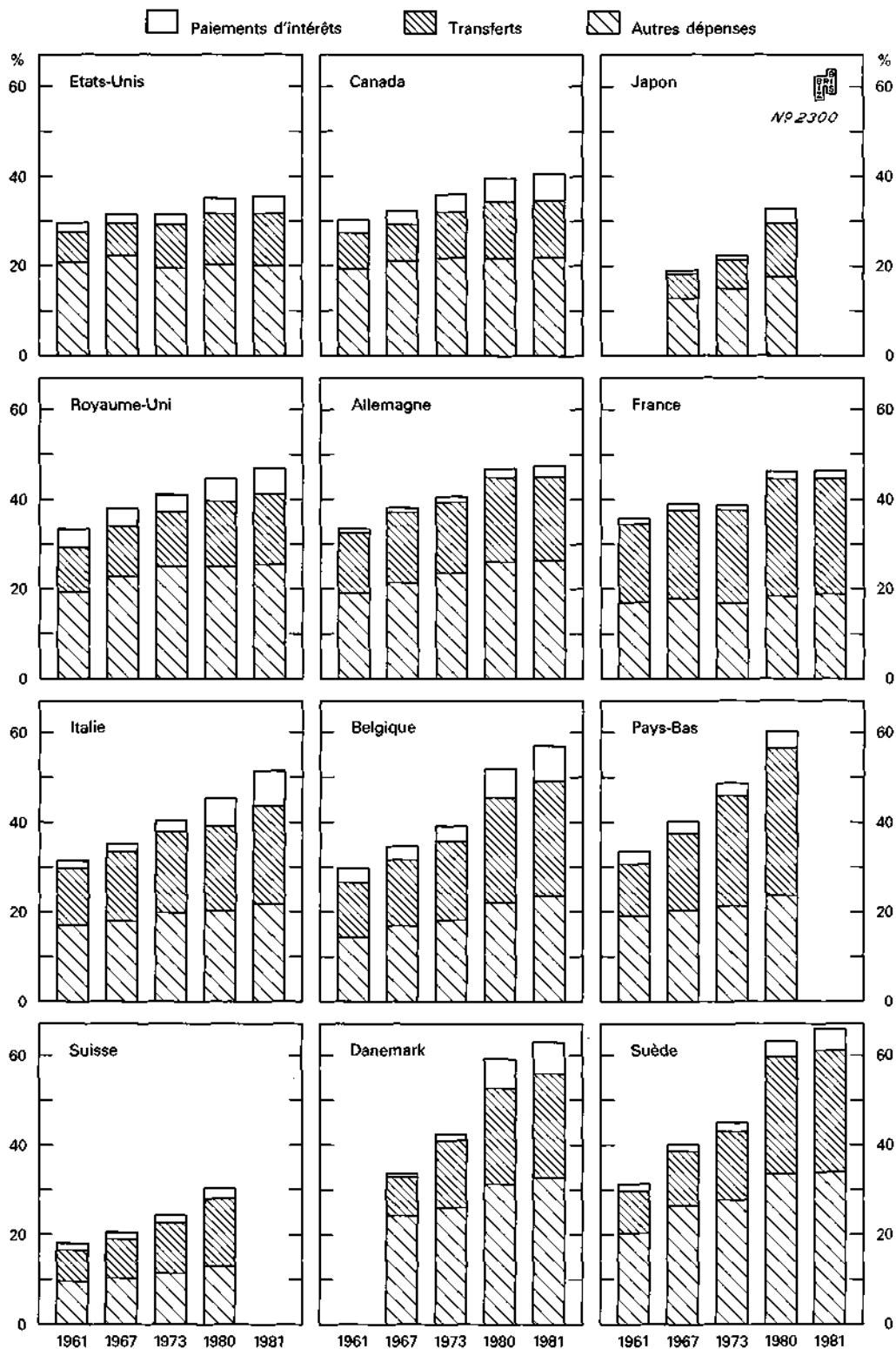
accrue et de manière assez générale avant la première crise pétrolière, l'expansion relative des dépenses publiques s'est notablement accélérée depuis 1973. Un an plus tard, les données ne révèlent aucune amélioration de la situation. Elle a même empiré, stricto sensu, puisque la part des dépenses des administrations publiques dans le PNB a encore augmenté presque partout l'an dernier. Dans la plupart des pays, cette augmentation a été due essentiellement à la progression des transferts et des paiements nets d'intérêts. Les dépenses des administrations publiques représentent actuellement entre un tiers environ du PNB en Suisse, au Japon et aux Etats-Unis et deux tiers approximativement au Danemark, en Suède, aux Pays-Bas et en Belgique.

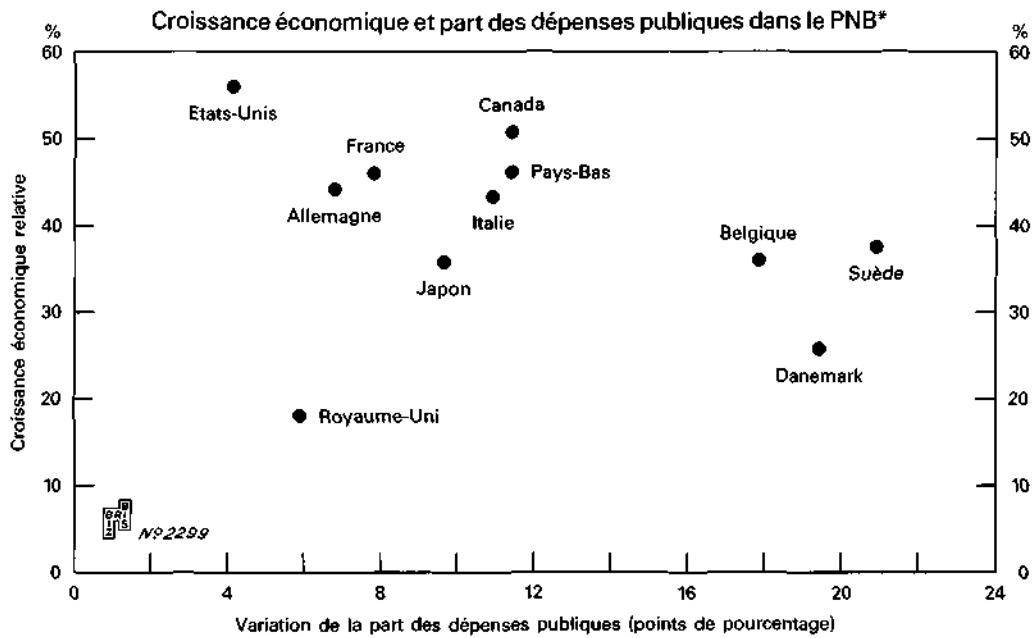
L'une des principales difficultés engendrées par cette situation concerne, bien entendu, le niveau approprié de la fiscalité. S'il est vrai que le financement du déficit représente une part beaucoup plus importante des dépenses publiques qu'au cours de périodes antérieures, il est tout aussi vrai que la fiscalité explicite atteint des niveaux records. Cette «pression fiscale» élevée peut notamment entraîner une accélération de l'inflation, soit directement, en cas de relèvement des impôts sur la dépense, soit indirectement, par le biais de pressions sur les salaires induites par la fiscalité, si l'impôt sur le revenu subit de plein fouet les effets de l'ajustement nécessaire. En outre, on estime généralement que des taux marginaux d'imposition élevés exercent une incidence néfaste sur les stimulants de l'offre, l'investissement et la productivité. La réduction des dépenses publiques se justifie donc essentiellement par le fait qu'elle permet d'opérer un allègement sensible de la fiscalité, l'accent étant mis spécialement sur l'encouragement de l'investissement.

On fait souvent valoir qu'il est logique que la part des dépenses publiques croisse dans une économie en expansion. Les besoins de la société en biens et services publics peuvent fort bien s'accroître proportionnellement plus vite que le revenu; dans le même temps, grâce à une plus grande prospérité, la société est peut-être mieux en mesure et plus désireuse de financer des programmes de redistribution. De toute façon, ce processus est naturellement soumis à certaines limites. De fait, après les augmentations de la part des dépenses publiques enregistrées au cours de la période allant jusqu'au début des années soixante-dix, on pouvait raisonnablement escompter une certaine stabilisation de cette proportion. Aussi est-il particulièrement préoccupant de constater que l'importance relative du secteur public s'est accrue à un rythme sans précédent depuis 1973.

Ce problème est probablement dû, pour une part importante, au ralentissement tendanciel de la croissance économique durant les années soixante-dix et au fait que les autorités n'ont pas suffisamment tenu compte de ses répercussions. La plupart des programmes publics ne sont pas sensibles aux signaux du marché qui régissent la dépense privée, et il va de soi que certains programmes sont appelés inéluctablement à se développer lorsque la croissance se ralentit et que le chômage augmente. Le graphique de la page 27 fait apparaître une relation entre l'importance des difficultés rencontrées par les autorités et l'ampleur du ralentissement économique enregistré dans leur pays respectif. Il présente l'évolution de la part des dépenses publiques dans le PNB entre 1973 et 1981 en fonction du taux de croissance des divers pays durant la même période par rapport à la tendance antérieure (1960-73). La partie supérieure du graphique fait effectivement ressortir

### Dépenses des administrations publiques par rapport au PNB





\* En ordonnée: taux de croissance annuel moyen en 1973-81 comparé à celui de 1960-73; en abscisse: variation de la part des dépenses publiques dans le PNB entre 1973 et 1981.

une certaine relation qui, de gauche à droite, est orientée à la baisse. Ainsi, aux Etats-Unis, où le taux de croissance a été supérieur d'un peu plus de moitié à celui de la période antérieure, l'augmentation de la part des dépenses publiques a été relativement faible. Au Danemark, en Belgique et en Suède, en revanche, où la croissance n'a atteint que 25 à 40% de ce qu'elle était auparavant, les dépenses publiques ont connu une expansion spectaculaire. A l'autre extrémité de l'échelle, le Royaume-Uni constitue une exception frappante, puisque l'expansion relativement limitée des dépenses publiques s'est accompagnée d'un ralentissement particulièrement marqué de la croissance économique. Cet exemple démontre à l'évidence que, quelle que soit la pression à la hausse exercée par le ralentissement de la croissance sur l'importance relative du secteur public, l'action résolue des autorités peut influencer fortement, sinon contrecarrer totalement, son incidence.

Si l'économie mondiale se trouvait simplement dans une phase descendante normale – bien que prolongée – du cycle conjoncturel, le problème des déficits du secteur public pourrait alors se résoudre en partie de lui-même dans la phase de reprise. En l'état actuel des choses, un tel mouvement sera probablement assez faible et caractérisé par une croissance lente et un chômage assez durablement élevé. Dans la suite de ce chapitre sont examinées certaines des autres raisons à moyen terme – en plus de l'inflation elle-même – qui amènent à une telle conclusion. Par conséquent, toute réduction de la pression fiscale et de la demande de crédit du secteur public ne pourra être obtenue qu'au prix d'efforts répétés visant à modifier la croissance tendancielle des dépenses publiques. La baisse des taux d'intérêt qui en résulterait pourrait alors contribuer à stimuler la demande d'investissements fixes des entreprises, ainsi que celle de stocks, de logements et de biens de



consommation durables. Elle se traduirait à son tour par un allègement des décaissements budgétaires au titre du service de la dette, contrairement au mouvement de spirale inverse qui a semblé se profiler récemment dans plusieurs pays.

### La situation dans le domaine de l'énergie

Au cours de l'année écoulée, les pays industrialisés ont accompli des progrès plus importants dans la réduction de leur dépendance à l'égard du pétrole que ce que l'on pouvait espérer. De fait, l'évolution en 1980 s'est également avérée un peu plus favorable qu'il n'apparaissait au moment de la rédaction du Rapport de l'an dernier. Mais, comme parallèlement la récession s'est intensifiée, il est difficile de dire dans quelle mesure la contrainte énergétique qui empêche une utilisation plus complète des ressources s'est desserrée. Depuis lors, cependant, le marché pétrolier international s'est considérablement affaibli – ce qui procure un certain répit à court terme à l'économie mondiale en ce qui concerne l'inflation, la demande et les déséquilibres des paiements, tout en réduisant il est vrai, dans une certaine mesure, la motivation nécessaire pour opérer des ajustements à plus long terme.

Malgré une légère progression du PNB dans le monde occidental industrialisé en 1981, la consommation globale d'énergie primaire a probablement fléchi de 2½% environ. Le pétrole étant le combustible marginal, la consommation de ce produit a diminué au total de quelque 6% et les importations nettes de brut (qui constituent elles aussi la source marginale de pétrole) se sont contractées encore plus fortement (13% environ). Au second semestre, les importations nettes de la zone OCDE atteignaient en moyenne 19,5 millions de barils par jour, soit le rythme le plus faible depuis 1969, que l'on peut rapprocher des niveaux records de 26–27 mb/j enregistrés d'abord en 1973, puis de nouveau au cours des années 1976–79. Dans le même temps, la production de pétrole d'origine interne (Mexique compris) a encore légèrement augmenté, de sorte que l'accroissement total depuis la première moitié des années soixante-dix s'est établi à quelque 4 mb/j.

Consommation d'énergie et de pétrole dans les pays de l'OCDE

Rubriques	1960	1965	1973	1980	1981
	indices: 1973 = 100				
Consommation totale d'énergie . . . . .	53,0	66,3	100	106,0	103,5
Consommation d'énergie par rapport au PIB . . . . .	101,0	96,9	100	89,1	86,0
	en %				
Consommation de pétrole par rapport à la consommation totale d'énergie . . . . .	36,7	44,7	54,8	49,7	48,0
Importations nettes de pétrole par rapport à la consommation totale de pétrole . . . . .	48,9	58,5	67,6	61,8	56,9
Importations nettes de pétrole par rapport à la consommation totale d'énergie . . . . .	17,9	26,2	37,1	30,7	27,3
	en millions de barils par jour				
Importations nettes de pétrole . . . . .	6,8	12,4	26,5	23,3	20,2
Production de pétrole de l'OPEP . . . . .	6,0	14,0	31,0	26,8	22,5

Les progrès importants réalisés sur le plan des économies d'énergie et de pétrole aux Etats-Unis et au Japon au cours de la période 1978-81 ont joué un rôle décisif dans l'évolution récente. Après le premier choc pétrolier, la consommation de pétrole par rapport au PNB avait en fait légèrement augmenté aux Etats-Unis. Mais, selon les estimations, elle a diminué de 25% entre 1978 et 1981, ce qui a permis aux Etats-Unis d'obtenir des résultats plus proches de la moyenne. L'OCDE estime en effet à présent que, pour les sept principaux pays, la consommation unitaire d'énergie globale et de pétrole avait diminué, l'an dernier, de 14% et 27-28% respectivement par rapport à 1973. Ces chiffres impliquent, comme le montre le tableau, que la part du pétrole dans la consommation totale d'énergie se situait, l'an passé, au-dessous de 50%.

Pour mieux comprendre la signification de ces chiffres, il convient peut-être de se reporter aux évaluations faites, il y a seulement un an, par le Symposium parlementaire sur l'Energie et l'Economie organisé par l'OCDE et l'Agence internationale pour l'énergie. Pour tenter d'évaluer la situation de l'offre et de la demande de pétrole dans le monde pour les dix années à venir, certains calculs furent faits sur la base de «scénarios». Ils reposaient sur l'hypothèse, considérée comme plausible, d'une réduction de 8½% d'ici à 1985 de la quantité totale d'énergie primaire requise pour produire une unité du PIB. On supposait également que la part du pétrole dans la consommation totale d'énergie primaire tomberait à 44½% dans ce même laps de temps. Il paraît probable aujourd'hui que ces deux chiffres seront atteints – peut-être même avant 1985. De plus, alors qu'on estimait que, pour répondre aux besoins, la production de pétrole de l'OPEP devrait s'élever à environ 30 mb/j durant les années quatre-vingt, la production est tombée par moments au-dessous de 18 mb/j au début de 1982.

Ces chiffres pourraient donner la nette impression que l'élément fondamental de la contrainte énergétique – à savoir, une dépendance excessive à l'égard du pétrole importé – s'est sensiblement atténué. Il est toutefois difficile de dire, pour l'instant, dans quelle mesure il en est ainsi. Tout d'abord, la récession s'est poursuivie et s'est même intensifiée dans le monde industriel occidental. Ainsi, alors que le scénario énergétique de l'OCDE/AIE tablait sur un taux de croissance moyen du PIB de 2¾% par an de 1979 à 1985, le résultat effectif est pour l'instant bien inférieur à la moitié. Tout écart en baisse du PIB risque en outre d'être amplifié en ce qui concerne son incidence sur les besoins en pétrole importé. Presque tous les besoins marginaux d'énergie eux-mêmes se traduisent par des importations de pétrole. C'est pourquoi un ralentissement plus prononcé que prévu de la croissance pourrait avoir des répercussions assez sensibles non seulement sur le niveau absolu des importations de pétrole, mais aussi sur le besoin de pétrole importé par unité du PIB.

L'affaiblissement du marché pétrolier international est également dû en partie à un changement d'attitude dans les pays consommateurs – le mouvement de constitution des stocks ayant fait place au déstockage – situation qui ne peut, à l'évidence, se prolonger indéfiniment. En outre, le fait que les économies d'énergie sont pour l'instant supérieures aux prévisions n'implique pas nécessairement que le gain final dépassera aussi les espérances. Il pourrait tout simplement

s'agir d'un raccourcissement dans le temps du délai de réaction des consommateurs sans que pour autant le résultat ultime soit nettement meilleur que celui qu'on avait escompté.

D'une portée bien plus grande cependant, dans une perspective à long terme, est l'apport indispensable de la production de pétrole national et, plus encore, le développement de sources d'énergie de substitution. Mais, sur ces deux plans, on ne peut s'attendre dans l'immédiat à des résultats rapides. La baisse récente du prix du pétrole a toutefois conduit, selon certaines informations, à un ralentissement de l'activité de recherche pétrolière en dehors de la zone de l'OPEP. D'où la nécessité, pour les pays consommateurs, de maintenir — au moyen de la fiscalité éventuellement — le prix de l'énergie à un niveau élevé tant pour les producteurs nationaux que pour les consommateurs. Cela permettrait d'alléger quelque peu la situation des finances publiques et, malgré un éventuel effet de freinage des progrès dans la lutte contre l'inflation, n'exigerait pas nécessairement un relèvement effectif des prix en valeur absolue.

C'est pourtant dans les secteurs du charbon et de l'énergie nucléaire qu'un développement considérable doit encore intervenir si l'on veut opérer l'indispensable affranchissement du pétrole. Or, et c'est bien compréhensible, c'est précisément dans ces deux domaines que les craintes les plus vives sont ressenties en ce qui concerne l'environnement et la sécurité.

Enfin, même si les chiffres les plus récents font état d'économies de pétrole plus importantes et durables, il reste encore à voir si l'on pourra disposer d'une indépendance énergétique suffisante. D'après les conclusions émises par le Symposium OCDE/AIE, le monde importateur de pétrole pourrait, au prix de gros efforts, se contenter d'une production de pétrole de l'OPEP atteignant au maximum quelque 30 mb/j, ce qui n'est d'ailleurs guère éloigné des précédents niveaux records. En supposant que l'on puisse aujourd'hui réduire ce montant, le problème fondamental ne se trouvera pas pour autant complètement résolu. En effet, si le monde industrialisé enregistrait des taux plus satisfaisants de croissance et d'utilisation des capacités productives, certains gros producteurs de l'OPEP pourraient être amenés à fournir des quantités de pétrole nettement supérieures à leurs besoins financiers courants. Si l'on ajoute à cela des considérations d'ordre stratégique et l'éventualité de nouveaux chocs, on peut parfaitement concevoir qu'une reprise sensible de l'activité dans le monde industrialisé débouche sur les mêmes problèmes que ceux qui ont marqué les années soixante-dix. La contrainte énergétique s'est peut-être desserrée — et pourrait l'être davantage si la production de l'Iran et de l'Iraq retrouvait ses niveaux antérieurs — mais elle pourrait tout aussi bien se renforcer de nouveau en cas de reprise sensible de l'activité et d'une réduction notable du chômage dans les pays industrialisés.

### **Investissement fixe et croissance lente**

Le dernier élément du tissu des contraintes qui enserrant les pays industrialisés concerne le comportement de l'investissement. Depuis 1973, la croissance de l'investissement s'est notablement ralentie partout par rapport aux précédentes décennies de l'après-guerre. Il s'agit en l'occurrence à la fois d'une conséquence et

d'une cause des résultats d'ensemble peu satisfaisants enregistrés par les économies avancées depuis le premier choc pétrolier. A la longue, cependant, il est probable qu'on considérera de plus en plus que la faiblesse de l'investissement est seulement une cause – et peut-être l'une des causes principales – de la persistance d'une croissance lente. La quantité tout comme la qualité du stock de capital peuvent se ressentir davantage avec le temps des effets néfastes d'une longue période de stagnation de l'investissement. Il y a enfin un certain risque de voir les économies s'engluer plus ou moins dans le « piège » d'une croissance lente. La reprise de l'investissement permettrait de retrouver une croissance globale plus soutenue, mais il est plus difficile, dans un environnement de stagnation, de fournir le stimulant nécessaire à la relance de l'investissement du secteur privé. De fait, compte tenu des autres contraintes qui pèsent également sur le potentiel productif des économies, il devient pratiquement impossible, par définition, d'obtenir cet important stimulant que constitue un marché en expansion.

### Investissement et épargne

Comme le montre le tableau ci-après, la croissance de l'investissement industriel s'est fortement ralentie dans presque tous les pays depuis 1973. Ce ralentissement a été particulièrement spectaculaire au Japon, même s'il s'est produit à partir d'un niveau exceptionnellement élevé, alors qu'au Canada il a été le moins marqué. Aussi n'est-il pas surprenant, si l'on en croit les estimations récentes d'organismes spécialisés, que le taux de croissance du stock brut de capital fixe des entreprises ait également diminué, de ½ à 2% par an, dans la plupart des cas. Il est donc possible qu'à l'heure actuelle la capacité productive de l'appareil industriel soit inférieure en moyenne de 10 à 15% à ce qu'elle aurait été si les tendances antérieures s'étaient maintenues. Dans la mesure où le rythme d'obsolescence s'est accéléré – aidé en cela, le cas échéant, par la modification du prix relatif de l'énergie – il n'est pas exclu que le stock effectif de capital soit encore plus faible.

Si l'on examine l'évolution récente de la formation de capital sur la base de la part de l'investissement fixe total dans le PNB, on constate également un fléchissement, relativement modéré cependant dans la plupart des cas, avec même une ou

Investissement productif des entreprises (en volume)

Pays	1960-73	1973-79	1980	1981 <sup>1</sup>
	taux moyen de croissance annuelle			
Etats-Unis . . . . .	5,7	2,8	- 3,0	2,5
Canada . . . . .	5,8	5,0	8,6	6,9
Japon . . . . .	14,0	1,7	6,5	1,6
Allemagne fédérale . . . . .	4,7	2,4	3,3	- 2,1
France . . . . .	7,2	1,4	5,2	- 2,3
Royaume-Uni . . . . .	4,2	3,2	3,8	- 1,8
Italie . . . . .	4,7	- 1,3	9,8	- 2,5
Belgique . . . . .	5,1	0,2	8,2	- 4,5
Pays-Bas . . . . .	5,1	2,0	- 6,5	-14,0
Suède . . . . .	4,3	- 0,5	1,3	- 7,1
Suisse <sup>2</sup> . . . . .	5,5	- 2,0	6,9	1,7

<sup>1</sup> En partie sur la base d'estimations. <sup>2</sup> Secteur public compris.

deux exceptions. De prime abord, il y a là de quoi surprendre. En effet, parmi les facteurs considérés habituellement comme des déterminants importants de l'investissement, tels que la rentabilité et les taux d'intérêt, beaucoup ont évolué dans un sens défavorable. D'une manière plus fondamentale, la théorie élémentaire de la croissance économique indique assez clairement que, selon la relation qui existe entre les besoins marginaux en capital et la production, le passage à une période de ralentissement de la croissance globale devrait entraîner, *ceteris paribus*, une baisse notable des ratios investissement/production. Pour les pays industrialisés pris dans leur ensemble, la variation de la croissance tendancielle n'a pas été négligeable, puisque la progression du PIB n'a atteint en moyenne que 2,4% l'an entre 1973 et 1981, alors qu'elle s'établissait à 5% entre 1960 et 1973.

Ce paradoxe apparent s'explique certainement en partie par les nouveaux besoins en matière d'investissement, à la fois rendus nécessaires et encouragés par la modification des prix de l'énergie. Les besoins d'investissement se sont, en outre, accrus dans de nombreux pays, sous l'effet des réglementations mises en œuvre par les autorités pour sauvegarder l'environnement et protéger la santé et la sécurité des travailleurs. Enfin, le coût élevé de la main-d'œuvre – malgré son incidence néfaste exercée simultanément sur la rentabilité et l'épargne des entreprises – peut avoir néanmoins stimulé l'investissement à forte concentration de capital, c'est-à-dire permettant d'économiser de la main-d'œuvre. Toutefois, cette explication est, *a priori*, quelque peu en contradiction avec la forte décélération de la croissance de la production par personne employée enregistrée depuis 1973.

Les ratios relativement soutenus de l'investissement total ne sont donc peut-être pas aussi favorables qu'ils peuvent le paraître. On peut certes les considérer comme assez satisfaisants dans le court terme, compte tenu des contraintes récentes et à venir qui pèsent sur l'activité économique globale. Mais, en termes de volume absolu de la formation de capital, ils impliquent l'acceptation de résultats insuffisants si l'on se réfère aux objectifs en matière d'emploi et de gains de productivité (pourtant moins ambitieux que les résultats obtenus avant 1973) qui devraient être considérés comme normaux à l'issue de la période d'ajustement à moyen terme. Autrement dit, une part bien plus grande du chômage risque de revêtir un caractère structurel. En même temps, comme c'est souvent par le canal de l'investissement courant que les progrès technologiques contribuent à améliorer

Investissement intérieur brut en capital fixe

Pays	1960-73	1973-79	1980	1981
	en % du PNB/PIB			
Etats-Unis . . . . .	18,2	18,1	17,7	17,0
Canada . . . . .	22,1	23,2	23,6	24,5
Japon . . . . .	33,8	32,2	31,8	31,0
Allemagne fédérale . . . . .	25,0	21,7	23,5	22,8
France . . . . .	23,2	22,6	21,6	21,2
Royaume-Uni . . . . .	18,3	18,6	17,8	16,2
Italie . . . . .	20,9	19,8	19,8	20,3
Belgique . . . . .	21,7	21,7	21,0	20,1
Pays-Bas . . . . .	24,9	21,1	21,0	19,9
Suède . . . . .	23,2	20,7	20,1	19,1
Suisse . . . . .	28,1	23,5	23,8	24,2

l'efficacité du système productif, un taux de croissance faible de l'investissement peut signifier que la productivité du capital installé n'est pas aussi bonne que ce qu'elle devrait être. En outre, cela signifie que le capital installé vieillit nécessairement en comparaison de ce qui aurait été le cas autrement.

Il convient également de noter que, par suite de la faible croissance de l'investissement, les ajustements structurels à apporter au capital n'ont vraisemblablement pas été effectués aussi vite qu'il aurait été possible de le faire. C'est ainsi que le renouvellement moins rapide du stock de capital peut avoir freiné l'introduction complète de techniques d'une plus grande efficacité énergétique. Il peut aussi retarder les ajustements rendus nécessaires par la concurrence émanant des pays en voie d'industrialisation. Pour toutes ces raisons, il semblerait indiqué qu'une part importante des impulsions de la politique économique soit concentrée sur le développement de l'investissement. Encore faut-il pouvoir y parvenir, compte tenu de l'environnement défavorable dans lequel nous nous trouvons.

Il est pour le moins inquiétant que la plupart des études sur le comportement de l'investissement en capital aient abouti à la conclusion que ce sont les perspectives de ventes, autrement dit la demande, qui constituent l'un des principaux déterminants des dépenses d'investissement, car ce sont précisément ces perspectives qui se trouvent, par la force des choses, réduites actuellement. Par conséquent, lancer de grands programmes d'extension du capital comporterait le risque d'investir dans un potentiel productif sous-utilisé (au moins temporairement), ce qui est le meilleur moyen de conduire une entreprise à une crise financière. Pour tenter d'éviter cet obstacle fondamental, on pourrait recourir à des mesures d'incitation assorties de délais d'application préétablis. Les autorités allemandes et françaises, par exemple, ont annoncé récemment des programmes de prime fiscale à l'investissement, applicables uniquement aux projets en cours ou aux dépenses encourues pendant une période de temps limitée.

S'il peut s'avérer difficile d'obtenir des résultats probants en s'en remettant uniquement à de tels programmes, on pourrait fort bien augmenter leur efficacité en optimisant l'action de facteurs autres que la demande. Il importerait avant tout d'améliorer notablement la rentabilité. Les chiffres relatifs aux parts des revenus des facteurs donnent à penser que, bien que la rentabilité ne semble pas s'être détériorée trop sérieusement durant le second choc pétrolier, elle ne s'en situe pas moins dans la plupart des cas au-dessous des niveaux enregistrés même au début des années soixante-dix. Une redistribution des revenus des facteurs — sous la forme d'une progression modérée des salaires réels — pourrait à la fois inciter à investir davantage et procurer en même temps une partie des ressources de financement nécessaires à cet effet. En d'autres termes, elle pourrait contribuer à développer simultanément l'épargne et l'investissement. Il convient cependant de reconnaître qu'il sera sans doute difficile d'obtenir le degré de modération requis, en raison du taux de progression déjà faible des revenus réels.

Un point connexe, examiné précédemment dans ce chapitre, concerne la question du dosage des moyens d'action et le niveau inutilement élevé des taux d'intérêt résultant de la coexistence de budgets trop laxistes et de politiques monétaires anti-inflationnistes. Une telle « éviction » paraît constituer un obstacle injustifié à l'initiative d'investisseurs potentiels en biens d'équipement. Des taux

Part des salaires dans le revenu total des facteurs internes

Pays	1965-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
	en %									
Etats-Unis . . . . .	72,7	76,5	78,2	77,6	77,4	76,9	77,2	77,5	78,5	78,7
Japon . . . . .	53,3	57,2	62,8	66,1	66,4	67,9	66,6	67,5	68,3	.
Allemagne fédérale	65,5	69,3	72,4	72,3	71,4	71,4	71,2	71,1	72,2	73,3
France . . . . .	62,3	63,9	67,5	70,1	71,5	71,3	71,5	71,3	73,0	75,5
Royaume-Uni . . . . .	75,7	75,8	79,5	82,6	80,5	77,9	77,4	78,8	81,4	.
Italie . . . . .	56,8	61,3	64,1	68,2	67,2	68,5	68,0	66,2	65,6	68,7
Canada . . . . .	70,7	72,4	70,6	72,1	72,7	73,5	71,9	69,5	69,9	71,5
Belgique . . . . .	62,3	64,9	68,0	70,2	71,0	71,9	72,1	72,3	73,5	.
Pays-Bas . . . . .	65,1	68,6	70,1	72,5	69,9	70,6	71,1	72,0	72,8	.
Suède . . . . .	75,4	76,9	76,3	77,5	81,0	85,5	84,0	81,3	80,3	.
Suisse . . . . .	65,6	68,4	70,7	72,5	71,7	72,0	72,8	73,0	73,3	.

d'intérêt élevés comportent également le risque que tout accroissement des bénéfices soit investi sous forme de dépôts bancaires, de titres d'Etat ou de remboursements de dettes, au lieu d'être affecté à des investissements productifs.

La politique économique actuelle évolue déjà, il est vrai, sur un terrain beaucoup plus ferme en ce qui concerne la lutte contre l'inflation. Il est désormais largement admis que l'inflation, surtout si elle est en grande partie engendrée par la poussée des coûts comme ce fut le cas tout au long de la dernière décennie, risque d'inhiber l'investissement fixe. Les taux d'inflation élevés ont tendance à être variables, ce qui contribue – sur le plan interne et, par un phénomène de «surréaction», sur les marchés des changes – à alimenter l'incertitude qui entoure les prévisions de rentabilité future. En outre, en induisant une hausse des taux d'intérêt nominaux, l'inflation accroît sensiblement les risques liés aux emprunts à long terme. Cependant, une partie – ou la totalité – de l'incidence bénéfique pour l'investissement d'une réduction de l'inflation pourrait être perdue si le coût de la désinflation en termes de chômage devenait trop élevé. Il en résulterait non seulement une nouvelle contraction de la demande elle-même, qui fléchirait peut-être au-dessous du niveau admissible dans d'autres circonstances, mais, de plus, la persistance d'un chômage élevé pourrait également exercer des effets néfastes sur les anticipations des chefs d'entreprise en ce qui concerne le climat politique et économique dans lequel devraient s'insérer les nouveaux projets d'investissement. Pour ces deux raisons, et en présence de fortes rigidités sur le marché du travail, les politiques des revenus peuvent parfois s'avérer utiles, dans les cas tout au moins où elles ne sont pas inacceptables pour d'autres motifs. Elles peuvent contribuer à réduire le coût de la désinflation en termes de chômage et favoriser éventuellement l'évolution nécessaire de la répartition du revenu national au profit des bénéfices des entreprises.

Il ressort de ces considérations que, dans un monde idéal, le niveau de l'investissement devrait être supérieur au niveau actuel. Dans certains pays, compte tenu de la baisse tendancielle de la part de l'investissement, et dans l'hypothèse

d'une utilisation plus complète des ressources, peut-être faudrait-il également que la part de l'investissement augmente. De la même façon, la part du revenu national consacrée à l'épargne devrait presque certainement s'accroître aussi.

Le tableau de la page 36 retrace l'évolution de l'épargne interne au cours des périodes antérieures et postérieures aux chocs pétroliers. On ne constate guère d'homogénéité en ce qui concerne l'épargne globale du secteur privé (ménages plus entreprises). Dans certains cas, tels que le Royaume-Uni, la Suède, le Canada et peut-être l'Italie, le taux de l'épargne du secteur privé s'est accru ces dernières années, alors qu'ailleurs il a eu tendance à diminuer, particulièrement en France, en Belgique et aux Pays-Bas. Pour ce qui est de l'épargne du secteur des administrations publiques, on relève en revanche une tendance générale à la baisse — qui constitue l'élément le plus important de la détérioration bien connue des finances publiques. Par conséquent, le secteur public lui-même pourrait contribuer notablement au relèvement indispensable du volume total de l'épargne interne. (Il convient de ne pas perdre de vue que ces dernières années, en dépit de la constitution d'une ample réserve d'épargne internationale à l'échelle mondiale — l'excédent de l'OPEP — l'intention des autorités est bien évidemment de parvenir à la réduire sensiblement.) Il est vrai que quelques pays, et surtout les Etats-Unis, s'efforcent actuellement — ou envisagent — de stimuler l'épargne du secteur privé par un allègement de la fiscalité. Cependant, la réaction du secteur privé à de telles initiatives est forcément incertaine; de plus, si l'on ne parvient pas en même temps à comprimer suffisamment les dépenses courantes du secteur public, l'incidence de cette mesure risque d'être compensée, en partie tout au moins, par une nouvelle réduction de l'épargne des administrations publiques. Une méthode plus sûre pour parvenir à développer l'épargne du secteur privé consisterait à opérer le transfert d'une part notable des revenus au profit des bénéfices des entreprises, comme on l'a mentionné précédemment.

Dans la mesure où la responsabilité de l'augmentation indispensable de l'investissement incombe au secteur public, un accroissement de l'épargne de l'administration centrale (autrement dit, une réduction des dépenses courantes) pourrait trouver sa contrepartie automatique dans l'investissement. Bien entendu, le risque que comporte la seule compression des dépenses courantes du secteur public est que, en l'espèce, les incitations à l'investissement du secteur privé (y compris tout abaissement induit des taux d'intérêt) pourraient se révéler insuffisantes — dans les circonstances actuelles — pour susciter une reprise exactement proportionnée des dépenses d'investissement. Il en résulterait même une nouvelle diminution de la dépense globale et du niveau de l'activité. Aussi la voie qui s'offre aux autorités est-elle bien étroite. Dans la plupart des cas, le succès passera par une réduction substantielle des déficits budgétaires; mais si cette réduction est prématurée et trop importante, elle risque dans l'immédiat d'aggraver la situation au niveau de la demande (et, d'ailleurs, d'exercer ainsi de nouvelles pressions sur les budgets eux-mêmes). En revanche, une attitude trop permissive est susceptible de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux trop élevés et d'avoir une incidence néfaste sur les anticipations. Compte tenu de l'importance des effets induits par les anticipations, il paraît nécessaire dans la plupart des cas d'appliquer un programme convaincant de compressions budgétaires à moyen terme, les agents économiques pouvant



**Taux de l'épargne interne brute**

Pays	Années	Ensemble de l'économie	Administrations publiques	Secteur privé national
		en % du PIB		
Etats-Unis . . . . .	1960-73	19,4	2,3	17,1
	1974-79	18,9	1,1	17,8
	1980	18,3	0,6	17,7
	1981	18,3	0,8	17,5
Canada . . . . .	1960-73	21,8	4,1	17,7
	1974-79	21,4	1,7	19,6
	1980	21,5	0,9	20,6
	1981	22,2	2,4	19,8
Japon . . . . .	1965-73	37,4	6,6	30,8
	1974-79	32,6	3,2	29,3
	1980	30,7	3,3	27,3
	1981	31,8	3,6	28,2
Allemagne fédérale . . . . .	1960-73	27,1	6,0	21,1
	1974-79	23,3	2,4	20,9
	1980	23,0	2,3	20,7
	1981	21,8	0,9	20,9
France . . . . .	1961-73	29,0	4,9	24,1
	1974-79	23,0	2,7	20,3
	1980	21,7	3,7	18,0
	1981	19,1	1,6	17,5
Royaume-Uni . . . . .	1960-73	19,3	4,5	14,8
	1974-79	17,9	0,5	17,4
	1980	19,1	0,8	18,3
	1981	17,6	0,5	17,1
Italie . . . . .	1961-73	23,4	-2,1	25,5
	1974-79	22,2	-5,1	27,3
	1980	22,6	-3,7	26,3
	1981	18,9	-7,1	26,0
Belgique . . . . .	1960-73	25,9	1,5	24,4
	1974-79	20,6	-1,3	21,9
	1980	16,3	-4,6	20,9
	1981	.	-8,2	.
Pays-Bas . . . . .	1960-73	27,4	5,1	22,3
	1974-79	22,9	2,6	20,3
	1980	20,1	1,5	18,6
	1981	20,0	1,0	19,0
Suède . . . . .	1960-73	24,2	9,8	14,4
	1974-79	19,7	5,4	14,2
	1980	17,3	0,1	17,2
	1981	16,0	-0,9	16,9
Suisse . . . . .	1960-73	31,2	.	.
	1974-79	27,7	.	.
	1980	26,7	.	.
	1981	28,0	.	.

constater une baisse des déficits dans le cadre d'estimations réalistes en matière de croissance et de taux d'intérêt.

**Implications d'une croissance lente**

Le problème de l'investissement n'est qu'un aspect – important certes – de l'extrême complexité du problème auquel les responsables de la politique économique sont actuellement confrontés. Le fond de ce problème réside dans le fait

qu'il n'est pas toujours possible de compter sur une croissance indéfiniment lente et sur la sous-utilisation des ressources pour encourager les ajustements autocorrecteurs qui s'imposent. De fait, des réactions perverses qui ont tendance à s'auto-alimenter peuvent fort bien se manifester.

Aussi, comme on le verra dans le chapitre suivant, bien que la stagnation de l'activité contribue incontestablement à réduire l'inflation, certains autres effets d'une croissance lente, qui vont des pressions sur les coûts unitaires aux attitudes adoptées à l'égard des politiques des revenus, ne sont pas toujours forcément favorables.

De même, dans le cas de l'affectation des ressources, le sous-emploi du potentiel économique peut favoriser une plus grande mobilité de la main-d'œuvre et exercer une pression financière sur les chefs d'entreprise pour les inciter à améliorer la rentabilité au moyen d'une restructuration drastique. Dans le même temps, il faut toutefois s'attendre à une intensification des pressions visant à protéger et à subventionner les emplois non rentables.

Les pouvoirs publics ont, bien entendu, cherché à combattre certains des effets les plus nocifs du ralentissement de la croissance, notamment en ce qui concerne le chômage. Ainsi, constatant que les jeunes représentent une part disproportionnée dans le nombre des sans-emploi, ils ont mis en œuvre ou renforcé divers types de programmes de formation et de stages en entreprise. Des pressions se sont également exercées en faveur de la réduction de la durée du travail et de l'introduction de systèmes de partage du travail. Ces initiatives peuvent être considérées comme une adaptation partielle à un environnement de quasi-stagnation. Mais si elles ne s'accompagnent pas d'ajustements appropriés des salaires nominaux, elles risquent d'exercer de nouvelles pressions sur les coûts unitaires. L'expérience française a montré récemment qu'il peut être malaisé, si l'on réduit la durée hebdomadaire du travail, d'obtenir le degré de réalisme requis dans la détermination du coût du facteur travail. En outre, les modifications des structures sociales et des conditions de travail qui peuvent paraître indiquées à un moment donné peuvent fort bien se révéler inadéquates et difficilement réversibles par la suite.

Ce chapitre a présenté sous un jour assez sombre les possibilités limitées dont disposent les autorités pour obtenir rapidement une accélération de la croissance à moyen terme et une amélioration de la situation de l'emploi dans les économies industrialisées. Malgré l'excédent actuel de pétrole et le ralentissement plus récent, et tant attendu, de l'inflation, la marge de manœuvre dans la situation présente n'est pas aussi grande qu'on pourrait le penser, si l'on en juge par le seul niveau du chômage. Assez paradoxalement, si la récession est devenue plus profonde qu'il n'est strictement nécessaire, un stimulant important à court terme pourrait provenir davantage de l'annonce d'un *resserrement futur* de la politique budgétaire, particulièrement aux Etats-Unis, que d'un assouplissement plus conventionnel opéré dans l'immédiat.

Dans les pays industrialisés, tout au moins, c'est peut-être la réapparition de taux de chômage élevés qui constitue l'élément le plus préoccupant. Non seulement il faudra vraisemblablement du temps avant de retrouver une croissance plus rapide, mais il serait vain d'espérer que les moyens nécessaires pour y parvenir — à

savoir une relance efficace de l'investissement et de l'épargne – aient des effets bénéfiques immédiats ou significatifs sur l'emploi. Les possibilités d'effectuer des dépenses d'expansion des capacités sont nécessairement limitées; d'autre part, toute dépense contribuant à augmenter l'intensité de capital tend par définition à économiser de la main-d'œuvre, bien que l'incitation à opérer des dépenses destinées uniquement à épargner de la main-d'œuvre puisse être atténuée par des succès dans la modération des coûts salariaux réels.

Pour le reste, les diverses contraintes exposées précédemment interdisent pratiquement tout recours à une stimulation traditionnelle de la demande de type keynésien, qui part du principe que les ressources inutilisées elles-mêmes peuvent être rapidement mobilisées pour fournir les biens d'équipement nécessaires et financer plus facilement les niveaux tendanciels des dépenses publiques. En réalité, la reconnaissance par le secteur privé de cet état de choses, alliée aux craintes plus spécifiques suscitées par les déficits élevés du secteur public et l'inflation, ont fort bien pu rendre les anciens instruments de la régulation de la demande relativement inefficaces.

Dans ces conditions, il serait vain de prétendre qu'il existe un remède-miracle, voire de penser que le maintien d'une croissance relativement lente ne présente pas de risques en soi. Somme toute, les pouvoirs publics n'ont guère d'autre choix que de continuer à encourager l'ajustement et l'investissement aussi activement qu'ils le peuvent, en effectuant toutes les adaptations compatibles avec la situation du moment et en se tenant prêts à dégager les ressources nécessaires au moyen d'une réduction de l'importance du secteur public et de l'ampleur de son déficit.

### III. INFLATION ET CHÔMAGE

#### Faits saillants

Par suite de l'affaiblissement de la demande et de la production, le chômage a continué de s'accroître dans l'ensemble de la zone du Groupe des Dix en 1981, s'établissant dans plusieurs pays, au cours des premiers mois de 1982, à son niveau le plus élevé de l'après-guerre. Le taux annuel moyen de chômage pour cette zone a été de 6½% en 1981, contre 5½% en 1980 et un chiffre à peu près analogue en 1975-76. L'accroissement du nombre des sans-emploi a été particulièrement prononcé en Europe et, à la fin de l'année dernière, le pourcentage des chômeurs dépassait 10% en Belgique, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Au Japon, en Suède et en Suisse, le taux de chômage a été moins élevé que dans le reste de la zone du Groupe des Dix, allant de 0,3% en Suisse à 3% environ en Suède.

En même temps, dès les premiers mois de 1982, l'inflation s'est nettement ralentie dans les principaux pays industriels, pour se situer à des niveaux sensiblement inférieurs à ceux qu'elle avait atteints deux ans auparavant. Le taux moyen pondéré d'inflation dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, mesuré par la hausse des prix à la consommation au cours des douze mois précédents, avait fléchi, fin 1981, à un peu plus de 9% par rapport à son niveau record de 1980 (près de 13%). Compte tenu de la nouvelle décélération constatée au début de 1982, on peut penser que le taux moyen d'inflation dans la zone du Groupe des Dix s'est rapproché des 7% enregistrés à la fin de 1978.

Ce comportement plus satisfaisant des prix a été dû principalement au ralentissement de l'activité économique dans les pays industrialisés, qui s'est amorcé en 1980 sous l'influence des fortes hausses des prix externes de 1979-80 et a été amplifié par l'orientation restrictive des politiques économiques mises en œuvre dans ces pays. Ce ralentissement a notamment entraîné une baisse prononcée des cours des matières premières, qui a puissamment contribué au recul des taux d'inflation l'an dernier. Entre fin 1980 et fin 1981, les cours des produits non pétroliers (exprimés en DTS) ont diminué de 17%, tandis que le cours en dollars du baril de mazout sur le marché libre a fortement régressé, puisqu'il est tombé de son niveau record de plus de \$35 en 1980 à moins de \$25, à un certain moment, au début de 1982.

Dans quelques pays, les rémunérations nominales ont joué un rôle notable dans le fléchissement de la hausse des prix en 1981. Pourtant, si l'on compare les deux périodes consécutives aux chocs pétroliers, le succès relatif des politiques plus résolument anti-inflationnistes poursuivies pendant la seconde période apparaît à la lumière de l'évolution des gains tant nominaux que réels. Vers la fin de 1974, la moyenne des augmentations de salaires nominaux dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse atteignait 15%, alors qu'elle n'a pas dépassé 10% après la deuxième vague de hausse des prix pétroliers, limitant ainsi les effets secondaires des chocs des prix d'origine externe. De plus, ces derniers mois, les salaires ont progressé plus lentement qu'auparavant dans un certain nombre de pays, par suite du nouveau

ralentissement de l'inflation. En ce qui concerne les gains réels et le coût total de la main-d'œuvre, le contraste avec la période précédente est très net. En 1979-81, les augmentations ont été moins généralisées qu'en 1974-76 et, là où elles se sont produites, leur ampleur a été bien moindre. En outre, dans la quasi-totalité des cas, elles sont demeurées en deçà de la marge autorisée par les progrès de la productivité et les variations des termes de l'échange. Aussi les parts respectives des divers facteurs de production ont-elles été mieux préservées qu'après le premier choc pétrolier, et il semble que, dans certains pays, on se rende compte de plus en plus que cette évolution est une condition importante de toute amélioration des perspectives d'emploi.

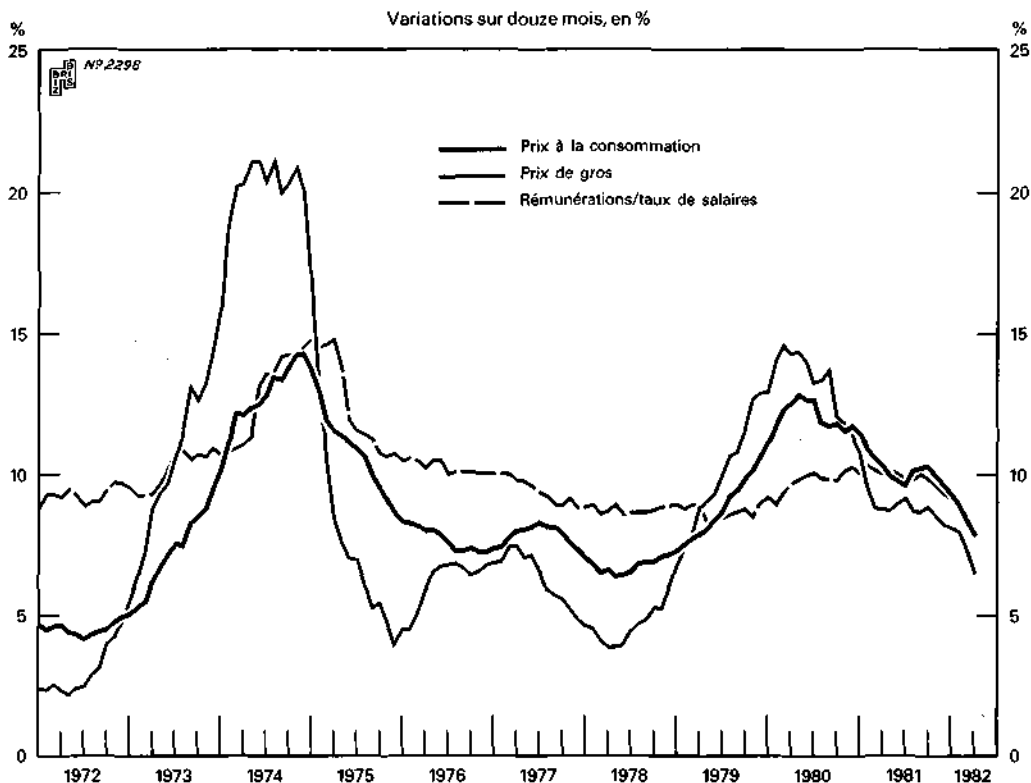
La réduction des taux d'inflation observée en moyenne l'an dernier recouvre des différences marquées entre les divers pays. Les baisses les plus importantes se sont produites dans les pays non européens membres du Groupe des Dix, avec des progrès très sensibles aux Etats-Unis et au Japon; l'inflation a aussi nettement reculé au Royaume-Uni, en Italie et en Suède. En revanche, dans les pays européens à taux d'inflation relativement faible, le rythme de la hausse des prix s'est légèrement accéléré en 1981. Ces différences ont été dues en partie à l'échelonnement dans le temps et à l'efficacité variable des politiques anti-inflationnistes nationales et en partie à la forte appréciation du dollar par rapport aux monnaies européennes pendant les sept premiers mois de 1981. Le renversement partiel, survenu entre août et décembre, de ce mouvement de hausse du dollar, conjugué à la faiblesse persistante des cours des matières premières, a ainsi contribué au récent fléchissement général de l'inflation dans les pays européens.

Le présent chapitre décrit cette évolution récente et analyse ensuite la relation entre l'inflation et le chômage dans les pays du Groupe des Dix depuis 1972. Sauf dans le cas de la Suisse, cette relation s'est plus ou moins détériorée au cours de la décennie écoulée, l'augmentation du chômage s'étant accompagnée d'un accroissement de l'inflation. Compte tenu de cette détérioration à plus long terme ainsi que des coûts et bénéfices économiques inhérents aux politiques anti-inflationnistes adoptées pour faire face aux augmentations des prix du pétrole en 1979-80, le chapitre examine, en conclusion, la marge de manœuvre dont disposent les autorités pour adopter des politiques de rechange ou complémentaires.

### **Evolution récente des prix**

Depuis le printemps de 1980, les taux d'inflation se sont sensiblement réduits dans les grands pays industriels. Comme le montre le graphique ci-après, la moyenne pondérée de la hausse des prix à la consommation dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse est tombée, sur douze mois, d'un maximum de près de 13% en 1980 à 8% environ au début de 1982. Ce recul a compensé pour l'essentiel la vive accélération de l'inflation moyenne des prix à la consommation déclenchée par le second choc pétrolier de 1979. La modération des pressions inflationnistes au cours des deux dernières années a coïncidé avec un ralentissement général de l'activité économique et une montée du chômage, car la plupart des pays industrialisés ont poursuivi des politiques monétaires fortement restrictives en vue de contenir les répercussions inflationnistes secondaires du relèvement des prix

Inflation dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse\*



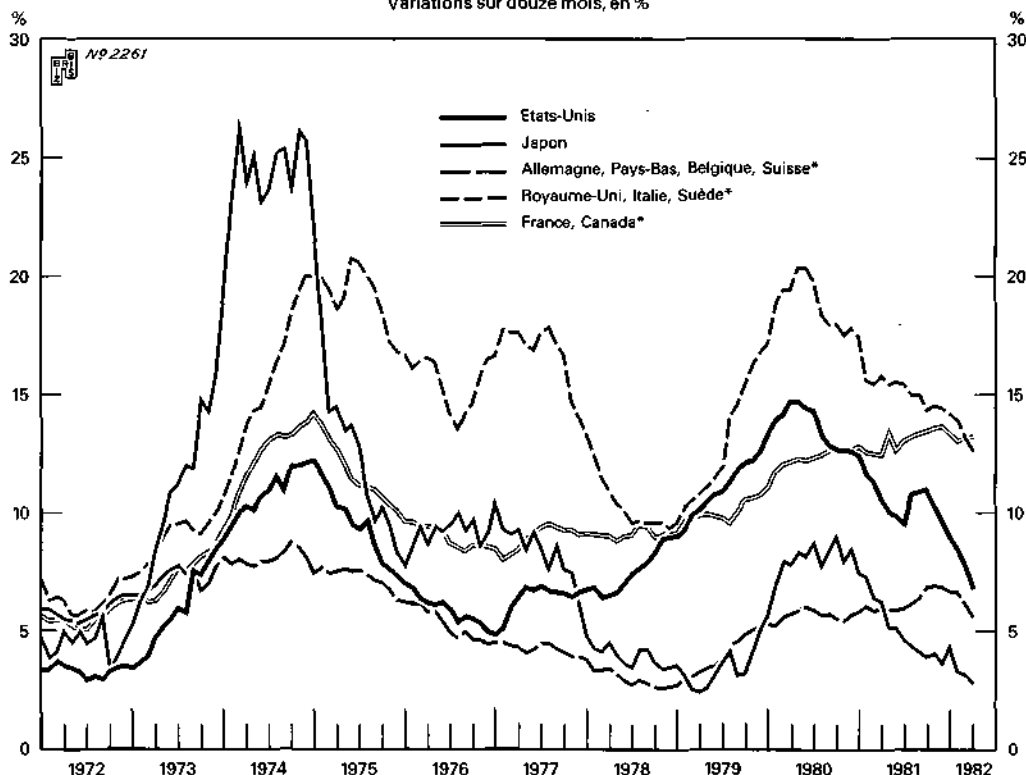
pétroliers. Par suite du tassement de l'activité économique, les cours des matières premières internationales, pétrole compris, ont nettement régressé en 1981, atténuant ainsi les pressions inflationnistes globales. Le fléchissement des cours des matières premières a été l'une des principales causes de la décélération prononcée de la hausse des prix de gros, dont le taux moyen pondéré est tombé à 8% à la fin de 1981, après avoir culminé à près de 15% au début de 1980. En 1982, ce ralentissement de la hausse des prix de gros devrait se traduire au fil des mois par une nouvelle réduction de celle des prix à la consommation.

L'atténuation des tensions inflationnistes en 1981 n'a pas été uniforme, mais s'est plutôt concentrée sur quelques pays, tandis que dans d'autres la hausse des prix s'est légèrement intensifiée. Comme le montre le graphique de la page 42, c'est aux Etats-Unis et au Japon que le recul de l'inflation a été le plus prononcé; de sensibles réductions ont également été obtenues au Royaume-Uni, en Italie et en Suède. Par contre, les taux d'inflation ont quelque peu augmenté en 1981 en Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique, en Suisse, en France et au Canada.

Les amples fluctuations des cours de change ont joué un rôle important dans la divergence d'évolution des taux d'inflation en 1981. Ainsi qu'il est exposé plus en détail ci-après, la vive appréciation du dollar pendant les sept premiers mois de 1981 a renforcé, en particulier, l'incidence du tassement des cours internationaux

### Hausse des prix à la consommation

Variations sur douze mois, en %



\* Moyennes pondérées en proportion du produit national brut pour l'année 1977.

des matières premières aux Etats-Unis, alors que dans d'autres pays elle a compensé, voire temporairement inversé, cette incidence. Les différences résultant de l'échelonnement dans le temps de l'intensité et de l'efficacité des politiques anti-inflationnistes ont également constitué un facteur important. Le Japon a particulièrement bien réussi à assimiler prestement le second choc pétrolier et à s'y adapter, de sorte qu'en 1981 la hausse des prix à la consommation dans ce pays s'est presque réduite de moitié, pour s'établir à 4%, soit le taux le plus faible de tous les grands pays industriels. Aux Etats-Unis également, la progression des prix à la consommation s'est fortement ralentie, revenant à 9% en 1981, après avoir atteint un niveau record de 14½% au début de 1980. En outre, l'Italie et le Royaume-Uni ont enregistré d'importants reculs de l'inflation l'an dernier.

Tant au Canada qu'en France, les pressions inflationnistes se sont renforcées en 1981. Au Canada, la politique, mise en place il y a six ans, de réduction progressive de la croissance des agrégats monétaires s'est accompagnée de progrès désespérément lents sur le plan de l'inflation. De plus, les mesures prises initialement pour relever les prix intérieurs du pétrole extrait au Canada, de façon à les rapprocher du niveau des cours mondiaux, ont avivé la hausse des prix canadiens. En France, le nouveau gouvernement a sensiblement modifié, vers le milieu de l'année, l'ordre des priorités économiques, en mettant davantage l'accent sur la

Variations des prix à la consommation

Pays	Variations sur des périodes de douze mois s'achevant en								Périodes de trois mois <sup>1</sup> s'achevant en	
	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1981	1982
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	mars	mars	mars
en %										
Etats-Unis . . . . .	3,4	12,2	4,8	9,0	13,3	12,4	8,9	6,8	2,6	0,6
Japon . . . . .	5,3	21,9	10,4	3,5	5,8	7,1	4,3	2,8	1,4	-0,1
Allemagne fédérale . . . . .	6,4	5,8	3,7	2,4	5,4	5,4	6,3	5,0 <sup>2</sup>	2,1 <sup>2</sup>	0,9 <sup>2</sup>
Pays-Bas . . . . .	7,9	10,9	8,5	3,9	4,8	6,7	7,2	6,6 <sup>2</sup>	2,4 <sup>2</sup>	2,1 <sup>2</sup>
Belgique . . . . .	6,4	15,7	7,6	3,9	5,1	7,5	8,1	8,4 <sup>2</sup>	1,4 <sup>2</sup>	1,6 <sup>2</sup>
Suisse . . . . .	6,9	7,6	1,3	0,7	5,1	4,4	6,6	5,6 <sup>2</sup>	1,4 <sup>2</sup>	0,9 <sup>2</sup>
Royaume-Uni . . . . .	7,7	19,2	15,1	8,4	17,2	15,1	12,0	10,4	3,0	1,4
Italie . . . . .	7,4	25,3	21,8	11,9	19,8	21,1	17,9	15,5 <sup>2</sup>	4,7 <sup>2</sup>	3,2 <sup>2</sup>
Suède . . . . .	6,3	11,6	9,6	7,4	9,8	14,1	9,2	8,7 <sup>2</sup>	3,1 <sup>2</sup>	2,3 <sup>2</sup>
France . . . . .	6,9	15,2	9,9	9,7	11,8	13,6	14,0	14,1	3,1	3,3
Canada . . . . .	5,1	12,4	5,8	8,4	9,8	11,2	12,1	11,6	3,7	3,2
Autriche . . . . .	7,6	9,7	7,2	3,7	4,7	6,7	6,4	5,9	2,9	2,4
Danemark . . . . .	7,1	15,4	13,1	7,1	11,8	10,9	12,2	10,6	3,7	2,2
Espagne . . . . .	7,3	17,9	19,8	16,6	15,5	15,2	14,4	14,0	4,6	4,1
Finlande . . . . .	7,1	16,9	12,3	6,4	8,6	13,8	9,9	9,7	3,1	2,9
Grèce . . . . .	6,6	13,4	11,7	11,5	24,8	26,2	22,5	20,6	5,9	4,2
Irlande . . . . .	8,2	20,0	20,6	7,9	16,0	18,2	23,3	18,9	6,2	2,3
Norvège . . . . .	7,8	10,4	7,9	8,1	4,7	13,7	11,9	11,5	5,8	5,4
Moyenne pondérée de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse <sup>3</sup> . . . . .	5,0	13,7	7,4	7,2	11,1	11,4	9,3	7,8	2,7	1,3

<sup>1</sup> Variation effective; données non désaisonnalisées. <sup>2</sup> Avril. <sup>3</sup> Moyennes pondérées en proportion du produit national brut pour l'année 1977.

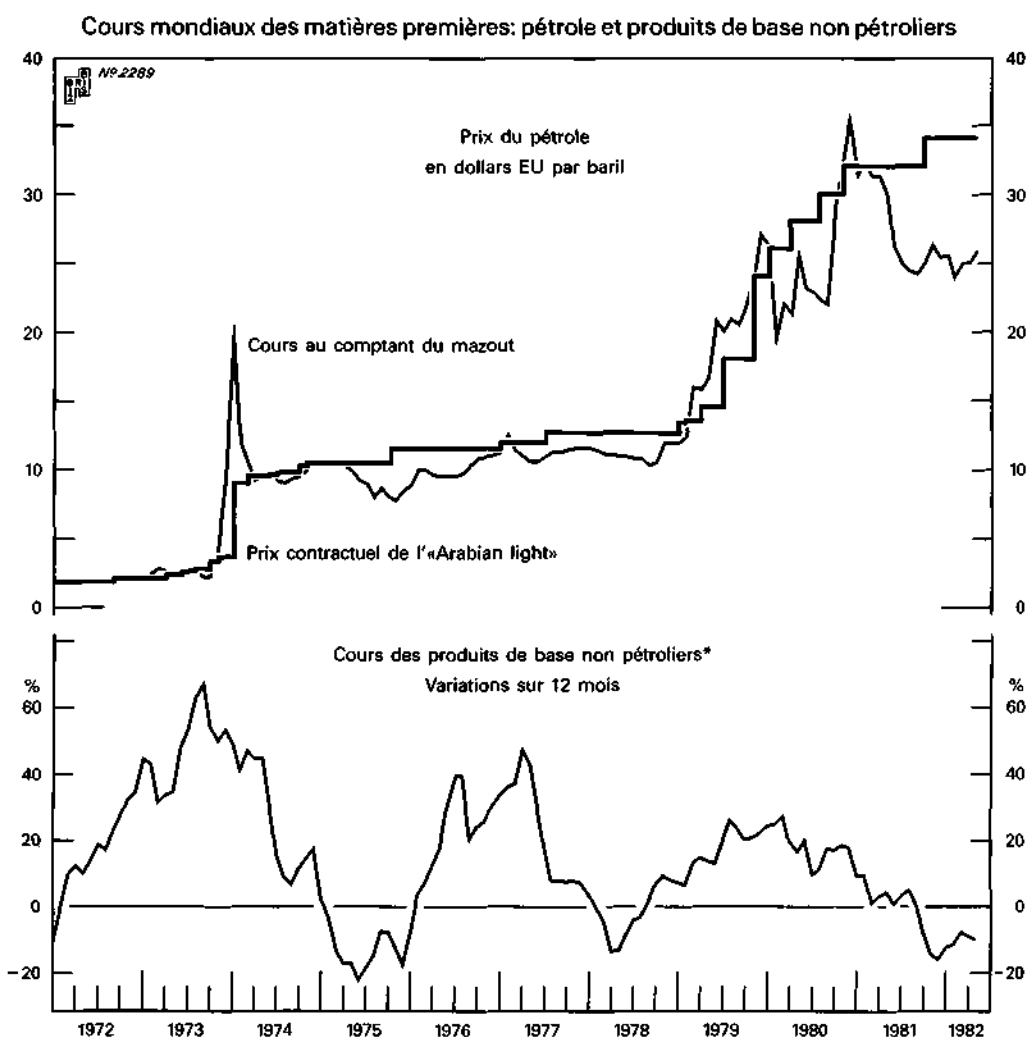
réduction du chômage. Cependant, la crainte d'une éventuelle accélération de l'inflation, consécutive au réajustement d'octobre 1981 des cours-pivots de monnaies du Système monétaire européen, a amené les autorités à appliquer un programme de modération des prix et des revenus, qui a ensuite été reconduit pour 1982. Dans les pays européens à faible taux d'inflation – Allemagne, Pays-Bas, Belgique et Suisse – la hausse des prix s'est également légèrement accélérée en 1981. Ces pays se sont, en particulier, durement ressentis de l'incidence inflationniste de la forte dépréciation de leur monnaie par rapport au dollar au cours des sept premiers mois de 1981.

Dans les derniers mois de 1981 et au début de 1982, l'atténuation généralisée des pressions inflationnistes ne s'est pas démentie, sous l'influence conjointe de la forte baisse des prix du pétrole, de la poursuite de politiques généralement restrictives de régulation de la demande et, vers la fin de 1981, d'un renversement partiel de la précédente tendance à la hausse du dollar par rapport aux autres grandes monnaies. Dans presque tous les pays de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, l'augmentation des prix à la consommation au cours des trois premiers mois de 1982 a été plus faible que pendant la période correspondante de l'année précédente. C'est au Japon et aux Etats-Unis en particulier que le recul a encore été le plus net, les prix japonais n'ayant pratiquement pas varié durant les trois premiers mois de 1982.



### Hausse rapide des cours des matières premières, taux de change et prix intérieurs

La situation sur les marchés mondiaux des matières premières a joué un rôle déterminant dans l'évolution récente de l'inflation. La flambée générale des prix entre 1978 et 1980 a été due dans une large mesure à la hausse rapide des cours des matières premières pendant cette période. Si le triplement des prix du pétrole a eu tendance à éclipser les autres mouvements de hausse, presque toutes les matières premières ont vu cependant leurs cours monter fortement. Entre juillet 1978 et novembre 1980, les cours des matières premières industrielles non pétrolières et des denrées alimentaires (mesurés par l'indicateur de l'«Economist» exprimé en DTS) ont progressé de 54%. Ce mouvement, survenant à une période où la demande était généralement soutenue, s'est ensuite inversé en raison du tassement ultérieur de l'activité économique. Entre novembre 1980 et décembre 1981, les



\* Indicateur de l'«Economist» exprimé en DTS.

cours des produits de base non pétroliers ont subi une baisse de 17%, qui a effacé en termes relatifs la hausse antérieure, à concurrence de près d'un tiers.

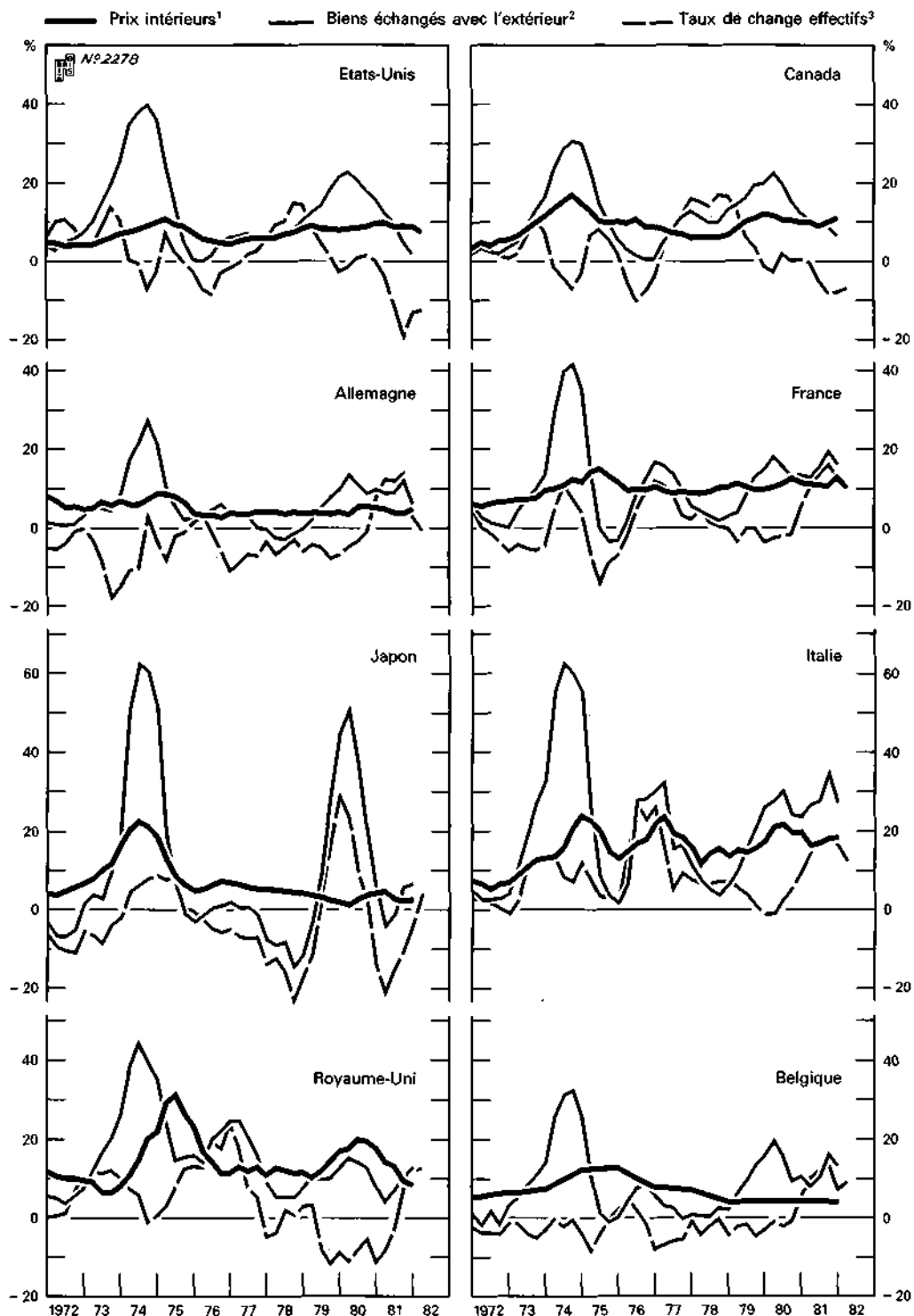
Les fluctuations des prix du pétrole ont été encore plus spectaculaires. Le cours du mazout sur le marché libre, après être grimpé de quelque \$11 le baril en 1978 au niveau record de plus de \$35 en 1980, est retombé à moins de \$25 au début de 1982, pour remonter ensuite à \$32 début mai. Sur la base des réductions prévues de la production, le prix officiel du baril de brut de référence d'Arabie Saoudite, qui sert traditionnellement de base pour les comparaisons de prix de l'OPEP, a été maintenu à \$34 au début de 1982. Cependant, malgré le récent raffermissement des cours sur le marché libre, on ne peut toujours pas affirmer que ces réductions de production suffiront à empêcher un ajustement en baisse du prix officiel de l'OPEP, étant donné que les pays producteurs non membres de l'OPEP, tels que le Royaume-Uni, pratiquent des barèmes sensiblement inférieurs.

La baisse du prix du pétrole en dollars en 1981 ne s'est pas traduite de manière uniforme par une réduction des prix en monnaie nationale du pétrole importé, étant donné que le dollar s'est fortement apprécié par rapport à la plupart des monnaies à la fin de 1980 et pendant les sept premiers mois de 1981. Au cours de cette période, un certain nombre de pays ont constaté que l'appréciation du dollar était supérieure à la baisse des prix du pétrole dans cette monnaie, ce qui provoquait un renchérissement de ce produit en monnaie nationale.

Si l'on considère une période plus étendue, on constate que, depuis 1972, l'échelonnement dans le temps et l'importance du processus de transmission de l'incidence des prix externes aux divers pays ont été fortement influencés, non seulement par les amples fluctuations des cours mondiaux des matières premières, mais également par les variations des taux de change. Le graphique de la page 46 retrace l'évolution de ces pressions externes pour huit grands pays industriels. Pour chacun d'entre eux, la courbe continue en trait gras représente le taux de variation du niveau général des prix intérieurs, tel qu'appréhendé par le déflateur PNB/PIB, tandis que la courbe continue en trait mince indique le taux de variation des prix intérieurs des biens échangés avec l'extérieur, mesuré par la moyenne des valeurs unitaires à l'exportation et à l'importation de chaque pays. Lorsque la courbe en trait mince se trouve au-dessus de la courbe en trait gras, et que les prix des biens échangés avec l'extérieur augmentent aussi plus rapidement que ceux des autres produits, cela traduit l'existence de pressions inflationnistes d'origine externe, dont l'incidence exacte dépend de la part des biens échangés avec l'extérieur dans la production totale et — en particulier pour la période considérée — du degré de dépendance à l'égard des importations de pétrole et d'autres matières premières. Inversement, lorsque la courbe en trait mince se trouve en dessous de la courbe en trait gras, les prix des biens échangés avec l'extérieur augmentent moins rapidement que ceux des autres produits et le secteur extérieur exerce une pression à la baisse sur les prix intérieurs. Etant donné que les prix intérieurs des biens échangés avec l'extérieur dépendent à la fois de la valeur en monnaies étrangères de ces biens et du taux de change, la pression à la hausse ou à la baisse exercée sur le niveau des prix intérieurs par le secteur extérieur d'une économie peut provenir de l'une ou l'autre de ces sources, ou des deux simultanément. La courbe représentée par un trait discontinu, qui indique la variation du cours des devises

Prix des biens échangés avec l'extérieur, prix intérieurs et taux de change effectifs

Variations sur quatre trimestres, en %



<sup>1</sup> Déflateur PNB/PIB. <sup>2</sup> Moyenne des valeurs unitaires à l'exportation et à l'importation, en monnaie nationale. <sup>3</sup> Indice (inverse) du taux de change effectif.

exprimé en monnaie nationale, permet de mesurer l'incidence exercée sur les prix intérieurs par les variations des taux de change.

En 1973-74, tous les pays représentés sur le graphique ont été soumis à des pressions inflationnistes externes, induites par la forte augmentation des cours du pétrole et des autres matières premières. L'intensité de ces pressions a toutefois été fort différente d'un pays à l'autre, compte tenu en partie des degrés variables de dépendance à l'égard des importations de pétrole et des autres matières premières, mais surtout du fait des fluctuations des taux de change. Les tensions inflationnistes ont été aggravées par le fléchissement du taux de change au Japon, au Royaume-Uni, en France et en Italie, tandis qu'aux Etats-Unis, en Allemagne, en Belgique et au Canada, elles ont été atténuées par l'appréciation de la monnaie.

Si l'on considère l'évolution en 1978-79, on constate que, dans tous les pays à l'exception du Japon, les pressions inflationnistes externes ont été moins vives qu'en 1973-74. Cette différence s'explique surtout par le fait que l'enchérissement du pétrole et des autres matières premières a été moins prononcé que pendant la première période. Il n'en demeure pas moins que l'incidence effective sur les taux d'inflation internes a probablement revêtu la même ampleur puisque, malgré les efforts d'économies d'énergie, la part du pétrole dans les importations et dans la demande globale a fortement progressé en valeur d'une période à l'autre. Tout comme lors de la période précédente, les mouvements de taux de change ont modifié l'incidence des hausses des cours internationaux sur les prix intérieurs. La forte baisse du yen en 1979 explique pourquoi la pression inflationniste externe enregistrée au Japon cette année-là a été du même ordre de grandeur qu'en 1973-74, tandis que la vive remontée du yen qui s'est produite en 1980 a provoqué un renversement spectaculaire de la situation. La rechute du yen en 1981 a cependant donné lieu à un autre renversement, le rythme de hausse des prix des biens échangés avec l'extérieur ayant de nouveau dépassé celui des prix intérieurs à la consommation.

L'expérience du Royaume-Uni offre un contraste frappant avec celle du Japon, ainsi qu'avec l'expérience britannique de la période 1973-74. La fermeté de la livre en 1979-80 a permis de maintenir le rythme de hausse des prix des biens échangés avec l'extérieur en dessous de celui de l'inflation interne. Aux Etats-Unis, les variations du taux de change depuis 1978 ont eu tendance à renforcer les fluctuations produites par les mouvements des cours mondiaux des matières premières. Le dollar, qui était relativement faible à l'époque du second choc pétrolier, s'est fortement apprécié entre la fin de 1980 et le milieu de 1981, époque où les cours mondiaux des matières premières se sont inscrits en baisse. En 1981, les prix en dollars, aux Etats-Unis, des biens échangés avec l'extérieur ont enchéri de 7% seulement, ce qui a quelque peu contribué à la modération de la hausse générale des prix à la consommation. Au Canada, en raison des fluctuations relativement étroites du taux de change dollar canadien/dollar EU, les pressions inflationnistes d'origine externe ont suivi une évolution identique.

L'Allemagne, la Belgique, la France et l'Italie ont connu, à la suite du second choc pétrolier, des expériences assez semblables. Dans chacun de ces pays, les mouvements de taux de change ont eu tendance à atténuer les pressions des prix

externes, alors que les monnaies faisaient preuve d'une relative fermeté tout au long de l'année 1980, pour se déprécier ensuite fortement par rapport au dollar au premier semestre de 1981. Aussi chacun de ces pays a-t-il enregistré une légère recrudescence des pressions inflationnistes dues à la hausse des cours mondiaux des matières premières en 1979 et au début de 1980; ces pressions, après s'être quelque peu atténuées dans le courant de 1980, se sont de nouveau intensifiées en 1981 sous l'effet de la dépréciation des cours de change. La vigoureuse remontée du dollar en 1981 a exercé sur ces pays une incidence inflationniste comparable, en ampleur, à celle du second choc pétrolier. En d'autres termes, le pourcentage de la hausse de la valeur au change du dollar a été semblable à celui de la précédente augmentation du prix du pétrole en dollars.

### Salaires, productivité et chômage

L'atténuation des pressions inflationnistes dans le monde industrialisé en 1981 a davantage reflété le ralentissement de l'activité économique et la baisse subséquente des prix des marchandises, particulièrement des matières premières, qu'une modération généralisée de la progression des salaires nominaux. En effet, dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, le taux moyen d'augmentation des salaires nominaux n'a pas été notablement inférieur en 1981 à celui de l'année précédente. Le Royaume-Uni, la Suède et, dans une moindre mesure, l'Allemagne ont été les seuls pays où le rythme d'accroissement des salaires ait sensiblement baissé l'an dernier.

Pour que la hausse des prix continue de se ralentir pendant le reste de 1982 et au-delà, il faudrait que la progression des salaires nominaux diminue régulièrement. Bien que cela ne ressorte pas des chiffres portant sur l'ensemble de l'année écoulée, la cadence générale de l'augmentation des salaires a commencé à se modérer pendant les derniers mois de 1981, et les conventions passées dans plusieurs pays au début de 1982 traduisent l'influence modératrice exercée par le niveau élevé du chômage et les risques de nouvelles suppressions d'emplois. Il convient de relever en particulier les accords conclus aux Etats-Unis avec les travailleurs de l'automobile et plusieurs autres grands syndicats, aux termes desquels ils acceptent des augmentations de salaires plus faibles que prévu en échange d'une plus grande sécurité de l'emploi, ainsi que la décision du syndicat allemand de la métallurgie de se contenter d'un relèvement de salaires de 4,2%, ce qui est légèrement inférieur au taux actuel de la hausse des prix en Allemagne.

L'évolution des salaires réels en 1981 permet également d'espérer une atténuation des pressions sur les prix en 1982. Dans la zone du Groupe des Dix, les seuls pays où les augmentations des salaires réels aient dépassé 2% l'an dernier ont été l'Italie, la France et la Belgique, tandis que dans un certain nombre d'autres pays européens les salaires réels ont diminué. Les plus fortes baisses ont été enregistrées aux Pays-Bas, en Suède et au Royaume-Uni. Aux Pays-Bas, l'augmentation des salaires nominaux a été contenue à un peu plus de 4% l'an dernier, alors que le taux d'inflation dépassait 7%; en Suède, en revanche, le ralentissement sensible de la hausse des prix à la consommation s'est accompagné d'une diminution parallèle du taux de progression des salaires nominaux, induisant un recul de 2% des salaires

Variations des salaires nominaux<sup>1</sup>

Pays	Variations sur des périodes de douze mois s'achevant en								Périodes de six mois <sup>2</sup> s'achevant en	
	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1981	1982
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	fév.	fév.	fév.
	en %									
Etats-Unis . . . . .	7,0	8,6	7,7	9,2	8,0	8,6	7,5	6,0 <sup>3</sup>	4,1 <sup>3</sup>	1,9 <sup>3</sup>
Japon . . . . .	16,9	25,6	11,2	5,0	6,1	6,0	6,2	5,8	2,4	2,3
Allemagne fédérale . . . . .	8,3	13,6	6,6	5,6	4,8	7,6	5,1	4,4	2,8	1,9
Pays-Bas . . . . .	12,0	17,1	8,4	5,0	4,3	4,1	4,4	6,8 <sup>4</sup>	1,0 <sup>4</sup>	3,3 <sup>4</sup>
Belgique . . . . .	15,0	25,5	9,5	6,6	8,4	10,2	10,3	.	6,8 <sup>5</sup>	6,4 <sup>5</sup>
Suisse . . . . .	8,5	13,2	1,1	3,7	2,6	6,4	5,9	.	1,7 <sup>5</sup>	2,1 <sup>6</sup>
Royaume-Uni . . . . .	14,4	29,5	11,8	18,1	17,7	15,0	8,3	7,8 <sup>4</sup>	5,7 <sup>4</sup>	4,0 <sup>4</sup>
Italie . . . . .	12,1	24,0	28,9	16,1	22,6	21,6	22,9	20,5	11,0	7,8
Suède . . . . .	11,3	13,7	11,0	6,1	8,4	11,9	6,8	7,8	7,3	4,6
France . . . . .	12,2	20,4	15,1	12,6	13,8	15,4	16,4	.	6,8 <sup>5</sup>	8,3 <sup>5</sup>
Canada . . . . .	8,2	16,6	12,7	6,7	9,4	11,6	12,9	13,4 <sup>6</sup>	6,2 <sup>6</sup>	8,4 <sup>6</sup>
Moyenne pondérée de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse <sup>7</sup> . . . . .	9,5	14,8	10,0	8,9	9,1	10,0	9,2	.	4,4 <sup>5</sup>	4,0 <sup>5</sup>

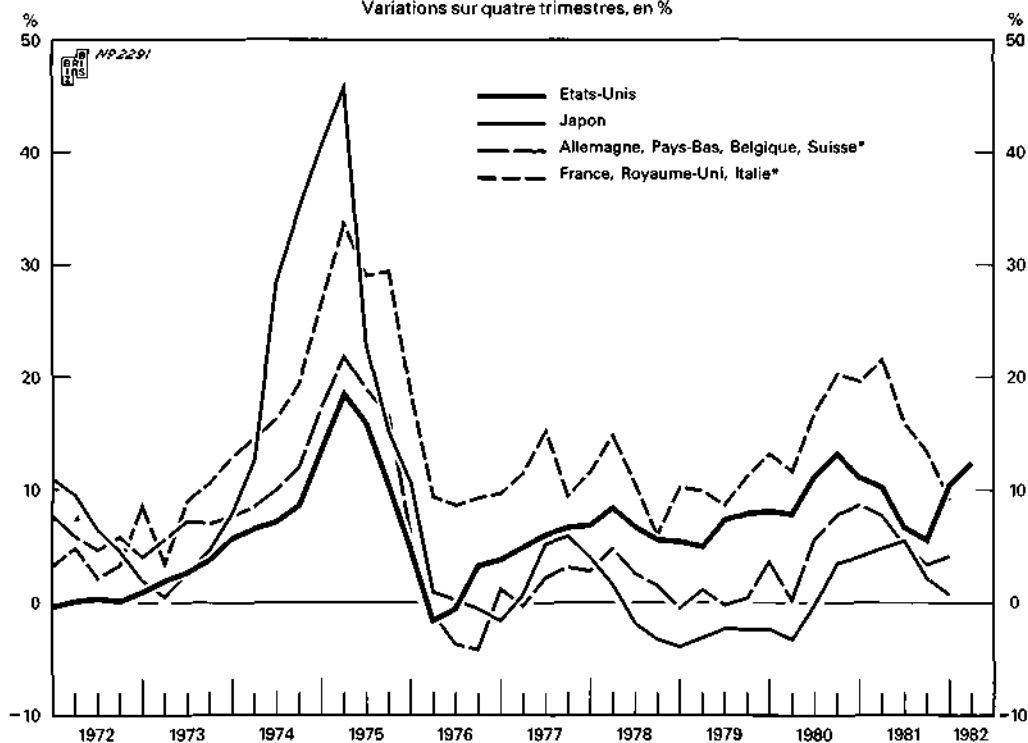
<sup>1</sup> Taux de salaires pour l'Allemagne, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, l'Italie et la France; rémunérations pour tous les autres pays. <sup>2</sup> Augmentation effective; données non désaisonnalisées. <sup>3</sup> Avril. <sup>4</sup> Mars. <sup>5</sup> Décembre de l'année précédente. <sup>6</sup> Janvier. <sup>7</sup> Moyenne pondérée en proportion du produit national brut pour l'année 1977.

réels pour la deuxième année de suite. Les salaires réels ont également fléchi l'an dernier en Allemagne, en Suisse et aux Etats-Unis.

Si l'on compare les périodes qui ont suivi le premier et le second chocs pétroliers, l'orientation plus résolument anti-inflationniste des politiques économiques dans les pays industriels apparaît clairement dans l'évolution des salaires, tant nominaux que réels, par rapport aux gains de productivité. Sous l'effet de la hausse des prix pétroliers en 1973, la moyenne pondérée des augmentations de salaires nominaux dans la zone du Groupe des Dix était passée de moins de 10% à 15% environ, tandis que depuis 1978 les relèvements n'ont pas excédé 10%. Ce comportement relativement plus favorable des salaires est également mis en évidence par les variations des coûts unitaires de main-d'œuvre, que l'on obtient en corrigeant les augmentations de salaires nominaux des variations de la productivité. Comme l'indique le graphique ci-après, les coûts unitaires de main-d'œuvre sont montés en flèche au lendemain du premier choc pétrolier, atteignant des taux de progression records s'échelonnant entre 20 et 50%. L'alourdissement de ces mêmes coûts après le relèvement des prix du pétrole de 1979 a été beaucoup plus faible, et en 1981 ils s'inscrivaient généralement en baisse. Une exception notable à cette évolution récente est constituée par les Etats-Unis, où les coûts unitaires de main-d'œuvre se sont accrus au dernier trimestre de 1981, la production ayant régressé davantage que l'emploi.

On aboutit pratiquement à la même constatation si l'on compare l'évolution des salaires réels et de la productivité. Pour les premiers, la différence de comportement est très marquée entre 1974-76 et 1979-81, comme le montre le premier

Coûts unitaires de main-d'œuvre  
Variations sur quatre trimestres, en %



\* Moyennes pondérées en proportion du produit national brut pour l'année 1977.

tableau de la page 51. Au cours de la seconde période, les augmentations ont été moins générales qu'en 1974-76, et quelques pays ont enregistré une diminution moyenne en 1979-81. En outre, dans les pays où les salaires réels ont en moyenne progressé en 1979-81, les accroissements ont été partout plus faibles – sensiblement dans certains cas – qu'en 1974-76. Les Etats-Unis ont accusé une baisse de même importance pendant les deux périodes.

Chaque pays a enregistré en moyenne des gains de productivité pendant les trois années qui ont suivi les deux chocs pétroliers, mais leur ampleur a varié selon la période et le pays. La dernière colonne du tableau, qui présente une comparaison des variations des salaires réels et des gains de productivité, montre que les résultats ont été meilleurs après le second choc pétrolier, étant donné que dans chaque pays, sauf au Royaume-Uni, les salaires réels ont soit fléchi, soit moins augmenté que les gains de productivité. Comme le recul du revenu national réel induit par le fléchissement des termes de l'échange a été grosso modo le même au lendemain des deux chocs pétroliers, on peut en déduire que la part des bénéfices a évolué plus favorablement pendant la période 1979-81.

Si l'évolution des salaires a été plus modérée après le second choc pétrolier, la situation en termes de chômage s'est, en revanche, détériorée partout. Le chômage s'est accru au cours des deux périodes, mais à partir de niveaux constamment plus élevés depuis l'augmentation des prix pétroliers de 1979. En 1981, la montée

**Salaires et productivité dans l'industrie de transformation, 1974-76 et 1979-81**

Pays	Salaires nominaux <sup>1</sup> 1974-76 1979-81	Salaires réels <sup>2</sup> 1974-76 1979-81	Productivité <sup>3</sup> 1974-76 1979-81	Salaires réels moins productivité 1974-76 1979-81
	taux moyen annuel de variation, en %			
Etats-Unis . . . . .	7,3	-0,7	1,6	-2,3
	8,4	-0,7	1,2	-1,9
Canada . . . . .	14,3	4,2	2,8	1,4
	10,3	0,0	0,2	-0,2
Japon . . . . .	18,2	3,6	2,6	1,0
	6,0	1,2	8,3	-7,1
Allemagne fédérale . . . . .	9,4	3,3	4,4	-1,1
	5,8	0,7	2,4	-1,7
France . . . . .	17,0	5,0	4,4	0,6
	14,6	2,3	3,2	-0,9
Royaume-Uni . . . . .	23,0	3,5	1,3	2,2
	15,5	2,4	1,7	-0,7
Italie . . . . .	23,3	3,7	2,7	1,0
	21,7	3,1	5,1	-2,0
Pays-Bas . . . . .	13,1	2,9	5,1	-2,2
	4,0	-2,2	3,0	-5,2
Suède . . . . .	14,6	3,8	1,4	2,4
	9,0	-2,1	4,7	-6,8
Belgique . . . . .	17,4	5,7	6,2	-0,5
	9,0	2,8	4,4	-1,6
Suisse . . . . .	7,6	1,2	2,0	-0,8
	4,8	-0,4	2,7	-3,1

<sup>1</sup> Taux de salaires pour l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie et les Pays-Bas; rémunérations pour tous les autres pays. <sup>2</sup> Taux de salaires nominaux/rémunérations nominales ajustés en fonction de la hausse des prix à la consommation du secteur des ménages. <sup>3</sup> Chiffres ajustés en fonction du temps ouvré.

du chômage a été particulièrement forte en Europe, notamment au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, où les taux moyens enregistrés ont dépassé de plus de moitié ceux de 1980. D'importantes augmentations ont aussi été constatées en Allemagne, en Belgique, en France et en Italie. En Europe, la seule exception à cette tendance a été la Suisse, où le niveau du chômage est resté très bas. Dans les autres pays du

**Chômage**

Pays	1972	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1981 déc.	1982 mars
	moyennes annuelles, en % de la population active								
Etats-Unis . . . . .	5,6	5,6	7,7	6,1	5,8	7,2	7,6	8,8	9,0
Canada . . . . .	6,3	5,4	7,1	8,4	7,5	7,5	7,6	8,5	9,0
Japon . . . . .	1,4	1,4	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,2	2,3
Allemagne fédérale . . . . .	1,1	2,7	4,6	4,3	3,8	3,8	5,5	6,7	7,1
France . . . . .	1,8	2,3	4,3	5,3	6,0	6,4	7,8	8,8	11,8
Royaume-Uni . . . . .	3,7	2,6	5,3	5,7	5,4	6,8	10,5	11,5	9,0
Italie . . . . .	6,4	5,4	6,7	7,2	7,7	7,6	8,4	9,1 <sup>1</sup>	9,3 <sup>1,2</sup>
Pays-Bas . . . . .	2,8	3,3	5,5	5,0	5,1	6,8	8,9	10,5	11,0
Suède . . . . .	2,7	2,0	1,6	2,2	2,1	2,0	2,5	3,2	3,0
Belgique . . . . .	2,2	2,7	5,7	7,0	7,2	7,9	9,4	10,2 <sup>1</sup>	10,9 <sup>1</sup>
Suisse . . . . .	0,0	0,0	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Ensemble Groupe des Dix et Suisse . . . . .	3,5	3,5	5,2	5,1	5,0	5,7	6,6	7,3	7,5

<sup>1</sup> Données non désaisonnalisées. <sup>2</sup> Première semaine de janvier.



Groupe des Dix également, la situation de l'emploi s'est dégradée au total l'an dernier, moins qu'en Europe toutefois. Plus particulièrement, le nombre des sans-emploi est resté bas au Japon, tandis qu'au Canada et aux Etats-Unis le niveau moyen du chômage n'a guère été plus élevé, l'an dernier, qu'en 1980. Par suite de la détérioration progressive de l'emploi en 1981, le taux de chômage enregistré en fin d'année a été supérieur, dans tous les pays, aux moyennes de 1980 et de 1981. Cet accroissement tendanciel ne s'est pas démenti pendant les premiers mois de 1982.

### **L'arbitrage inflation/chômage**

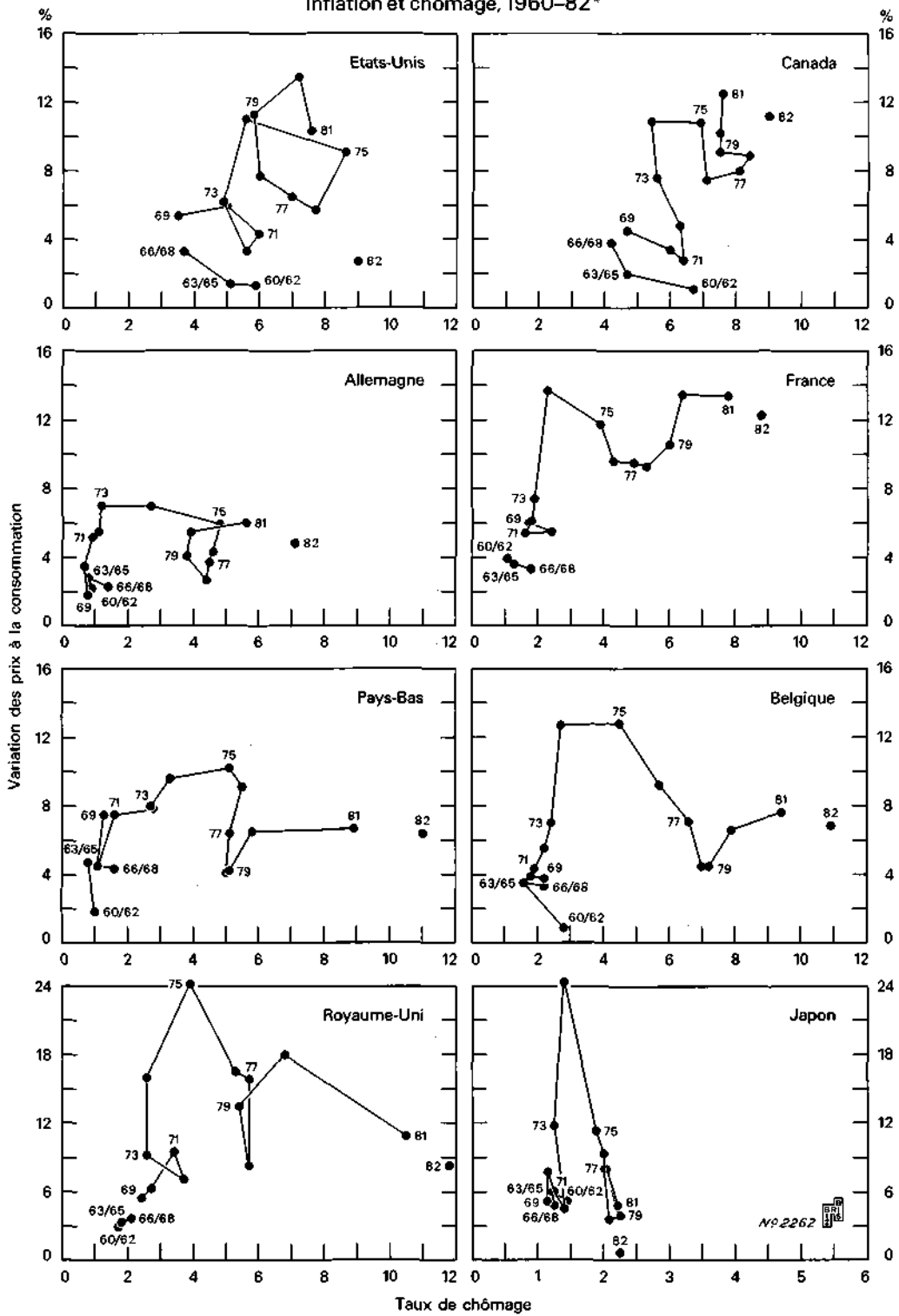
Au cours de la dernière décennie, l'inflation et le chômage ont augmenté de pair dans presque tous les pays industriels. Il semblerait donc que la relation inflation/chômage qui prévalait jusqu'à la fin des années soixante se soit détériorée, si elle n'a pas simplement cessé d'exister. Un important débat s'est ainsi engagé pour savoir si cette situation était appelée à durer et s'il était possible d'identifier une nouvelle relation entre l'inflation et le chômage. On est maintenant généralement persuadé que, dans les circonstances actuelles, les efforts visant à réduire le chômage par une stimulation de la demande ne donneront que des résultats temporaires et qu'à long terme une telle politique pourrait même accroître et l'inflation et le chômage. En fait, les politiques actuelles sont fondées sur la conviction que des mesures vigoureuses de lutte contre l'inflation sont nécessaires, même si elles entraînent au départ un nouvel accroissement du chômage, pour assurer une croissance économique stable à long terme et, partant, améliorer le niveau de l'emploi. Autrement dit, si l'on reconnaît qu'un arbitrage négatif existe au cours de la période transitoire initiale, on estime qu'à plus longue échéance la réduction du chômage passe nécessairement par celle de l'inflation.

En 1972, la moyenne pondérée de la hausse des prix à la consommation dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse avait été de 4,5%, cependant qu'on y dénombrait 9,4 millions de chômeurs, soit 3,5% de la population active. Depuis lors, la relation inflation/chômage a été sensiblement influencée par «les chocs des approvisionnements» dont on peut examiner l'incidence sur trois sous-périodes, durant lesquelles les taux d'inflation et de chômage ont évolué parallèlement: d'abord une augmentation, puis un fléchissement et de nouveau une augmentation. Le graphique de la page 53 illustre le comportement de divers pays au cours de ces périodes.

De 1972 à 1975, la hausse des prix du pétrole, qui s'est ajoutée aux pressions inflationnistes existantes, a conduit à une récession mondiale et à une détérioration spectaculaire de la relation inflation/chômage. Au cours de cette période, l'inflation s'est accélérée dans tous les pays, sauf en Suisse, son taux moyen ressortant à 13% en 1974, avant de tomber à 10,5% un an plus tard. Le chômage s'est, lui aussi, fortement accru, sauf en Italie et en Suède, pour atteindre le chiffre de 14 millions en 1975, soit 5,3% de la population active.

Au cours des trois années suivantes, les moyennes générales de l'inflation et du chômage se sont améliorées, sous l'effet de l'adaptation progressive au prix plus élevé du pétrole et de la diminution des excédents extérieurs des pays exportateurs

Inflation et chômage, 1960-82\*



\* Moyennes pour les périodes indiquées, sauf pour 1982 où l'on a retenu, pour le chômage, le chiffre de mars et, pour l'inflation, un taux annualisé pour la période de six mois se terminant en mars.

de pétrole. Dans le Groupe des Dix pris dans son ensemble, l'inflation est tombée à un taux moyen de 6,7% en 1978, tandis que le chômage, tout en se maintenant au niveau de 1975 en valeur absolue, a fléchi à 5,1% de la population active. La réduction du taux de chômage global résulte cependant en totalité de la forte baisse enregistrée aux Etats-Unis et d'une baisse plus modérée en Allemagne. Dans d'autres pays – exception faite des Pays-Bas, où le chômage est demeuré inchangé, et de la Suède, où l'inflation s'est légèrement accrue – la décélération de la hausse des prix a eu comme contrepartie un accroissement du chômage.

Enfin, après 1978, le second choc pétrolier a provoqué une nouvelle détérioration généralisée de la relation entre l'inflation et le chômage. Dans tous les pays, la hausse des prix a été plus forte en 1981 que trois ans auparavant, son taux moyen pondéré pour les pays du Groupe des Dix se situant à 10%, contre 12% en 1980. En outre, le nombre des demandeurs d'emploi s'est accru, pour atteindre en moyenne le chiffre de 18,8 millions en 1981 (correspondant à 6,6% de la population active) et même 21 millions à la fin de l'année. Cependant, si le chômage s'est de nouveau accru au cours de 1981 et au début de 1982, sous l'effet cumulé de la récession et des politiques résolument anti-inflationnistes, cet accroissement s'est accompagné cette fois d'un recul de l'inflation.

Si l'on considère l'ensemble de la période 1972 à 1981, on constate que la relation inflation/chômage s'est sensiblement dégradée dans tous les pays, sauf en Suisse. Aux Pays-Bas, l'inflation a été plus faible en 1981 qu'en 1972, mais ces progrès ont été obtenus au prix d'une montée sensible du chômage, alors que l'inverse s'est produit en Suède, où l'inflation a doublé, tandis que le chômage a été maintenu à un niveau constamment faible. Dans tous les autres pays du Groupe des Dix, l'inflation et le chômage se sont plus ou moins aggravés au cours de cette période.

Cette détérioration à long terme des résultats économiques s'explique par la conjugaison de trois facteurs. Tout d'abord, les chocs extérieurs enregistrés sous la forme de relèvements « exogènes » des prix du pétrole et des cours des autres matières premières ont contribué, par le biais de l'évolution défavorable des termes de l'échange, à provoquer des hausses plus ou moins simultanées de l'inflation et du chômage. Deuxièmement, la conjonction d'une vive expansion de la population active, due essentiellement à des facteurs démographiques particuliers, et d'une baisse du taux d'accroissement de l'emploi a donné lieu à un excédent presque permanent de l'offre de main-d'œuvre depuis 1973. Ces phénomènes n'auraient cependant pas provoqué en eux-mêmes une montée aussi importante du chômage, si les marchés du travail avaient réagi avec davantage de souplesse. Il s'ensuit qu'une troisième raison de la dégradation de la relation inflation/chômage est à rechercher dans l'existence de rigidités dans la formation des salaires et des prix et dans le fonctionnement du marché du travail. Ces rigidités ont contribué à la fois à la résistance de l'inflation dans un contexte de chômage croissant et, en empêchant un ajustement aux pertes de revenu national réel impliquées par les chocs extérieurs, à l'accroissement du chômage lui-même. Ces diverses caractéristiques de l'évolution du marché du travail dans les pays du Groupe des Dix sont examinées dans les deux sections suivantes, et la fin du chapitre analyse ses implications pour la politique économique.

### Croissance de l'emploi et de la population active

La croissance régulière et substantielle de la population active au cours des dernières années a été le résultat d'une série de mutations démographiques qui ont conduit à une expansion de la population en âge de travailler et à des taux d'activité plus élevés. Le nombre des personnes en âge de travailler s'est sensiblement accru sous l'incidence fortuite de deux facteurs indépendants. Alors que la baisse de la population active provoquée par les départs de travailleurs ayant atteint l'âge de la retraite a été exceptionnellement faible, l'afflux des nouveaux arrivants dans le groupe des plus jeunes a été considérable, par suite de la forte natalité enregistrée au début des années soixante.

La tendance ascendante à long terme des taux d'activité (définis comme étant le rapport entre les personnes actives et la population totale pour chaque groupe d'âge) s'explique pour beaucoup par la proportion plus élevée du nombre de femmes occupant un emploi. Ce dernier phénomène peut être attribué à l'acceptabilité sociale croissante de l'emploi féminin, à une rémunération plus équitable et à de nouvelles possibilités d'emploi résultant de l'accroissement relatif du secteur des services. En revanche, les taux d'activité des travailleurs appartenant aux couches les plus âgées et les plus jeunes ont nettement fléchi. Les systèmes de retraite anticipée, la conjonction de prestations sociales avantageuses et de faibles engagements financiers ainsi que la difficulté de trouver un nouvel emploi constituent les facteurs déterminants de la baisse des taux d'activité dans le groupe d'âge le plus proche de la retraite. Bien que ce fléchissement compense dans une certaine mesure l'augmentation de la population en âge de travailler dans cette catégorie de personnes, l'incidence cumulée de ces facteurs s'y traduit néanmoins par une offre nette de main-d'œuvre plus élevée. Chez les jeunes, les taux d'activité plus faibles reflètent en partie une tendance à long terme à une prolongation de la scolarité, mais probablement aussi l'influence du chômage, qui s'est fortement développé dans ce groupe depuis 1978. La cause en est peut-être le coût élevé de la main-d'œuvre jeune. La demande de l'espèce peut être stimulée par une réduction du coût de l'emploi des jeunes, sous la forme d'ajustements des aides aux employeurs ou des salaires, et notamment par des révisions des accords de salaires minimaux.

Avant 1973, l'emploi s'était développé au même rythme que la population active, tant en termes globaux que dans les divers pays. Cependant, le fléchissement accentué du taux d'accroissement de l'emploi au lendemain des deux chocs pétroliers a été généralisé et a contribué à une situation d'offre excédentaire qui a prévalu presque constamment depuis 1973 sur les marchés du travail des pays du Groupe des Dix. On constate certes des différences d'un pays à l'autre, les rythmes d'expansion les plus rapides entre 1973 et 1977 ayant été enregistrés aux Etats-Unis et au Canada, tandis que l'emploi et la population active baissaient durant cette période en Allemagne et en Suisse. La Suède est le seul pays où l'emploi se soit développé plus rapidement que la population active, sous l'effet de mesures spécifiques prises par les autorités.

Depuis 1977, l'évolution de la population active et de l'emploi a été sensiblement différente par rapport à la période précédente. Après avoir atteint des taux

**Population active et emploi**

Pays		1957-73	1974-77	1978-81	1978	1979	1980	1981
		variations annualisées, en %						
Etats-Unis	Population active . . .	1,8	2,4	2,3	3,1	2,5	1,8	1,6
	Emploi . . . . .	1,7	1,8	2,1	4,2	2,7	0,3	1,1
Canada	Population active . . .	2,8	3,1	3,1	3,7	3,0	2,8	2,7
	Emploi . . . . .	2,7	2,4	3,2	3,4	4,0	2,8	2,6
Japon	Population active . . .	1,3	0,6	1,1	1,5	1,2	1,0	1,0
	Emploi . . . . .	1,3	0,4	1,1	1,2	1,3	1,0	0,8
Allemagne fédérale	Population active . . .	0,1	-0,9	0,8	0,6	0,9	0,9	0,6
	Emploi . . . . .	0,2	-1,7	0,6	0,8	1,4	0,9	-0,9
France	Population active . . .	0,7	0,8	0,6	0,9	0,7	0,6	0,3
	Emploi . . . . .	0,6	0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,2	-1,2
Royaume-Uni	Population active . . .	0,3	0,8	-0,2	0,5	0,1	-0,4	-1,1
	Emploi . . . . .	0,2	-0,1	-1,5	0,5	0,6	-1,7	-5,4
Italie	Population active . . .	-0,3	1,4	1,3	0,6	1,7	1,3	1,4
	Emploi . . . . .	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,2	1,4	0,5
Pays-Bas	Population active . . .	1,0	0,4	0,9	0,4	0,9	1,2	1,0
	Emploi . . . . .	0,9	-0,1	-0,1	0,5	0,9	0,4	-1,9
Suède	Population active . . .	0,8	1,2	0,9	0,8	1,4	1,2	0,3
	Emploi . . . . .	0,8	1,4	0,8	0,4	1,6	1,2	-0,2
Belgique	Population active . . .	0,4	0,9	0,6	0,6	1,4	0,4	0,3
	Emploi . . . . .	0,4	-0,2	-0,2	0,0	1,2	-0,4	-1,6
Suisse	Population active . . .	1,7	-2,2	1,4	0,5	0,7	1,6	2,6
	Emploi . . . . .	1,7	-2,3	1,5	0,6	0,8	1,7	2,7
Ensemble Groupe des Dix et Suisse	Population active . . .	1,2	1,3	1,5	2,0	1,7	1,3	1,1
	Emploi . . . . .	1,2	0,8	1,2	2,3	1,8	0,5	0,2

très élevés en 1978-79, par suite principalement de la forte progression de la demande de main-d'œuvre aux Etats-Unis et au Canada, le développement de l'emploi a accusé une décélération brutale, pour aboutir en 1981 à une quasi-stagnation. En outre, sous l'influence de la montée régulière du chômage, l'expansion de la population active s'est considérablement ralentie au cours des deux dernières années, étant donné que beaucoup de travailleurs potentiels – en particulier parmi les femmes et les couches les plus âgées – se sont retirés du marché du travail. La réduction sensible des taux d'accroissement de la population active dans certains pays en 1980-81 (et la réduction, en valeur absolue, constatée au Royaume-Uni) témoigne de la vigueur de ces phénomènes. Comme ces augmentations n'apparaissent que dans le chômage «occulte», elles contribuent à minimiser le montant effectif des sans-emploi.

Dans le cadre de cette évolution générale, la situation a pourtant été différente dans les pays européens du Groupe des Dix par rapport à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, au Canada et au Japon. Dans ces deux derniers pays, en particulier, l'accroissement de l'emploi et celui de la population active sont apparemment allés de pair, tandis qu'aux Etats-Unis le taux d'augmentation de la population active n'a commencé à dépasser celui de l'emploi qu'à partir de 1979. En revanche, la divergence d'évolution en Europe n'a cessé de s'amplifier depuis 1979 et a revêtu

des proportions considérables en 1981. L'emploi a même régressé l'an dernier dans tous les pays européens, sauf en Italie et en Suisse, bien que ce soit la première année où l'expansion de la population active en Allemagne a été supérieure à celle de l'emploi au cours de la période récente. La Suisse a été le seul pays où l'équilibre global entre les deux compartiments du marché du travail s'est maintenu l'an dernier, la population active et l'emploi ayant enregistré une croissance rapide, tandis qu'en Belgique, en France et au Royaume-Uni le niveau moyen de l'emploi en 1981 s'est, en fait, situé en dessous de celui de 1977. C'est ainsi qu'au Royaume-Uni l'emploi a été inférieur de 6% en 1981 au niveau observé quatre ans auparavant et de 7% par rapport au chiffre de 1979.

### **Les rigidités du marché du travail**

Les autres principaux facteurs qui expliquent l'augmentation simultanée de l'inflation et du chômage depuis le début des années soixante-dix sont les rigidités dans la formation des salaires et des prix et dans le fonctionnement des marchés du travail. La plus importante de ces contraintes provient de la difficulté d'assurer un ajustement approprié des revenus nominaux et réels après les chocs pétroliers de 1973 et, dans une mesure moindre, de 1979-80. Les actions visant à préserver, voire dans quelques cas à améliorer, le niveau de vie dans ces conditions ont conduit inévitablement à une réduction du nombre total des personnes pourvues d'un emploi. Dans certains pays, cette rigidité des salaires et des traitements a pris la forme de systèmes d'indexation officiels, tandis que, dans d'autres, l'indexation effective a résulté de la capacité des syndicats d'obtenir des relèvements des salaires et des traitements qui ont entravé l'ajustement aux chocs des prix d'origine externe. Ces tendances ont été renforcées par des anticipations inflationnistes fortement enracinées et, jusqu'à ces derniers temps, par la quasi-certitude de voir les autorités satisfaire les relèvements des salaires et des traitements par des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes.

Un élément supplémentaire, qui a exercé une pression à la hausse sur le coût de la main-d'œuvre et affecté négativement la rentabilité des entreprises, a été le développement des coûts de main-d'œuvre non salariaux. Ces coûts, qui représentent actuellement 50% environ du coût total de la main-d'œuvre dans certains pays européens, ont augmenté récemment dans presque tous les pays par rapport aux salaires versés en fonction du temps ouvré. Si cette tendance reflète en partie l'octroi d'avantages complémentaires négociés (Amérique du Nord), elle est également due au relèvement des cotisations de sécurité sociale des employeurs, induit lui-même par la vive poussée du chômage. Outre le fait qu'elle intensifie l'inflation et réduit la part des profits, la majoration des coûts de main-d'œuvre non salariaux semble également avoir affecté la répartition de l'emploi et du chômage; en effet, leur niveau élevé, combiné aux plafonds appliqués aux cotisations de sécurité sociale, tend à instaurer une discrimination à l'encontre des travailleurs à bas salaires et à encourager les pratiques du «travail noir» ou du «travail gris». Il est donc possible que le degré de modération salariale lié à un certain taux de chômage ait fléchi, et plusieurs pays (dont, tout récemment, le Royaume-Uni), conscients de ces éventuelles répercussions défavorables, ont pris des mesures pour

réduire le niveau des coûts de main-d'œuvre non salariaux en allégeant la fiscalité appliquée aux employeurs. De plus, une réduction des avantages complémentaires est prévue dans des accords conclus récemment aux Etats-Unis.

D'autres aspects du fonctionnement des marchés du travail ont eu tendance à accroître le chômage pour un niveau donné de pression de la demande ou d'inflation. En premier lieu, le relèvement de l'indemnisation du chômage a effectivement prolongé dans de nombreux pays la période de recherche d'un emploi. L'élément frictionnel du chômage se trouve ainsi accru, même si, à plus long terme, ce phénomène peut permettre une meilleure concordance entre les qualifications offertes et requises. En deuxième lieu, les allocations de chômage élevées ainsi que les salaires minimaux tendent à accroître le «prix d'intégration» de la main-d'œuvre, ce qui peut renforcer la rigidité à la baisse des salaires réels et réduire les possibilités d'emploi, particulièrement pour les jeunes. Alors qu'il apparaît difficile d'appliquer des réformes dans ce domaine, qui devraient être coordonnées avec d'autres mesures sociales, des pays ont néanmoins pris récemment des mesures pour atténuer certains effets du «déemploi»; c'est ainsi que le taux des allocations de chômage par rapport aux salaires moyens a été réduit au Royaume-Uni et que dans certains pays le salaire minimum versé aux jeunes a été abaissé. En troisième lieu, la flexibilité du marché du travail a été affectée par une réduction progressive de la mobilité de la main-d'œuvre — à la fois au niveau professionnel, en raison de la formation de plus en plus complexe requise maintenant pour nombre d'emplois, et au niveau géographique, du fait de l'augmentation du nombre de ménages où le mari et la femme occupent un emploi. Enfin, la distorsion introduite par le système de taxation/subvention dans les prix relatifs des facteurs et les restrictions imposées à l'ajustement des salaires réels peuvent avoir favorisé les investissements qui épargnent de la main-d'œuvre, malgré l'existence d'un excédent considérable de l'offre de main-d'œuvre.

La plupart de ces rigidités sont probablement apparues au cours des années soixante et au début des années soixante-dix, sous l'influence de facteurs institutionnels, de modifications des politiques et d'aspirations à un relèvement progressif du revenu réel. Au cours de ces périodes, la croissance rapide de la production, conjuguée à une évolution favorable des prix extérieurs, a permis d'«absorber» assez aisément les rigidités croissantes. Cependant, dans une situation caractérisée par des variations importantes et défavorables des prix extérieurs, de telles rigidités, même si elles ne sont pas plus prononcées que par le passé, jouent un rôle différent et entravent sérieusement le potentiel d'ajustement des divers pays.

### **Extirper l'inflation: la fin justifie-t-elle les coûts?**

Juste après le second choc pétrolier, on s'accordait généralement à reconnaître que la maîtrise de l'inflation constituait la priorité macro-économique fondamentale des pays industriels. En agissant dans ce sens, les autorités nationales étaient persuadées qu'il n'y avait aucun conflit à long terme entre la réduction de l'inflation et l'augmentation du niveau de l'emploi. En effet, tout comme la relation inflation/chômage s'était détériorée depuis la fin des années soixante, il

devait être possible — à leur avis —, en adoptant une attitude déterminée et crédible à l'égard de l'inflation, de ramener cette relation à son point de départ. Certains pays, en particulier les pays occidentaux d'Europe continentale, estimaient que, pour y parvenir, il fallait adopter un dosage judicieux de politiques monétaire, budgétaire et des revenus. D'autres, notamment le Royaume-Uni et les États-Unis, étaient prêts à s'en remettre davantage à la rigueur monétaire et aux forces du marché, cette attitude étant toutefois tempérée par l'espoir que les agents économiques adapteraient leurs propres anticipations en conséquence et accéléreraient ainsi l'ajustement des prix et des salaires.

Cependant, depuis un an environ, la maîtrise de l'inflation ne semble plus constituer pour tout le monde l'objectif prioritaire, étant donné que plusieurs gouvernements se montrent de plus en plus préoccupés par la montée alarmante du chômage. Il convient donc de se demander si les avantages d'un faible taux d'inflation compensent le prix à payer pour y parvenir. La question se pose également de savoir si, et dans quelle mesure, la réduction du chômage s'est ajoutée, voire substituée, à la maîtrise de l'inflation en tant qu'objectif principal de la politique macro-économique dans les divers pays.

La nature du dilemme auquel doivent faire face les autorités est fort simple. Tous les coûts engendrés par le processus d'ajustement interne sont à court terme et immédiatement perceptibles. En revanche, les bénéfices de la maîtrise de l'inflation — ou les coûts inhérents à une poursuite de la hausse des prix — seront ressentis à long terme et peuvent sembler plus incertains.

Au cours de 1981, il est apparu clairement, dans un certain nombre de pays, que les coûts de la lutte contre l'inflation, spécialement là où une place excessive est accordée au resserrement monétaire, sont à la fois plus élevés et plus durables que prévu. Ils sont plus élevés, en ce sens que jusqu'à présent la réduction indispensable de la croissance nominale de la masse des revenus s'est faite pour l'essentiel au niveau de l'économie réelle, ce qui a provoqué une montée rapide du chômage.

Il est probable que les coûts politiques d'un infléchissement de l'activité économique augmenteront proportionnellement à la durée de la récession. Pour cette raison, et compte tenu de l'interdépendance étroite des économies nationales, il est très important de se faire à l'idée que le processus d'ajustement durera vraisemblablement longtemps. L'expérience de 1981, en particulier, nous amène à rejeter l'opinion selon laquelle la réduction de l'inflation peut être rapide et peu onéreuse si les objectifs restrictifs des autorités monétaires sont expressément déclarés et constamment respectés. Ainsi, une prédiction essentielle de la théorie des anticipations rationnelles — à savoir qu'une réduction durable et régulière de l'inflation peut s'obtenir rapidement et sans recul significatif de l'activité économique — ne semble pas correspondre jusqu'à présent à la réalité vécue.

Au cours de la période d'ajustement qui a suivi le second choc pétrolier, deux facteurs principaux ont contribué à rendre le chômage plus rebelle à toute thérapeutique. En premier lieu, comme indiqué précédemment dans ce chapitre, il s'est avéré difficile dès l'abord — en dépit de la faiblesse de la demande — d'opérer un ajustement à grande échelle des salaires réels, alors que des groupes de travailleurs



continuaient à revendiquer des augmentations de salaires nominaux égales ou supérieures au taux d'inflation. Etant donné toutefois que les anticipations inflationnistes se sont formées au cours d'une période d'une quinzaine d'années caractérisée par des politiques monétaires et budgétaires plus ou moins «accommodantes», tout espoir d'infléchir rapidement les comportements relevait, à n'en pas douter, d'un excès d'optimisme. Il convient toutefois de ne pas sous-estimer les nombreux signes de changement apparus récemment. Dans maints secteurs, ceux en particulier que la faiblesse de la demande et l'intensification de la concurrence étrangère ont durement touchés, les syndicats se sont montrés de plus en plus préoccupés par la sécurité de l'emploi et se sont déclarés disposés à certaines concessions en matière de revendications salariales.

En second lieu, comme examiné dans le Chapitre II, le conflit entre l'orientation de la politique monétaire et celle de la politique budgétaire, aux Etats-Unis surtout, a contribué au maintien de taux d'intérêt réels élevés. Il en est résulté une aggravation de la récession dans le secteur privé, et le marché en est venu à considérer que les pouvoirs publics pourraient renoncer dans un avenir assez proche à la lutte contre l'inflation. De tels niveaux de taux d'intérêt accroissent les pressions inflationnistes à court terme induites par les coûts et ne peuvent être notablement abaissés qu'à partir du moment où les anticipations inflationnistes commencent à être extirpées de l'économie. Compte tenu de la longue expérience des politiques alternatives de relance et de freinage en période d'accélération de l'inflation, il faudra peut-être du temps avant d'obtenir un tel résultat.

Le Japon constitue une exception importante dans ce contexte général d'ajustement interne incomplet au lendemain du second choc pétrolier. Après une hausse de 7,1% en 1980, l'inflation y est tombée à 4,3% en 1981. Ce résultat a été dû dans une large mesure à l'incidence sur les négociations salariales du souvenir de la récession particulièrement sévère de 1974-75. La coopération qui en est résultée entre les partenaires sociaux a mis l'accent, compte tenu de la nécessité d'adopter une politique économique restrictive, sur l'évolution en termes «réels» plutôt que nominaux des salaires et des bénéfices, afin d'assurer à long terme la croissance de l'emploi, du revenu réel et des exportations. De ce fait, les facteurs internes n'ont guère avivé l'inflation et le niveau déjà peu élevé du chômage n'a que légèrement augmenté, malgré la vive décélération du revenu réel disponible et de la demande interne.

Quelques pays européens ont obtenu, eux aussi, un certain succès sur le plan de l'adaptation des salaires aux exigences plus générales de l'économie. C'est ainsi que l'Allemagne, l'Autriche et la Suisse, grâce à la modération des partenaires sociaux dans les négociations salariales dans l'industrie, ont enregistré au cours des ans des résultats qui ont permis un ajustement sans heurts des revenus réels. Pour l'Allemagne, en particulier, il est possible que la forte montée du chômage, l'an passé, ait été due davantage à d'autres facteurs (faiblesse de la demande, niveau élevé des taux d'intérêt induit par des influences externes, déficit considérable du secteur public) qu'à l'évolution des salaires elle-même.

Cependant, comme la lutte contre l'inflation s'est avérée fort coûteuse dans la plupart des pays industrialisés, on peut se demander une nouvelle fois pourquoi

le mal lui-même est à ce point profond qu'il persuade les gouvernements d'infliger ces coûts d'ajustement à leurs économies. Les coûts de l'inflation peuvent être classés en trois groupes. Tout d'abord, l'inflation nuit à l'efficacité économique en raison de la difficulté d'interpréter les signaux des prix sur le marché. Il peut être malaisé de distinguer entre les variations des prix relatifs appelant une réaffectation des ressources et des augmentations en valeur absolue du niveau général des prix en période inflationniste. La mauvaise affectation des ressources qui en résulte est dommageable. En outre, le même phénomène se produira à l'échelle internationale, en influant sur les décisions en matière d'échanges de marchandises et d'investissements à l'étranger.

Une deuxième série d'arguments contre l'inflation concerne le niveau micro-économique. L'inflation pénalise de manière arbitraire les personnes disposant de revenus fixes ainsi que, si elle n'est pas intégralement anticipée, les créanciers, au profit des détenteurs de revenus indexés sur la hausse des prix ou de titres de dettes libellés en termes nominaux, à plus forte raison si les versements d'intérêts peuvent être déduits des charges d'impôts. Dans un contexte social plus vaste, l'inflation exerce encore d'autres effets nocifs au niveau micro-économique. Etant donné que les échelles de revenus revêtent désormais presque autant d'importance que le niveau du revenu en valeur absolue, des taux d'inflation élevés et variables tendent à opposer les uns aux autres les particuliers, les syndicats, les secteurs d'activité et même les pays dans la lutte pour préserver ou améliorer ces «situations relatives». Beaucoup de temps et d'efforts essentiellement improductifs sont ainsi consacrés à la recherche d'améliorations des revenus nominaux. Ainsi, l'inflation n'est plus seulement une question de spirale salaires/prix, mais également un problème de spirales salaires/salaires et impôts/salaires.

Enfin, un rythme d'inflation élevé tend à s'accompagner d'une plus forte variabilité et d'une plus grande dispersion des relèvements de salaires et de prix. Au sein des divers pays, d'amples fluctuations des taux d'inflation d'une année sur l'autre suscitent une incertitude néfaste quant aux perspectives d'investissement et de croissance future, surtout si les agents économiques estiment que de telles tendances inflationnistes peuvent ne pas se maintenir à plus long terme. Au niveau international, une divergence accrue des taux d'inflation crée des tensions sur les taux de change et les taux d'intérêt, qui affecteront, là encore, de façon négative les incitations à investir et la croissance réelle. En revanche, l'obtention d'un taux moyen d'inflation plus faible dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse permettrait vraisemblablement de réduire la dispersion des taux d'inflation entre les pays. Cette évolution encouragerait l'apparition, sur une longue période, de taux de change plus stables qui favoriseraient à leur tour l'expansion du commerce mondial et de l'emploi.

Ainsi, malgré les coûts passagers élevés de la lutte contre la hausse des prix, les gouvernements ont trois raisons de maintenir la priorité absolue à la maîtrise de l'inflation. En premier lieu, les coûts de l'inflation, comme exposé ci-dessus, sont eux-mêmes élevés, même s'il est difficile de les évaluer, alors que le fait de la maîtriser est déjà un avantage puisqu'on y voit une condition préalable à une croissance soutenue de la production réelle et de l'emploi. En deuxième lieu, des

résultats sensibles ont été obtenus dans ce domaine, notamment au cours des derniers mois, et les sacrifices consentis pendant cette période auraient été vains si l'on renonçait maintenant à lutter contre l'inflation. En troisième lieu, toute relance notable de la demande engendrerait probablement une réapparition des déficits des paiements extérieurs dans de nombreux pays industrialisés, puisque le resserrement du marché pétrolier ferait réapparaître l'excédent de l'OPEP.

### Considérations de politique économique

La détérioration de la relation inflation/chômage dans les pays du Groupe des Dix depuis 1972 peut être considérée, dans une large mesure, comme la résultante de facteurs extérieurs, dont les effets se sont conjugués à un processus de formation des salaires et des prix caractérisé par un degré élevé d'inertie. En outre, le renchérissement de l'énergie et la faiblesse de l'investissement ont contribué à l'effritement de la rentabilité et, par conséquent, à la réduction de la demande de main-d'œuvre dans beaucoup de pays. Une part importante de l'accroissement du chômage au cours de la dernière décennie est donc imputable à des facteurs structurels et semble être en grande partie indépendante de l'orientation de la politique macro-économique dans les divers pays. Pour l'avenir, une double thérapeutique semble donc s'offrir aux autorités: d'abord, la continuation de politiques macro-économiques anti-inflationnistes, destinées à consolider et à favoriser les ajustements au second choc pétrolier; ensuite, la poursuite de politiques visant à atténuer directement les rigidités structurelles et à encourager une plus grande flexibilité du marché du travail.

En ce qui concerne la seconde partie de cette approche dualiste, l'élimination des rigidités existantes est importante, mais il paraîtrait également approprié de prendre en considération les politiques des revenus. Si l'on se réfère aux expériences faites par le passé avec de telles politiques, il semble qu'elles ne constituent qu'une solution temporaire; dans certains pays cependant (Allemagne, Autriche, Norvège), des politiques des revenus ou des mesures similaires ont été appliquées sur une base plus permanente. Dans ces cas, il convient de noter qu'on a assigné aux politiques des revenus, exprimées en termes de relèvements des salaires et des prix, des objectifs macro-économiques plus vastes, tels que la croissance réelle, la balance des paiements et la répartition du revenu entre les facteurs de production. En outre, les politiques des revenus étaient étroitement coordonnées avec les politiques budgétaire et monétaire.

Un recours efficace aux politiques des revenus sur une base plus permanente requiert un degré de consensus social qui peut faire défaut ou être difficile à obtenir dans tous les pays. Ces politiques renferment néanmoins des éléments qui méritent plus ample considération en tant que moyens de réduction ou d'élimination du problème de la stagflation. Depuis longtemps, on se rend compte que les efforts visant à préserver ou à améliorer les parts du revenu constituent une source importante d'inflation, puisque les revendications globales peuvent excéder le montant total des ressources disponibles. En conséquence, des politiques de revenus plus vastes, assorties d'un consensus sur l'évolution de la part respective

des divers facteurs, élimineraient une source importante d'inflation et offriraient de meilleures chances de limiter de manière durable la hausse des prix et des salaires.

Plus récemment, on a également constaté que des modifications des parts globales des facteurs dans le revenu peuvent directement affecter la demande de main-d'œuvre des entreprises. En d'autres termes, une augmentation trop rapide des salaires nominaux n'engendre pas seulement de l'inflation, mais elle peut aussi se traduire par des pertes d'emploi, la hausse du coût du travail entraînant un effritement de la rentabilité des entreprises. Dans ces circonstances, et spécialement après d'importantes variations des prix externes, l'application de politiques visant directement à assurer une évolution des salaires réels compatible avec les gains de productivité pourrait donc à la fois servir à éliminer les pressions inflationnistes potentielles et permettre une réduction du chômage.

Des signes encourageants indiquent que ce «double effet» des salaires réels est de mieux en mieux reconnu par les partenaires sociaux et, plus récemment, sa prise en considération a été proposée ou rendue effective dans l'action gouvernementale, comme en témoignent les aménagements qui viennent d'être apportés au système d'indexation des salaires dans certains pays. C'est ainsi qu'aux Pays-Bas la limitation des indemnités de vie chère imposée en 1981 a été suivie par l'annonce, en décembre, de nouvelles mesures pour 1982. Elles prévoient de limiter la compensation intégrale de la hausse des prix aux revenus ne dépassant pas un certain niveau en valeur absolue, et l'on s'attend qu'elles se traduisent par une baisse significative des rémunérations réelles des travailleurs les mieux rétribués. De même, le gouvernement luxembourgeois a pris des dispositions en juillet dernier pour freiner l'indexation automatique des salaires. Les autorités françaises ont essayé de remplacer le système d'indexation quasi automatique par une méthode liant les relèvements des salaires nominaux à l'objectif de hausse des prix retenu pour le futur immédiat. En Norvège, le blocage des prix appliqué en août 1981 doit se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. Il vise notamment à empêcher un déclenchement du processus d'indexation des salaires. De même, en Suède, la dévaluation de septembre a été accompagnée d'un blocage des prix et d'un abaissement de la TVA pour prévenir une flambée des salaires et des prix à la consommation.

C'est en Belgique, toutefois, qu'au début de 1982, et en présence d'une sérieuse détérioration de la situation extérieure, les initiatives les plus spectaculaires ont été prises pour limiter l'indexation. Pour accompagner la dévaluation de 8,5% du franc en février, le gouvernement a mis en œuvre une série de mesures comprenant un blocage de trois mois de tous les salaires à l'exception de ceux des travailleurs les moins bien rétribués, qui continueront à bénéficier de l'indexation, et l'application, pour le reste de 1982, d'une augmentation uniforme des salaires inférieure au taux d'inflation. Ces dispositions, destinées à réduire les salaires réels en 1982, constituaient un changement de stratégie remarquable dans la politique économique de la Belgique. Auparavant, malgré la nécessité de restaurer la compétitivité de l'industrie, les raisons invoquées à l'encontre de la dévaluation du franc étaient que l'interaction entre les prix plus élevés à l'importation et l'indexation automatique aurait annulé les effets bénéfiques escomptés.

En Allemagne, les accords conclus jusqu'à présent dans le cadre des négociations salariales en cours ont été sensiblement influencés par la préoccupation des syndicats au sujet de la sécurité de l'emploi, et les augmentations des salaires réels seront sans doute inférieures cette année aux gains de productivité. Il est à noter cependant que la poursuite de la lutte anti-inflationniste en tant qu'objectif principal a été tempérée par l'accroissement sensible du chômage l'an passé. Au début de février 1982, le gouvernement a proposé une enveloppe de DM 12,5 milliards pour relancer l'emploi à court terme. Il estimait que ces mesures ne compromettaient en aucune façon la lutte contre l'inflation. Par la suite, le plan de financement de ces mesures au moyen d'un relèvement de la TVA a dû être abandonné.

Dans divers autres pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon et Suisse notamment), la bataille contre l'inflation se poursuit sans relâche et avec un succès croissant. Au Japon, comme indiqué précédemment, la réduction de l'inflation a été facilitée par la modération délibérée des revendications salariales. En outre, des accords conclus récemment aux Etats-Unis prévoient une suspension temporaire des clauses d'échelle mobile ainsi que l'introduction de systèmes de répartition des bénéfices.

Malgré la forte poussée du chômage en 1981, la France a été le seul pays de la zone du Groupe des Dix à changer nettement d'optique à l'égard de la lutte contre l'inflation, l'objectif étant de promouvoir l'emploi, même si, comme mentionné précédemment, les autorités françaises ont, en outre, introduit des contrôles des prix et proposé des mesures de modération des salaires. Pour parvenir à réaliser l'objectif de réduction à long terme du chômage, le nouveau gouvernement a combiné un assouplissement des politiques monétaire et budgétaire avec un certain nombre de dispositions destinées à améliorer la situation de l'emploi. Elles comportent un relèvement de 10% du salaire minimum (annoncé en juin 1981) et des propositions récentes de réduction de la durée moyenne de la semaine de travail, de limitation des heures supplémentaires et d'accélération des départs volontaires en retraite anticipée.

En résumé, il semble clair que la maîtrise de l'inflation demeure généralement la principale priorité des autorités. Il importe cependant qu'un nombre croissant de gouvernements envisagent l'adoption de mesures complémentaires et des réformes structurelles permettant de réduire l'inflation sans aggraver le chômage. De plus, même si les autorités parvenaient avec le temps à ramener l'inflation à un faible niveau dans un grand nombre de pays, le problème posé par l'existence d'une vaste réserve de travailleurs sans emploi ne serait probablement pas résolu pour autant.

Dans une certaine mesure, un freinage de l'inflation entraînera automatiquement un accroissement de la demande globale, en ce sens que les objectifs de masse monétaire et de dépenses publiques, exprimés en termes nominaux, augmenteront effectivement en termes réels et que l'atténuation des incertitudes renforcera probablement la confiance des ménages et des entreprises. En outre, la suppression des rigidités et d'autres obstacles structurels est de nature à exercer une incidence automatique favorable sur la demande globale et la production. Dans certains

pays, cependant, une décélération de l'inflation peut essentiellement avoir pour effet d'accroître les possibilités de recourir à des mesures de relance, étant donné que l'expansion automatique de la production réelle pourrait ne pas être suffisamment vigoureuse pour ramener le chômage aux niveaux plus acceptables qu'il atteignait précédemment. Dans ces conditions, la nécessité d'une politique économique dualiste subsiste, puisque la mise en œuvre de politiques budgétaires et monétaires plus expansionnistes devrait être complétée par des mesures destinées à empêcher une recrudescence des pressions inflationnistes.

## IV. POLITIQUE MONÉTAIRE ET MARCHÉS DES CAPITAUX

### Faits saillants

Les taux d'intérêt ont atteint de nouveaux sommets en 1981 sur tous les grands marchés d'Amérique du Nord et d'Europe. Au printemps de 1982, ils étaient un peu redescendus dans certains pays, mais leur niveau demeurait néanmoins très élevé par comparaison avec le passé. En raison du fléchissement encore plus marqué de l'inflation, la hausse des taux d'intérêt a été sensible en termes réels. Au Japon, le loyer de l'argent a baissé progressivement l'an dernier, mais là également, il est resté très élevé par rapport au taux d'inflation courant.

Au cours des deux ou trois dernières années, les taux d'intérêt américains, tant à court qu'à long terme, ont enregistré des mouvements cycliques amples et fréquents ainsi que d'importantes fluctuations d'un jour à l'autre. Comme les autres pays avaient décidé de maintenir une relative stabilité de leurs taux d'intérêt internes, les variations des écarts de taux d'intérêt se sont traduites par des fluctuations sensibles des cours de change.

Cette évolution a été due à l'action conjuguée de différents facteurs. Divers indicateurs donnent à penser que la politique monétaire a conservé son caractère restrictif dans la plupart des pays industriels, même si un assouplissement prudent a pu être opéré dans certains d'entre eux. Les déficits budgétaires effectifs et, plus encore, potentiels, dont l'ampleur est considérable par rapport à la dimension des marchés nationaux des capitaux et au volume de l'épargne financière, ont fortement influencé les niveaux courants des taux d'intérêt. En outre, l'élasticité de la demande de crédit du secteur privé par rapport aux taux d'intérêt paraît avoir été inférieure à ce qu'on aurait pu escompter. Aux Etats-Unis, en particulier, la «déréglementation» des taux d'intérêt et, partant, l'absence de l'incidence traditionnelle du rationnement du crédit expliquent également cette ascension sans précédent des taux. Enfin, dans la majorité des pays, il importe également de tenir compte, pour être complet, des anticipations inflationnistes profondément enracinées, qui se sont progressivement renforcées à partir du milieu des années soixante. Le présent chapitre se propose d'examiner l'influence de ces facteurs et attire l'attention sur certaines implications des taux d'intérêt élevés et variables pour la croissance réelle et la situation sur les marchés des capitaux.

Dans quelques pays, les politiques axées sur la régulation des agrégats monétaires ont continué de jouer un rôle clé dans la lutte contre les anticipations inflationnistes. Cependant, dans un contexte économique et financier en rapide évolution, elles se sont révélées être récemment d'une application malaisée. L'instabilité à court terme des agrégats a constitué un sujet de controverse, notamment aux Etats-Unis, alors que dans d'autres pays on reconnaît généralement qu'il est préférable de réaliser les objectifs monétaires sur des périodes un peu plus longues. L'innovation financière, suscitée à la fois par les modifications du cadre réglementaire et par l'interaction entre les taux d'intérêt élevés et les réglementations

anciennes, a également eu des effets plus perturbateurs aux Etats-Unis qu'ailleurs.

Dans la plupart des pays, les efforts de stabilisation de l'expansion monétaire demeureront sans doute axés, malgré ces incertitudes, sur certains agrégats. Depuis quelque temps cependant, on a de plus en plus tendance à prendre davantage en considération d'autres indicateurs financiers. Il se peut d'ailleurs (ce qui est examiné dans la dernière section de ce chapitre) que ce soit là l'occasion d'adopter une approche plus souple qui ne nuise pas pour autant à l'action anti-inflationniste des politiques monétaires.

### **Principales caractéristiques de l'évolution récente des taux d'intérêt**

L'évolution des taux d'intérêt durant les douze à dix-huit derniers mois a été caractérisée non seulement par des taux nominaux très élevés et variables, mais aussi par un niveau exceptionnellement élevé des taux d'intérêt réels, eu égard surtout à la faiblesse de l'activité économique. On a constaté, en outre, une normalisation de la courbe des rendements et une forte interaction, d'un pays à l'autre, entre les fluctuations du loyer de l'argent et celles des taux de change. Cette situation s'explique en partie par l'incidence d'un certain nombre de facteurs indépendants et interdépendants, dont l'intensité a varié selon les pays, mais qui ont fréquemment pris naissance aux Etats-Unis pour se propager ensuite aux autres pays. Les principales caractéristiques du comportement récent des taux d'intérêt et les différences éventuelles enregistrées d'un pays à l'autre sont examinées ci-après. La section suivante analyse un certain nombre de facteurs qui sont à l'origine de cette évolution.

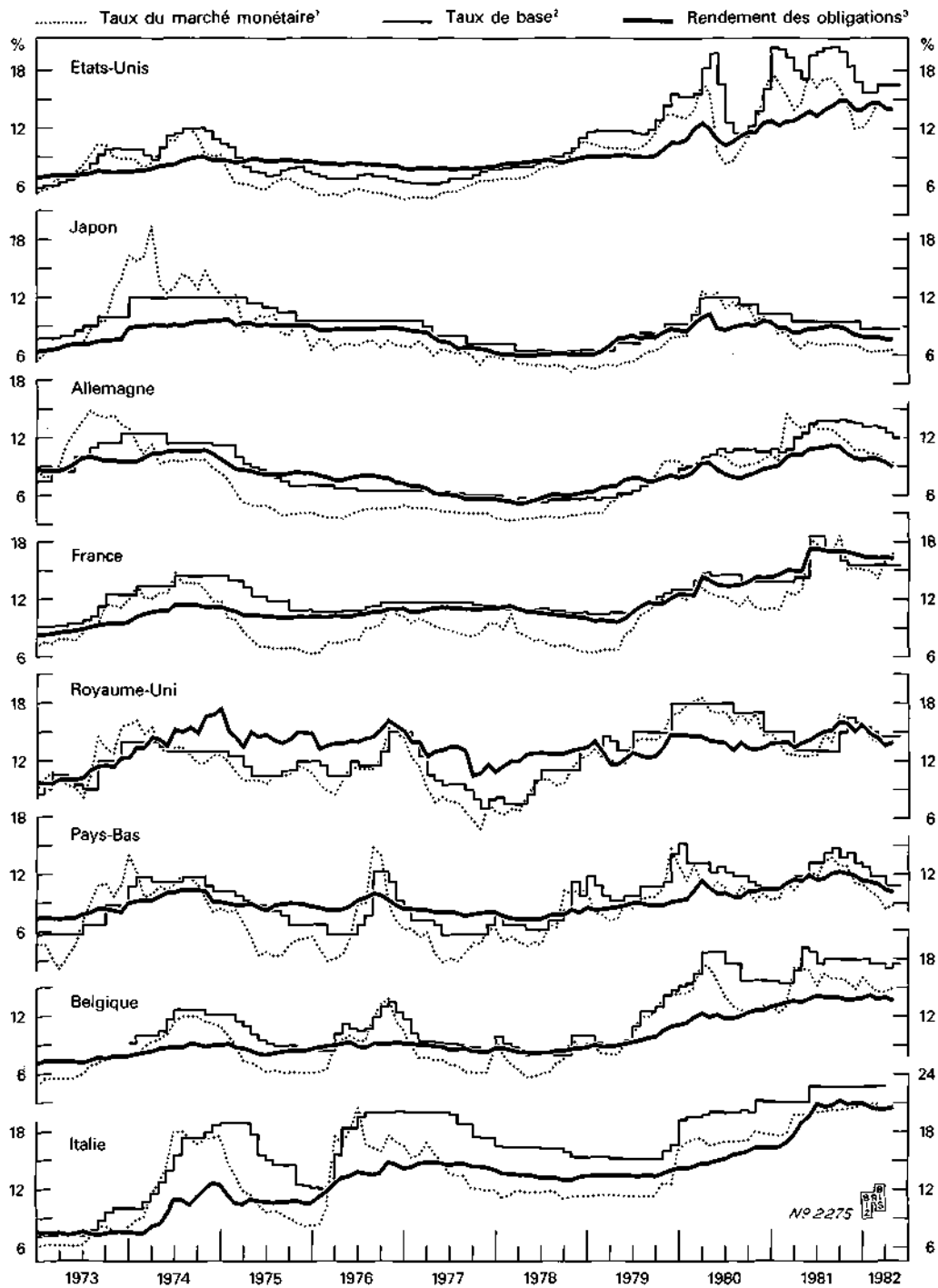
*Taux d'intérêt nominaux.* Lorsque les taux d'intérêt atteignirent leurs niveaux records dans les pays industriels, pour amorcer ensuite un mouvement de baisse au début de 1980, on a cru voir se profiler un peu partout, comme en 1973-74, la fin d'une courte période de taux élevés. Il n'en a rien été, puisqu'en Amérique du Nord les taux d'intérêt devaient connaître des variations encore plus fortes et qu'en Europe de nouvelles hausses allaient se produire. Au printemps de 1982, soit plus de deux ans après, l'espoir d'une baisse sensible et durable ne s'était toujours pas concrétisé.

A quatre reprises au moins, les taux à court terme ont accusé, aux Etats-Unis, des fluctuations brutales depuis octobre 1979, date à laquelle la Réserve fédérale a changé d'objectif monétaire et adopté la base de réserves. Ainsi, le taux des acceptations bancaires de premier ordre à trois mois, qui en 1980 était tombé à 8,0% en juin et avait atteint des maximums de 18,6% en mars et de 20,1% en décembre, a fléchi à 12,5% en mars 1981, pour connaître ensuite une évolution en dents de scie, passant de 18,3% à 15,5% puis remontant à 17,7% entre mai et juillet, avant de chuter à 11% en décembre. En mars 1982, il était revenu à 15%. Les taux débiteurs de base des banques ont également enregistré d'amples fluctuations, avec un certain décalage dans le temps par rapport aux mouvements des taux des instruments du marché monétaire, de sorte que l'écart entre ces taux a parfois été considérable. Cette situation a incité les emprunteurs à opérer d'importants



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

Données mensuelles



<sup>1</sup> Taux représentatifs. (Pour l'Italie, dépôts interbancaires à vue; pour la France, dépôts interbancaires à un mois; pour la Belgique, certificats à quatre mois; pour les autres pays, instruments à trois mois du marché monétaire.) <sup>2</sup> Taux minimaux appliqués par les banques commerciales aux crédits de caisse accordés aux emprunteurs de premier rang. (Pour l'Allemagne, taux limites inférieurs appliqués aux crédits en compte courant d'un montant élevé.) <sup>3</sup> Taux représentatifs. (Pour les Etats-Unis, obligations de sociétés industrielles; pour le Royaume-Uni et les Pays-Bas, fonds d'Etat; pour les autres pays, diverses autres catégories d'obligations du secteur public.)

arbitrages entre les instruments concernés et encouragé l'utilisation, dans les contrats de prêts, de taux liés à ceux des euro-monnaies. De ce fait, les taux débiteurs de base ont pu perdre une partie de leur valeur d'indicateur du coût du crédit à court terme accordé aux grandes entreprises. Les rendements des obligations ont atteint des sommets de plus en plus élevés pratiquement à chaque mouvement de hausse, avec cependant un léger fléchissement au printemps de 1982. C'est ainsi que le rendement des obligations de sociétés industrielles aux Etats-Unis a suivi une évolution ascendante irrégulière, passant de 11½% en janvier 1980 à 16½% en février 1982, pour se situer à 15½% à la mi-mai.

Les taux d'intérêt se sont aussi fortement tendus en 1981 sur la plupart des marchés européens. Ils ont cependant bénéficié d'une certaine protection dans la mesure où les autorités monétaires étaient disposées à accepter des variations substantielles du taux de change de leur monnaie par rapport au dollar. En Allemagne, une mesure importante fut prise en février 1981, lorsque la Bundesbank modifia son système d'interventions sur le marché monétaire et permit une hausse sensible des taux d'intérêt à court terme. Le loyer de l'argent au jour le jour s'établit alors à un niveau très voisin du coût du refinancement des banques au titre des facilités lombard spéciales de la Bundesbank et demeura assez stable jusqu'en octobre. Par la suite, un recul progressif fut prudemment encouragé, qui se poursuivit jusqu'au début de 1982, malgré la nouvelle ascension des taux sur le dollar. A partir de mai, la Bundesbank accordait de nouveau des prêts au titre des facilités lombard ordinaires au taux de 9%. Sur les marchés des instruments à plus long terme, les fluctuations des rendements ont suivi une évolution sensiblement parallèle à celle des rendements aux Etats-Unis, avec toutefois un élargissement progressif de l'écart en faveur de ces derniers.

En France, dans le climat d'incertitude suscité par la politique économique, les taux d'intérêt ont fortement monté au printemps de 1981. Les taux du court terme ont pu être abaissés après les réalignements monétaires intervenus au sein du Système monétaire européen en octobre, mais une nouvelle vague de hausse s'est produite au printemps de 1982. En Italie, les taux d'intérêt se sont tendus au printemps de 1981, sous l'effet de l'orientation plus rigoureuse imprimée par les autorités monétaires à leur politique en vue surtout de protéger la lire. Les évolutions des taux d'intérêt en Belgique et aux Pays-Bas, bien qu'en partie liées dans le cadre du SME, ont reflété les situations nettement différentes des balances de paiements de ces deux pays. Le réalignement du franc belge par rapport aux autres monnaies européennes, au début de 1982, a permis une légère baisse des taux belges. Sur certains marchés européens, l'écart favorable des taux débiteurs par rapport à ceux du marché monétaire s'est récemment élargi, les banques s'efforçant de rétablir leur rentabilité.

Au Royaume-Uni, devant la faiblesse de l'activité économique, les autorités ont accepté une diminution du loyer de l'argent au printemps de 1981; elles ont cependant encouragé, en septembre, une hausse des taux du marché monétaire en vue d'enrayer la baisse de la livre. Par la suite, les taux du long terme et du court terme ont légèrement fléchi.

**Variabilité d'un mois à l'autre des taux d'intérêt**

Pays	Janvier 1972—mars 1975				Janvier 1979—mars 1982			
	maximum	minimum	moyenne	écart-type <sup>1</sup>	maximum	minimum	moyenne	écart-type <sup>1</sup>
en % par an								
<b>Taux du marché monétaire<sup>2</sup></b>								
Etats-Unis . . . . .	12,1	3,5	7,4	2,5	18,0	8,3	13,1	2,9
Japon . . . . .	19,3	4,9	9,7	4,3	12,7	4,6	8,0	2,3
Allemagne fédérale . . . . .	14,8	4,5	9,0	3,2	14,5	4,2	9,6	2,5
France . . . . .	14,8	4,0	9,2	3,3	18,6	6,4	12,6	3,1
Royaume-Uni . . . . .	16,3	4,5	10,7	3,3	18,6	11,7	14,9	1,9
Italie . . . . .	18,0	4,7	9,3	4,7	21,0	11,3	16,4	3,5
Belgique . . . . .	12,0	3,7	7,3	2,8	17,5	8,1	13,7	2,7
Pays-Bas . . . . .	14,0	2,0	8,2	3,3	14,8	7,2	10,6	1,8
Suisse . . . . .	6,0	0,5	4,0	1,8	9,8	0,1	5,1	3,0
<b>Rendements des obligations<sup>3</sup></b>								
Etats-Unis . . . . .	9,1	6,9	7,8	0,7	15,0	9,0	11,7	2,0
Japon . . . . .	9,7	6,4	7,9	1,2	10,3	6,1	8,5	0,9
Allemagne fédérale . . . . .	10,7	7,3	9,2	1,1	11,2	6,4	8,8	1,3
France . . . . .	11,5	7,8	9,4	1,3	17,3	9,6	13,9	2,4
Royaume-Uni . . . . .	17,4	7,7	11,8	2,8	16,1	11,6	13,9	1,1
Italie . . . . .	12,7	7,1	8,6	1,8	21,3	13,4	16,5	2,9
Belgique . . . . .	9,3	6,8	7,9	0,8	14,3	8,8	12,1	1,8
Pays-Bas . . . . .	10,5	7,1	8,4	1,1	12,3	8,3	10,2	1,2
Suisse . . . . .	7,9	5,0	6,2	1,0	6,0	3,3	4,9	0,7

<sup>1</sup> Calculé au moyen de la formule  $\sqrt{\sum d^2/(n-1)}$ , dans laquelle d représente l'écart des diverses observations par rapport à la moyenne et n le nombre des observations. <sup>2</sup> Calculés à partir des mesures mensuelles des taux du marché monétaire national sur les instruments à trois mois, sauf pour la France (à un mois) et la Belgique (à quatre mois). <sup>3</sup> Taux représentatifs (voir graphique, page 68).

En revanche, la situation a été totalement différente au Japon, où les taux d'intérêt à court terme ont reculé progressivement en 1980 et au début de 1981. Ils sont ensuite restés relativement stables jusque vers la fin de l'année, pour amorcer de nouveau un léger mouvement descendant à la suite de l'abaissement, en décembre, du taux d'escompte de la Banque du Japon.

*Variabilité des taux d'intérêt.* L'accentuation des fluctuations des taux d'intérêt aux Etats-Unis ressort de la comparaison de la période allant du début de 1979 à mars 1982 avec celle de même durée commençant en janvier 1972. Au cours de la période la plus récente, non seulement les taux d'intérêt ont atteint des niveaux maximaux et moyens bien supérieurs à ceux qui avaient été enregistrés antérieurement, mais l'écart-type révèle un accroissement sensible de leur variabilité. Les fluctuations mensuelles des rendements des obligations ont été, pendant la seconde période, trois fois plus amples que lors de la première et se sont situées dans une fourchette, elle aussi, trois fois plus large. On constate également une instabilité plus marquée des rendements des obligations dans d'autres pays (Belgique, France et Italie). Toutefois, pour le Royaume-Uni et, dans le cas des taux à court terme, pour certains pays d'Europe continentale, la variabilité des taux d'intérêt a diminué, ce qui, comme on le verra plus loin, n'est peut-être pas sans rapport avec les politiques suivies en matière de taux de change.

**Variabilité d'un jour à l'autre des taux d'intérêt à court terme\***

Pays	Périodes de quinze mois se terminant								
	le 28 septembre 1979			le 31 décembre 1980			le 31 mars 1982		
	fourchette	moyenne	écart-type	fourchette	moyenne	écart-type	fourchette	moyenne	écart-type
	en % par an								
Etats-Unis . . . . .	8,2-12,9	10,5	1,2	8,8-22,0	14,1	3,2	11,8-19,9	16,5	2,0
Allemagne fédérale . . . . .	3,1- 7,6	4,6	1,4	7,4-10,4	8,9	0,5	8,9-14,5	11,3	1,3
France . . . . .	6,4-11,6	7,8	1,5	10,5-13,5	12,0	0,6	10,9-20,0	15,3	2,6
Royaume-Uni . . . . .	9,2-14,3	12,0	1,6	13,0-19,0	16,4	1,1	12,2-17,0	14,0	1,3
Belgique . . . . .	5,8-13,0	9,0	1,8	11,8-17,6	14,1	1,6	12,0-17,4	15,0	1,3
Pays-Bas . . . . .	4,5-13,0	7,9	1,7	9,1-15,5	10,6	1,2	7,5-13,8	11,1	1,4
Suisse . . . . .	-0,4- 2,3	0,9	0,7	1,4- 7,4	5,3	1,1	5,3-12,5	8,7	1,6

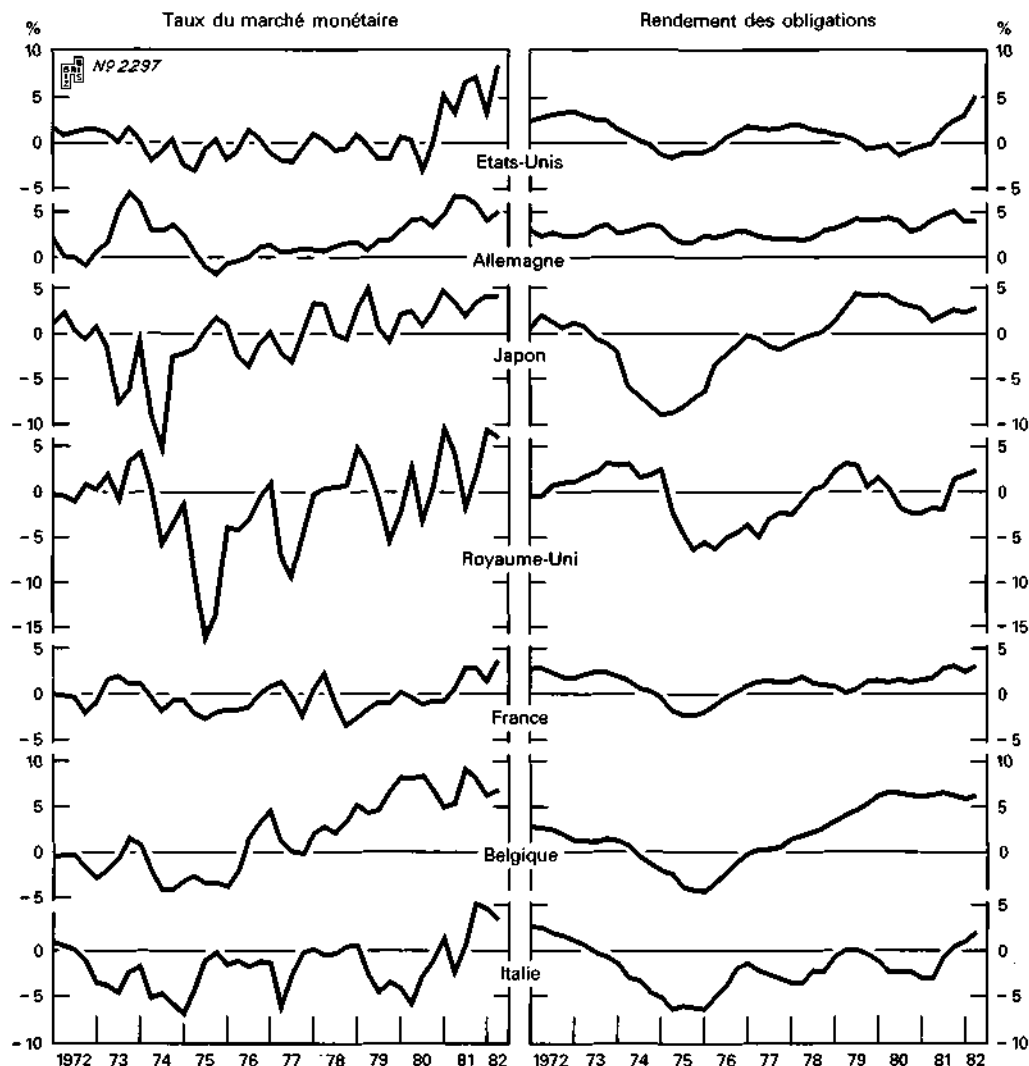
\* Calculés à partir des mesures quotidiennes des taux des instruments à trois mois, sauf pour la France (à un mois). Taux du marché monétaire national pour la France et le Royaume-Uni; taux des euro-monnaies pour les autres pays.

Les fluctuations au jour le jour des taux d'intérêt aux Etats-Unis ont été, elles aussi, très prononcées depuis l'adoption, en octobre 1979, de la base de réserves comme nouvel objectif. Pour illustrer ce phénomène, on peut faire une comparaison, au moyen des instruments à trois mois, entre trois périodes de quinze mois, l'une se terminant juste avant le changement et les deux autres se rapportant à l'évolution ultérieure. S'il est possible que la variabilité des taux d'intérêt ait eu tendance à s'atténuer depuis le début de 1981, elle demeure toutefois fort élevée par rapport aux chiffres enregistrés avant 1979.

*Taux d'intérêt réels.* Les taux d'intérêt nominaux semblent actuellement fort élevés par rapport aux taux d'inflation récents. En mars 1982, les rendements des obligations dépassaient le taux de hausse des prix à la consommation, calculé sur les douze mois précédents, d'un pourcentage allant de 1/2% en Suisse et 2 1/2% en France à 8% aux Etats-Unis. Le graphique de la page 72 établit des comparaisons entre les taux d'intérêt réels ex-post sur une longue période; ces taux sont calculés à partir des moyennes des variations des prix à la consommation pendant le trimestre le plus récent et le précédent dans le cas des taux à court terme, et pendant l'année la plus récente et la précédente dans le cas des rendements des obligations.

Ces comparaisons donnent à penser que les taux d'intérêt réels ont très fortement monté aux Etats-Unis au cours des deux dernières années et qu'ils sont même plus élevés qu'en 1973, année d'intense activité économique. Au Japon, au Royaume-Uni et en Italie, les taux réels ont nettement régressé en 1974-75, par suite de la montée en flèche des prix dans le sillage de la première crise pétrolière et, comme aux Etats-Unis, ils sont demeurés en moyenne faibles ou négatifs tout au long de la décennie soixante-dix. En 1980-82, cependant, les taux d'intérêt réels, tant à court qu'à long terme, se sont hissés à des niveaux records. Dans certains pays européens plus petits, et spécialement en Belgique, la hausse des taux réels depuis le milieu des années soixante-dix a été particulièrement forte et prolongée. En Allemagne, les rendements réels des obligations, qui semblent être demeurés constamment positifs au fil des années, ont atteint un niveau relativement élevé au début de 1981, pour s'infléchir ensuite progressivement.

**Taux d'intérêt réels à court et à long terme\***

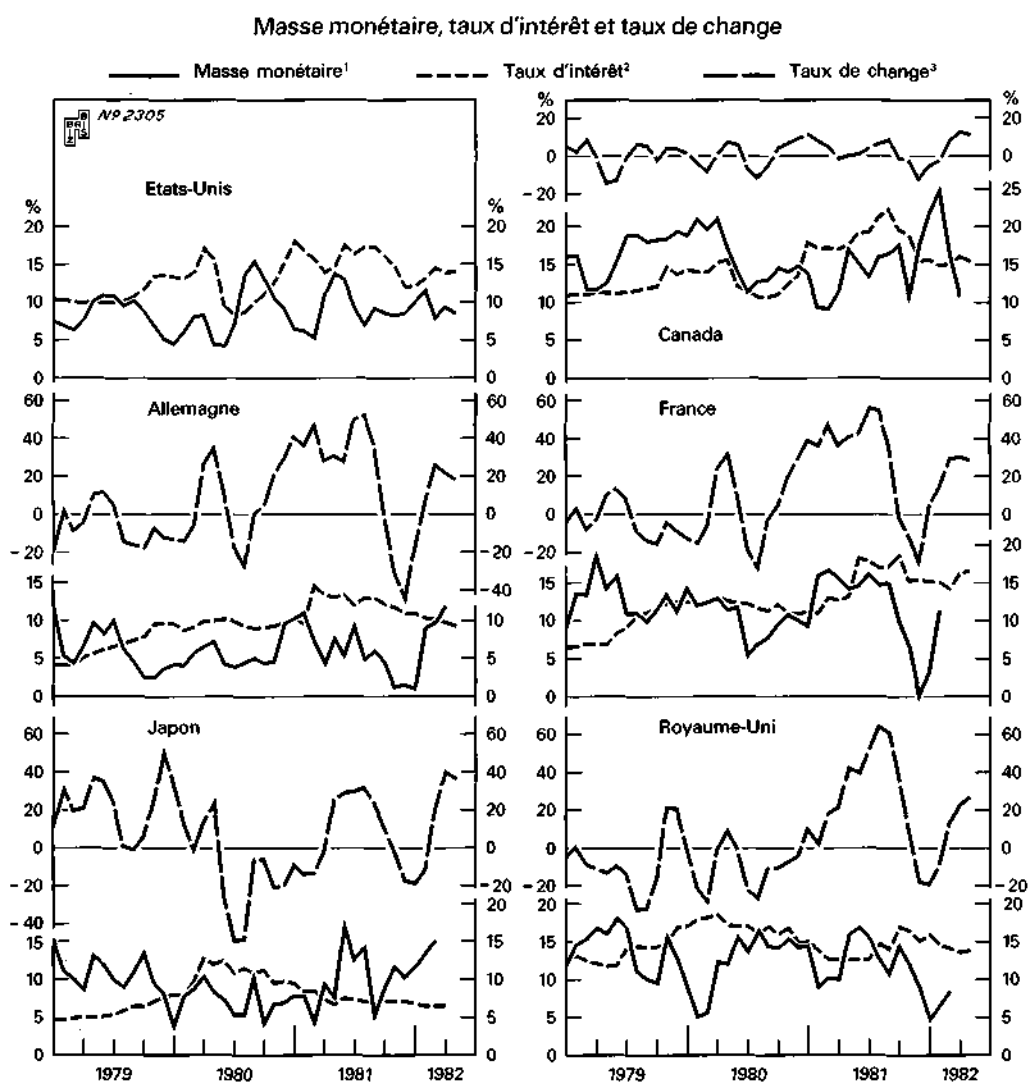


\* Calculés à partir de moyennes trimestrielles. Taux représentatifs (voir graphique de la page 68). Les taux du marché monétaire sont ajustés en fonction de la variation moyenne annualisée des prix à la consommation pour le trimestre en cours et le précédent, et les rendements des obligations sont ajustés en fonction de la variation moyenne des prix à la consommation pour l'année en cours et la précédente.

*Structure par échéance des taux d'intérêt.* Comme par le passé, les rendements des obligations ont généralement moins fluctué que les taux à court terme. Au printemps de 1982, les rendements des obligations sur la plupart des marchés avaient légèrement diminué par rapport à leurs maximums de 1981. Mais, même au Japon, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suisse et au Royaume-Uni, où la baisse a été la plus sensible, ce fléchissement a été moins marqué que le recul des taux du marché monétaire. De ce fait, les courbes des rendements, qui avaient été nettement inversées au début de 1981, sont alors devenues généralement assez étales, à un niveau élevé cependant. Cette évolution peut traduire une atténuation des pressions exercées sur la liquidité sur les marchés monétaires, mais elle semble également

impliquer qu'on s'attendait à voir les taux se maintenir à des niveaux très hauts. On peut aussi penser que les anticipations inflationnistes, sur les marchés des capitaux, ont réagi avec une lenteur inaccoutumée à l'orientation anti-inflationniste des politiques monétaires et aux signes d'un ralentissement de la hausse des salaires et des prix.

*Taux d'intérêt et taux de change.* Comme on le verra plus loin, les efforts de stabilisation du rythme de l'expansion monétaire, conjugués à l'incidence des innovations financières, ont contribué à provoquer de fortes fluctuations des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Sur des périodes de trois à six mois, les variations des taux d'intérêt à court terme semblent avoir été en corrélation étroite, et inverse,



<sup>1</sup> Sur la base des variations annualisées (en %) sur trois mois de la masse monétaire (pour les Etats-Unis, le Canada et la France,  $M_2$ ; pour l'Allemagne,  $M_3$ ; pour le Japon,  $M_2 + CD$ ; pour le Royaume-Uni, liquidité du secteur privé ( $PSL_2$ )). <sup>2</sup> Taux des instruments à trois mois (pour la France, à un mois). <sup>3</sup> Calculés à partir des variations annualisées (en %) sur trois mois des cours au comptant des autres monnaies par rapport au dollar.

avec les cycles des taux de croissance de  $M_1$ . On constate cependant que les fluctuations des taux d'intérêt sur certains autres marchés ne se sont guère amplifiées ou qu'elles se sont réduites au cours des deux ou trois dernières années, les autorités ayant opté pour une stabilité relative des taux à court terme. Autrement dit, les cycles des taux d'intérêt aux Etats-Unis et des écarts de taux ont contribué à déterminer des oscillations d'une ampleur inaccoutumée des taux de change. Dans le cas du taux clé DM/dollar, cette incidence apparaît nettement sur le graphique, et, d'une façon générale, les monnaies du SME ont dû être influencées de manière déterminante par l'attitude des autorités allemandes qui ont réagi aux variations des taux d'intérêt américains en laissant fluctuer le taux de change DM/dollar dans certaines limites.

On observe la même combinaison de taux à court terme relativement stables – voire en baisse – et de taux de change extrêmement variables au Royaume-Uni et au Japon. Le Canada semble, en revanche, occuper une position médiane, les taux à court terme ayant en partie suivi ceux des Etats-Unis, tandis que le taux de change par rapport au dollar EU s'est montré plus stable que dans les autres pays. Il ressort également du graphique que l'évolution des agrégats monétaires au sens large a varié dans les divers pays en fonction de l'attitude adoptée à l'égard du taux de change et des taux d'intérêt (voir aussi tableau de la page 92). C'est ainsi qu'au Canada et au Royaume-Uni la variabilité de la croissance de la masse monétaire a été très forte, tandis que dans les grands pays du SME et au Japon il a été possible de combiner la stabilité des taux à court terme avec une évolution relativement régulière des agrégats monétaires.

### **Facteurs déterminants de l'évolution des taux d'intérêt**

Dans une période de récession mondiale, l'apparition de niveaux élevés de taux d'intérêt réels peut entraver sérieusement la reprise de l'activité économique. Or, la situation actuelle et les perspectives d'évolution sur la scène financière sont telles qu'on ne peut guère exclure la persistance de taux réels élevés. La cherté de l'argent peut, en effet, être considérée comme le reflet de la situation financière très complexe dans laquelle évoluent plusieurs pays, du fait de l'interaction de divers facteurs et de l'échelonnement de leur incidence dans le temps. C'est ainsi que les taux d'inflation n'ont, en général, pas réagi rapidement à l'annonce et à l'application de politiques monétaires plus restrictives. En revanche, les efforts déployés pour lutter contre l'inflation, essentiellement par le biais du resserrement monétaire, ont surtout affecté jusqu'à présent la croissance réelle et la capacité des entreprises de répercuter la hausse des coûts sur leurs prix à la production. Outre les effets exercés par les importants besoins de financement actuels et potentiels du secteur public, par les innovations financières et par un degré d'incertitude manifeste, les anticipations inflationnistes ont contribué à maintenir des taux d'intérêt élevés, qui ont encore affaibli la situation financière des entreprises, déjà déprimée en raison de la conjoncture, et accru le déficit des finances publiques. C'est pourquoi la demande de crédit du secteur privé et les besoins d'emprunt du secteur public sont restés relativement soutenus et les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt se sont accentuées. Inversement, si les taux d'inflation actuels et attendus avaient

réagi plus rapidement aux politiques monétaires restrictives mises en œuvre, la demande globale de crédit aurait pu être plus limitée et les perspectives de baisse des taux d'intérêt nominaux plus encourageantes. Ainsi, au fil des mois, les taux d'intérêt réels en seraient venus à refléter principalement la situation fondamentale de la rentabilité et le comportement de l'épargne dans les diverses économies.

Les sous-sections ci-après s'efforcent de «démêler» ces interactions en les considérant l'une après l'autre et en examinant dans quelle mesure leur incidence a été différente selon les pays.

*Orientation de la politique monétaire.* Les politiques destinées à freiner la croissance des agrégats monétaires ont permis, ces dernières années, d'éviter une explosion monétaire comparable à celle du début des années soixante-dix. En même temps, il est certain que le resserrement monétaire a également contribué, à court terme, au niveau élevé des taux d'intérêt nominaux. De fait, le comportement du loyer de l'argent peut constituer, dans nombre de pays, le meilleur indicateur de la situation monétaire. Parmi les autres indicateurs, on peut citer l'évolution des agrégats monétaires en termes réels et nominaux ainsi que l'évolution de la vitesse-revenu. Les variations du crédit bancaire peuvent également aider à identifier l'influence de la politique monétaire, bien que le crédit bancaire, tout comme les taux d'intérêt, réagisse aussi bien aux facteurs économiques et financiers endogènes qu'aux modifications de l'action des autorités. Au cours des dernières années, l'expansion des agrégats au sens large, en particulier, a été plus modérée et stable qu'auparavant, cette évolution apparaissant nettement au Japon, en

Taux d'expansion monétaire<sup>1</sup>

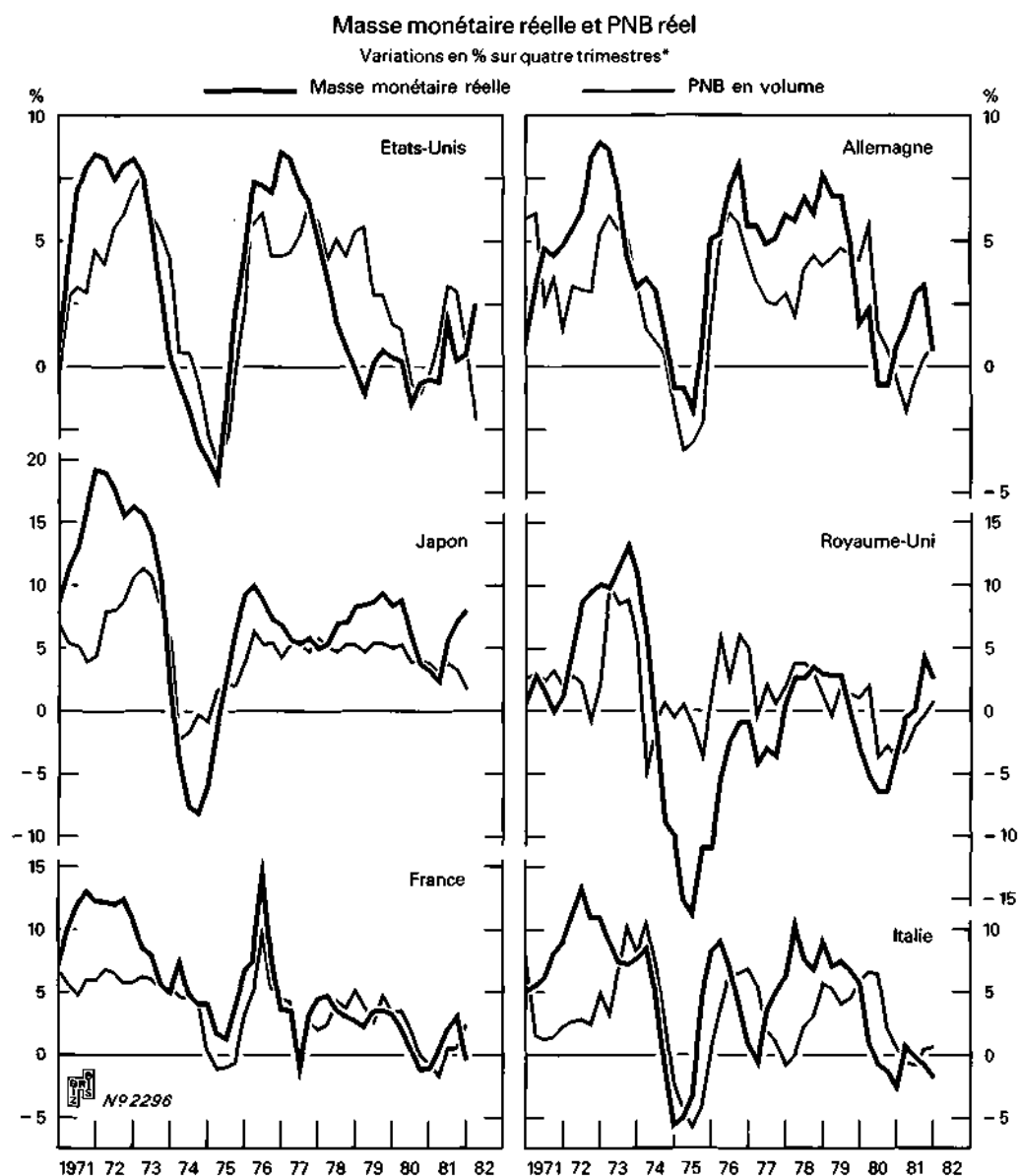
Masse monétaire	Années	Etats-Unis		Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni		Italie	Canada
		A	B				A	B		
variations sur quatre trimestres, en %										
Au sens large <sup>2</sup>	moyenne 1970-73	9,9	12,4	20,9	11,2	16,0	18,9	15,9	17,3	12,1
	moyenne 1974-77	10,8	10,5	12,7	9,2	15,4	9,3	10,5	20,2	14,6
	moyenne 1978-81	8,8	10,6	10,2	7,1	12,3	15,1	13,4	16,3	15,5
	1980 IV . . . . .	9,2	10,0	7,8	5,9	10,3	19,1	13,5	11,5	16,5
	1981 II . . . . .	11,0	12,3	8,6	7,0	12,7	16,6	13,5	11,4	13,8
	IV . . . . .	9,5	11,4	10,4	5,3	12,3	13,4	11,3	9,1	15,4
1982 I . . . . .	10,1	10,7	11,7	6,0	.	.	.	.	17,6	
Au sens étroit <sup>3</sup>	moyenne 1970-73	6,5	6,5	22,3	8,6	11,2	10,6	.	21,4	11,7
	moyenne 1974-77	6,0	6,0	10,7	10,7	11,7	16,0	.	15,9	10,1
	moyenne 1978-81	7,0	6,3	6,4	5,1	11,8	9,7	.	17,7	5,2
	1980 IV . . . . .	7,3	7,3	-1,7	4,5	8,9	4,0	.	12,0	9,7
	1981 II . . . . .	10,1	7,4	3,0	1,7	11,3	10,2	.	12,1	8,8
	IV . . . . .	5,0	2,2	9,2	-1,7	15,4	9,1	.	8,7 <sup>4</sup>	-4,1
1982 I . . . . .	6,5	.	9,4	0,4	.	.	.	.	-0,4	

<sup>1</sup> Calculés à partir de données de fin de trimestre, pour le Royaume-Uni et l'Italie, et de moyennes trimestrielles pour les autres pays. <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, M<sub>2</sub> (colonne A) et M<sub>3</sub> (colonne B); pour le Japon, M<sub>2</sub> + CD; pour l'Allemagne, M<sub>3</sub>; pour la France, l'Italie et le Canada, M<sub>2</sub>; pour le Royaume-Uni, M<sub>3</sub> sterling (colonne A) et liquidité du secteur privé - PSL<sub>2</sub> (colonne B). <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis, M<sub>1</sub> (colonne A) et M<sub>1</sub> ajusté en fonction des transferts (colonne B); pour les autres pays, M<sub>1</sub>. Aux Etats-Unis, l'ajustement de M<sub>1</sub> en fonction des transferts reflète les estimations concernant les fonds transférés des dépôts à terme et d'épargne (non compris dans M<sub>1</sub>) aux comptes NOW (comptes rémunérés utilisables à des fins de règlements) récemment autorisés (compris dans M<sub>1</sub>). <sup>4</sup> Y compris les bons du Trésor (M<sub>3</sub>): 16,3%.



Allemagne et en France et un peu moins au Royaume-Uni et en Italie. Aux Etats-Unis, l'expansion monétaire a continué de suivre jusqu'en 1979 une évolution cyclique caractéristique, avec pratiquement la même périodicité et la même amplitude.

En l'état actuel des choses, la fixation d'objectifs monétaires implique notamment que les autorités, en s'opposant à l'accumulation habituelle d'avoirs monétaires en période de récession et au début d'une reprise, ont contribué à la pression à la hausse exercée sur les rendements. En 1980, les taux d'expansion des agrégats



\* Calculées à partir de moyennes trimestrielles (chiffres de fin de trimestre pour le Royaume-Uni) de la masse monétaire (pour les Etats-Unis et la France,  $M_2$ ; pour le Japon,  $M_2 + CD$ ; pour l'Allemagne et l'Italie,  $M_3$ ; pour le Royaume-Uni,  $PSL_2$ ) ajustées au moyen des déflateurs du PNB/PIB. Echelle double pour les Etats-Unis et l'Allemagne.

aux sens large et étroit, dans la plupart des grands pays, étaient faibles par comparaison avec le passé, bien que cette faiblesse fût en partie imputable à des causes particulières – déficits extérieurs, innovations financières, voire taux d'intérêt élevés. En 1981, l'expansion des agrégats au sens large s'est encore ralentie en Allemagne, mais elle s'est accélérée au Japon et en France où les politiques restrictives ont été délibérément assouplies pour favoriser la reprise de l'activité économique. La signification de la progression irrégulière et souvent spectaculaire de  $M_3$  sterling au Royaume-Uni est moins claire, en raison surtout de la distorsion introduite par la grève des fonctionnaires.

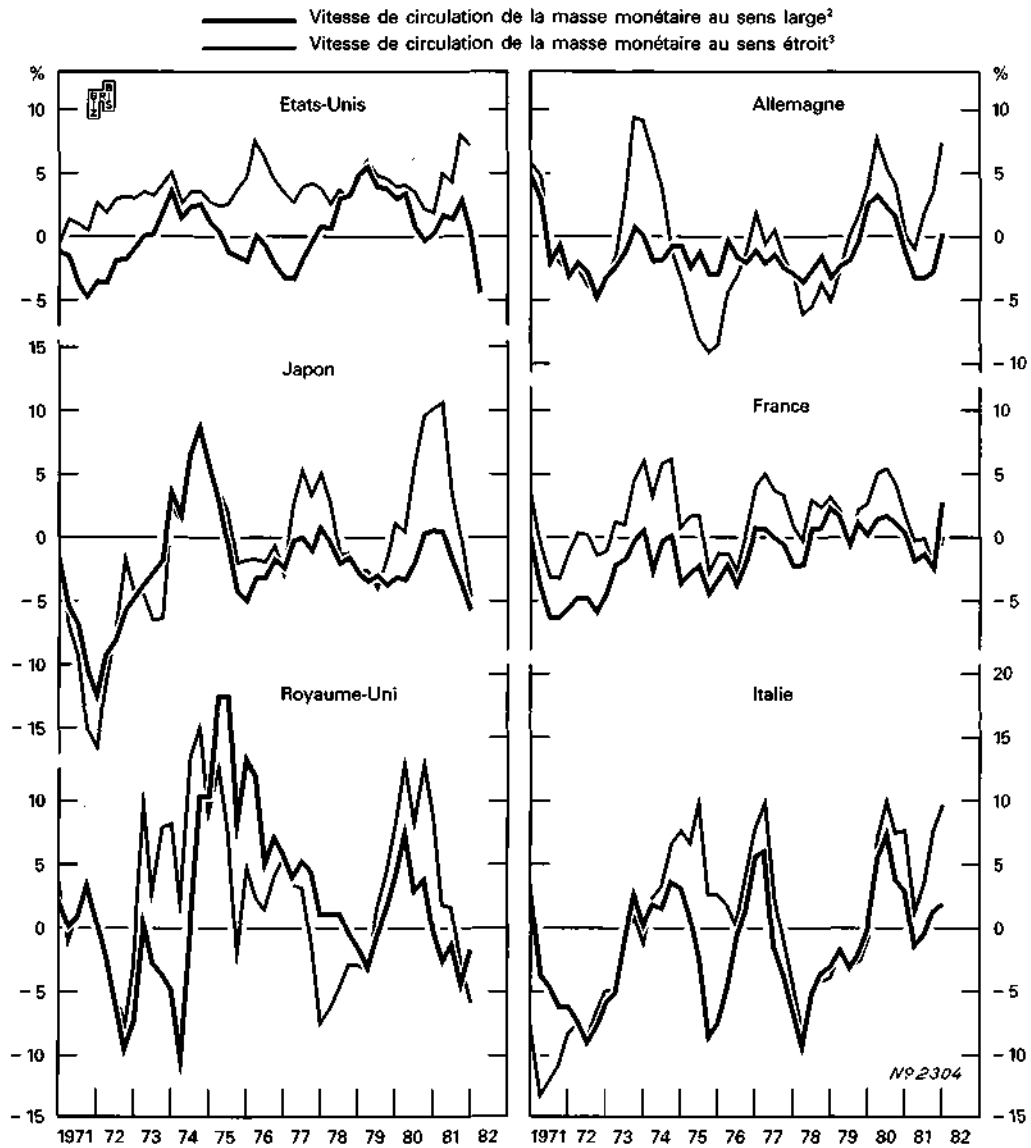
Aux Etats-Unis, les variations des taux d'expansion de tous les agrégats ont été fort divergentes en 1981.  $M_2$  et  $M_3$  ont vivement progressé sur l'ensemble de l'année et  $M_1$  s'est ralenti, surtout si l'on tient compte du montant estimé des transferts de fonds aux comptes d'épargne utilisables aux fins de règlements (comptes NOW), dont l'ouverture avait été autorisée dans tout le pays en 1981. Ces différences sont principalement attribuables à l'augmentation sensible des dépôts à terme de montant élevé, qui ne sont inclus que dans  $M_3$ , et à l'accroissement (de \$76 milliards à \$185 milliards) des placements en instruments du marché monétaire, qui sont compris dans  $M_2$  et dans  $M_3$ , mais non dans  $M_1$ . Le ralentissement de  $M_1$ , qui a fait suite à l'action entreprise par la Réserve fédérale pour freiner l'expansion des réserves bancaires non empruntées, reflète probablement une orientation restrictive de la politique monétaire. Vers la fin de l'année, les banques avaient néanmoins reconstitué leurs réserves, et le rythme d'expansion de  $M_1$  s'est accéléré au premier trimestre de 1982.

Etant donné que toute augmentation de la masse monétaire nominale peut être «absorbée» en partie par des hausses de prix, les variations de la *masse monétaire réelle* indiquent la marge disponible pour financer les augmentations de la production. Ainsi, les mouvements de la masse monétaire réelle constituent souvent un bon indicateur du degré de resserrement monétaire en vigueur et de l'évolution à court terme de la production en volume. De plus, en période d'importantes variations des termes de l'échange, les mesures de la masse monétaire réelle, obtenues au moyen des déflateurs de la demande globale et du produit national, peuvent indiquer dans quelles proportions les modifications de prix relatifs sont «financées».

A mesure que l'inflation s'accélérait entre 1978 et 1980, les taux d'expansion des agrégats aux sens large et étroit fléchissaient en termes réels, en avance sur le ralentissement de la croissance de la production. On relève toutefois certaines différences par rapport au cycle précédent. D'abord, le recul a été généralement moins profond (notamment dans les cas du Japon et du Royaume-Uni), du fait en partie que les effets inflationnistes secondaires y ont été plus modérés qu'après la première crise pétrolière. Ensuite, à l'inverse de l'expansion enregistrée en 1976, année comparable qui a suivi la crise antérieure, la croissance monétaire réelle depuis 1980 est demeurée faible ou négative; mais, là encore, le Japon et le Royaume-Uni s'écartent quelque peu de la tendance générale. Ainsi, même si l'on tient compte de l'amélioration récente des termes de l'échange dans la plupart des pays, on constate que la croissance monétaire réelle a été sérieusement freinée pendant au moins trois ans de suite.

Au rythme assez élevé de l'expansion monétaire réelle constaté en 1981 au Japon, on peut opposer les taux faibles ou négatifs notés dans divers autres pays. D'ailleurs, si l'on évalue les variations de la masse monétaire réelle sur la base des déflateurs de la demande globale, la différence apparaît encore plus nettement (à cause de la détérioration considérable des termes de l'échange en 1979-80 au Japon - voir Chapitre III). Les divergences de politique économique qu'on peut en inférer correspondent assez bien à celles que révèlent d'autres sources.

Variations de la vitesse-revenu de la masse monétaire aux sens large et étroit<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Sur la base de variations (en %) sur quatre trimestres. Les données concernant la masse monétaire sont des chiffres de fin de trimestre pour le Royaume-Uni et des moyennes trimestrielles pour les autres pays. <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis et la France,  $M_2$ ; pour le Japon,  $M_2 + CD$ ; pour l'Allemagne et l'Italie,  $M_3$ ; pour le Royaume-Uni,  $PSL_2$ . <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis,  $M_1$ , ajusté en fonction des transferts; pour les autres pays,  $M_1$ .

L'évolution de la *vitesse-revenu* de la masse monétaire peut également fournir quelques indications sur les variations de l'offre et de la demande de monnaie. Au Japon et au Royaume-Uni, la vitesse-revenu des agrégats au sens large est devenue plus stable ces dernières années. Ailleurs, l'évolution cyclique traditionnelle de la vitesse-revenu des agrégats aussi bien au sens large qu'étroit ne semble guère s'être modifiée lorsque des politiques visant à stabiliser ces agrégats ont été introduites.

Dans certains pays, les variations de la vitesse-revenu en 1979 et 1980 ont atteint des rythmes élevés, assez proches des maximums antérieurs, ce qui peut indiquer un durcissement de la politique. Tel a été le cas aux Etats-Unis, en Allemagne et en France pour les agrégats au sens large et étroit, au Japon et au Royaume-Uni pour les agrégats au sens étroit. Par la suite, l'expansion de la production s'étant ralentie, les taux d'accroissement de la vitesse de circulation de la monnaie sont revenus aux alentours de leurs valeurs moyennes à long terme et s'y sont maintenus, l'an dernier, dans la plupart des cas.

Aux Etats-Unis, en présence de taux d'intérêt très élevés, la vitesse de circulation de  $M_1$  (ajusté en fonction des transferts) s'est accélérée au quatrième trimestre de 1981 de manière extrêmement rapide par comparaison avec l'expérience antérieure. Comme des accélérations de cette importance peuvent fort bien ne pas se reproduire, toute action visant à maintenir l'expansion des agrégats monétaires au voisinage de son sentier de croissance actuel pendant la reprise économique escomptée présuppose l'obtention de résultats satisfaisants dans la lutte contre l'inflation.

Dans nombre de pays industriels, la progression du *crédit bancaire* total à l'économie interne s'est notablement ralentie en 1980 et elle n'a été que modérée l'an dernier. Le rythme d'octroi des prêts bancaires au secteur privé s'est légèrement accéléré aux Etats-Unis et au Japon, mais a continué de baisser en Belgique, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Italie et en Suède. Au Royaume-Uni, où le ralentissement précédent avait été très marqué, une accélération sensible s'est amorcée au printemps de 1981, par suite en partie de l'extension de la part prise par les banques dans les prêts hypothécaires au secteur privé. Au Japon, en France et au Royaume-Uni, le crédit bancaire s'est accru en 1981 plus vite que le niveau général des prix, alors que dans les autres pays l'augmentation a été à peine supérieure au rythme de l'inflation, voire légèrement inférieure.

Il convient de noter cependant que l'évolution du crédit bancaire, considérée isolément ou par rapport à celle des agrégats monétaires, est fréquemment influencée par les variations de la balance des paiements plutôt que par les politiques économiques. De même, le crédit bancaire aux divers secteurs reflète souvent davantage les fluctuations de la demande que la disponibilité du crédit. Ainsi, les emprunts du secteur privé suivent en général une évolution sensiblement parallèle à celle de l'activité — sauf dans les pays qui appliquent des contrôles directs, où elle est moins régulière — et traduisent assez fidèlement les décisions des entreprises en matière d'investissement fixe et de stocks. Malgré tout, une comparaison du crédit bancaire entre les différents secteurs et pendant des phases conjoncturelles correspondantes permet de savoir grosso modo si les taux d'intérêt élevés

**Système monétaire – crédit aux entreprises et aux particuliers et crédit interne total<sup>1</sup>**

Pays	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
	variations (en %) sur des périodes de douze mois se terminant en décembre									
<b>Crédit aux entreprises et aux particuliers</b>										
Etats-Unis . . . . .	17,3	19,5	11,6	-0,2	7,0	13,3	15,1	13,7	6,7	9,8
Japon . . . . .	25,7	18,4	12,5	12,0	11,5	8,8	10,1	7,9	8,3	9,3
Allemagne fédérale . . . . .	16,0	10,9	6,5	5,2	8,9	9,0	10,7	12,1	9,7	7,2
France . . . . .	25,1	19,6	18,1	11,9	15,4	13,7	10,7	15,5	16,2	15,2
Royaume-Uni . . . . .	49,5	34,7	18,7	-0,4	13,4	12,1	14,0	19,4	18,2	17,5
Italie . . . . .	17,7	17,6	20,4	15,0	22,4	16,4	16,4	21,6	18,0	12,0
Belgique . . . . .	22,1	20,4	10,4	18,2	15,3	18,0	12,2	17,3	8,2	7,7
Pays-Bas . . . . .	17,9	27,8	20,5	12,2	27,6	21,1	22,1	15,8	10,2	5,4
Suède . . . . .	10,6	12,1	11,8	12,4	11,9	13,3	11,9	13,4	11,6	10,5
<b>Crédit interne total<sup>2</sup></b>										
Etats-Unis . . . . .	12,0	13,8	9,3	5,5	9,0	9,5	10,8	12,3	8,6	8,3
Japon . . . . .	25,2	17,1	15,1	16,7	13,7	10,6	13,7	8,4	8,4	10,0
Allemagne fédérale . . . . .	14,6	11,1	7,7	10,5	10,2	9,5	11,6	11,5	9,3	9,0
France . . . . .	21,0	15,7	18,3	15,7	15,4	12,2	9,9	14,9	14,2	16,2
Royaume-Uni . . . . .	23,7	29,1	14,9	9,4	11,7	12,1	9,2	14,5	15,3	14,7
Italie . . . . .	21,2	22,6	22,6	22,6	22,4	18,5	21,7	20,6	21,4	18,3
Belgique . . . . .	18,5	17,1	10,1	13,6	15,4	13,6	11,5	15,8	12,2	10,4
Pays-Bas . . . . .	11,2	18,7	15,3	14,2	25,1	18,2	20,4	16,7	10,6	6,0
Suède . . . . .	11,5	10,8	13,5	13,3	8,9	14,8	18,5	19,2	19,7	18,4

<sup>1</sup> Chiffres, en partie estimés, établis à partir des tableaux d'opérations financières (encours des avoirs et engagements) pour les Etats-Unis et des bilans du système monétaire pour les autres pays. <sup>2</sup> Crédit accordé aux secteurs internes privé et public par le système monétaire (banque centrale comprise).

affectent la demande de crédit ou si la précarité de la situation financière de certains secteurs renforce la demande globale de crédit et la pression sur les taux d'intérêt. En procédant de la sorte, on constate que la demande de crédit du secteur privé en 1981 a été exceptionnellement vive aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, puisque son taux d'expansion a été supérieur à celui du crédit interne total, dépassant même nettement le niveau de 1975-76. Il apparaît, au contraire, que la demande de crédit du secteur privé s'est montrée faible en Allemagne, en Italie, en Belgique, aux Pays-Bas et en Suède, tandis qu'au Japon et en France elle semble occuper une position intermédiaire, avec une expansion du crédit bancaire au secteur privé à peu près analogue à celle du crédit total et aux taux enregistrés en 1975-76. Ces tendances sont analysées plus en détail dans la section suivante.

**Situations financières du secteur privé et marchés du crédit**

Aux Etats-Unis, ni le recul de l'activité économique au début de 1980 ni la récession de 1981 ne se sont accompagnés de l'habituelle consolidation des bilans des sociétés. Au lieu de se réduire notablement, le déficit financier des entreprises s'est élargi en 1981, étant donné que l'investissement dans les secteurs à haute technologie et dans le domaine de l'énergie, en particulier, s'est révélé peu sensible à l'évolution des taux d'intérêt. Aussi, comme les bénéfices se sont généralement ressentis du recul des taux d'inflation, les « emprunts de détresse » des entreprises semblent avoir été substantiels dans certains cas. Cependant, si la sensibilité à l'égard du niveau des taux d'intérêt a été moindre qu'on aurait pu l'escompter, la

demande de crédit bancaire a apparemment réagi à la structure de ces taux. Le crédit total à court terme aux entreprises, dans une de ses définitions les plus courantes (qui englobe les principales catégories de titres du marché), a connu une vigoureuse expansion (+15%). En outre, à chaque signe de reprise sur les marchés obligataires à long terme, le volume des nouvelles émissions des entreprises s'est accru et ces dernières ont renforcé leurs actifs financiers. Cependant, ces montants ont été faibles, comparés aux investissements et aux nouveaux emprunts à court terme des entreprises, et la plupart des indicateurs des situations financières des entreprises font apparaître une nouvelle dégradation. Le recours à l'endettement à court terme n'a cessé de s'intensifier depuis de nombreuses années, sous l'influence des incitations fiscales à l'emprunt et, probablement, parce que les entreprises n'ont pas su prévoir la hausse des taux d'intérêt à long terme. Les bilans sont actuellement affectés de telles distorsions que de nombreuses sociétés se voient contraintes, au premier signe de recul des taux d'intérêt, de prendre des mesures pour allonger l'échéance de leur dette.

Au Royaume-Uni, la situation financière des sociétés industrielles et commerciales paraît s'être améliorée l'an dernier, par suite de la réduction de leurs stocks et de leur force de travail. Elles n'avaient pas autant recouru aux émissions d'actions depuis de nombreuses années et le volume de leurs investissements fixes a été supérieur en 1980 et 1981 à ce qu'il avait été en 1975. Le taux de l'investissement explique en partie pourquoi le recours des entreprises au crédit bancaire est demeuré très important; mais, en outre, en dépit d'une amélioration apparente, la situation financière des entreprises est demeurée fondamentalement faible. Nonobstant les gains de productivité, les bénéfices sont tombés à des niveaux très bas et le capital-actions n'a pas manqué d'être érodé par le coût des fermetures d'établissements et des programmes de licenciements. De plus, l'amélioration générale de la situation des bilans est sans doute due essentiellement à l'exploitation du pétrole de la Mer du Nord, tandis que la plupart des industries de transformation ont enregistré une forte contraction de leurs bénéfices. Enfin, si de nombreuses entreprises ont été en mesure d'améliorer leur trésorerie en réduisant leurs dépenses, ce fut en grande partie lié à l'évolution cyclique des stocks et, lorsque le processus de déstockage s'est arrêté au cours du second semestre de 1981, le secteur des entreprises a de nouveau accusé un déficit financier.

Au Japon, où la rentabilité des entreprises s'est améliorée ces dernières années, le déficit de trésorerie de ce secteur s'est fortement réduit l'an passé. Les entreprises ont continué d'accumuler des actifs financiers et de collecter des ressources auprès d'institutions financières. Elles ont également adressé des appels étendus au marché des actions et des obligations. En Allemagne, malgré l'affaiblissement de leur capacité d'autofinancement, les entreprises ont renforcé l'an passé leur situation financière, en réduisant leurs dépenses d'investissement et en accumulant des actifs financiers.

En dehors du secteur des entreprises, les nouveaux emprunts des ménages ont plafonné aux Etats-Unis, l'an passé, à un niveau assez élevé, en grande partie par suite du faible volume des octrois de crédit au logement. Au Royaume-Uni, les banques ont fortement développé leur activité de prêts hypothécaires au détriment, en partie, des autres catégories de prêteurs. Comme la situation dans le

domaine de la construction de logements est demeurée très déprimée, on peut penser que les propriétaires ont emprunté à des fins de consommation. En Allemagne et au Japon, les nouveaux emprunts contractés par le secteur des ménages (crédit au logement compris) semblent avoir été assez modestes.

### **Besoins de financement du secteur public et marchés financiers**

L'évolution du crédit bancaire a également été caractérisée par le fait que les prêts aux pouvoirs publics, qui avaient augmenté de manière fulgurante en 1975 en raison de l'affaiblissement de la demande de crédit du secteur privé, n'ont pas fourni l'an passé une impulsion aussi vive à l'expansion du crédit bancaire total, la Suède ayant constitué à cet égard une exception notable. Dans de nombreux cas, cette situation a été due principalement aux efforts soutenus entrepris ces dernières années pour financer autant que possible les besoins d'emprunt de l'Etat sans recourir au financement monétaire. Il n'est donc pas difficile de voir pourquoi on impute si souvent aux besoins financiers effectifs et potentiels des pouvoirs publics la responsabilité des taux d'intérêt réels élevés, même si, dans certains pays, cette influence sur le loyer de l'argent a été plus modérée – et, en contrepartie, l'incidence exercée sur l'expansion de la masse monétaire plus importante – en raison des emprunts contractés à l'étranger. Le tableau de la page 83 permet d'évaluer l'importance qu'ont revêtue, ces dernières années, les opérations de financement du secteur public dans de nombreux pays, par rapport à la production, aux marchés du crédit et à l'endettement total. En outre, le tableau de la page 22 indique le pourcentage représenté par les déficits financiers des administrations publiques par rapport à l'épargne brute du secteur privé. Ce que les tableaux ne montrent pas, en revanche, ce sont les accroissements sensibles qui risquent d'être enregistrés à l'avenir par certains pays. C'est peut-être là que réside l'influence la plus importante des déficits du secteur public, en particulier aux Etats-Unis, dont certaines implications sont examinées au Chapitre II. Il convient évidemment de se montrer circonspect lorsque l'on compare des pays à structures institutionnelles différentes.

Les besoins de financement sont engendrés par le solde déficitaire des recettes et des dépenses publiques et par les prêts accordés dans le cadre de la politique économique. Ils correspondent généralement au volume global des emprunts bruts, ajusté en fonction des variations des encaisses. Sur la base de cette évaluation, on constate une dégradation de la situation budgétaire dans tous les grands pays industrialisés vers le milieu des années soixante-dix, suivie d'une amélioration comparativement modeste, puis d'une nouvelle détérioration qui s'est amorcée récemment. On relève aussi une divergence d'évolution entre la Belgique et les Pays-Bas, où les besoins de financement ont continué à augmenter d'année en année, et le Royaume-Uni où ils ont fléchi par rapport au PNB en 1980 et 1981. En Italie et en France, ils se sont notablement accrus l'an passé. Dans ce dernier pays, de nouvelles augmentations sont prévues, mais il est possible que, par rapport au PNB, les besoins demeurent relativement modestes. Pour l'Etat fédéral américain, ce ratio pourrait augmenter sensiblement dans les années à venir; tout dépend de l'évolution de la production, des prix et des taux d'intérêt, ainsi que de l'adoption éventuelle d'autres mesures correctrices.

**Emprunts et endettement des pouvoirs publics<sup>1</sup>**

Pays	Administration centrale					Administrations publiques				
	1973	1975	1979	1980	1981	1973	1975	1979	1980	1981
<b>Besoins de financement<sup>2</sup></b>	<b>en % du PNB</b>									
Etats-Unis . . . . .	0,8	5,3	1,5	3,1	2,9	1,2	6,2	2,1	3,7	3,2
Japon . . . . .	1,5	2,7	5,3	5,8	5,6	3,6	5,1	7,7	8,0	7,7
Allemagne fédérale . . . . .	0,3	3,3	1,9	1,9	2,6	0,1	6,6	3,4	3,8	4,8
France . . . . .	- 0,6	3,0	1,2	1,4	2,0	- 0,9	2,2	0,6	- 0,4	1,6
Royaume-Uni . . . . .	3,2	8,0	5,4	4,9	4,1	5,0	9,5	6,3	5,7	4,5
Italie . . . . .	8,4	11,6	11,2	10,6	12,5	10,3	14,2	11,8	10,9	13,2
Belgique . . . . .	4,0	5,8	8,0	9,8	13,9	5,2	6,5	9,1	12,1	16,3
Pays-Bas . . . . .	- 0,3	3,1	4,2	4,6	6,0	1,4	4,8	4,8	6,5	7,4
<b>Emprunts sur le marché du crédit<sup>3</sup></b>	<b>en % du total des emprunts contractés sur le marché du crédit par les secteurs internes non financiers</b>									
Etats-Unis . . . . .	4,2	42,6	10,2	23,1	24,1	11,4	49,1	14,4	26,9	26,8
Japon . . . . .	5,1	11,2	25,8	27,2	25,2	12,8	21,1	38,0	37,4	34,6
Allemagne fédérale . . . . .	5,5	31,3	14,0	16,1	21,6	17,2	57,6	23,9	29,6	40,6
France . . . . .	- 9,3	17,3	6,4	7,1	12,1	1,1	26,8	14,2	11,6	18,2
Royaume-Uni . . . . .	20,6	54,2	38,9	36,1	25,4	28,3	63,3	44,2	42,5	28,8
Italie . . . . .	33,3	45,5	52,5	51,9	56,9	41,1	55,7	55,5	53,3	60,1
Belgique . . . . .	31,0	41,2	41,6	48,2	52,3	40,0	46,4	48,3	63,9	68,4
<b>Endettement sur le marché du crédit<sup>4</sup></b>	<b>en % du total de l'endettement sur le marché du crédit des secteurs internes non financiers</b>									
Etats-Unis . . . . .	18,2	19,5	18,5	19,0	19,4	26,9	28,3	25,6	25,8	25,8
Japon . . . . .	4,4	5,7	13,2	15,1	16,2	10,5	13,0	22,2	24,2	25,4
Allemagne fédérale . . . . .	4,5	7,7	11,2	11,7	12,6	18,0	22,7	25,3	25,7	27,1
Royaume-Uni . . . . .	34,6	38,0	38,5	41,0	.	46,1	49,5	47,6	49,6	.
Italie . . . . .	33,6	37,0	47,5	48,3	.	42,2	44,7	51,9	62,1	.
<b>Pour mémoire:</b>	<b>Ensemble des secteurs internes non financiers</b>									
	<b>Emprunts sur le marché du crédit</b>					<b>Endettement sur le marché du crédit</b>				
	<b>en % du PNB</b>									
Etats-Unis . . . . .	14,8	12,9	15,2	13,0	12,4	159,7	163,3	167,9	169,2	167,2
Japon . . . . .	28,2	24,0	20,3	21,4	22,2	155,4	160,3	180,7	189,5	201,3
Allemagne fédérale . . . . .	10,1	10,9	12,9	12,5	12,1	102,2	109,2	120,8	125,0	132,4
France . . . . .	11,6	15,7	13,3	11,9	15,8	.	.	.	.	.
Royaume-Uni . . . . .	18,2	13,5	16,5	14,5	13,9	132,0	115,5	105,7	104,3	.
Italie . . . . .	24,8	25,6	20,9	20,0	20,9	137,4	144,4	130,3	124,0	.
Belgique . . . . .	13,7	14,2	16,1	14,8	15,1	.	.	.	.	.

<sup>1</sup> Estimations de la BRI établies à partir de données nationales qui, dans leur conception, diffèrent d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Variation nette des emprunts et des encaisses, compte tenu des emprunts effectués à des fins de prêts. Pour les administrations publiques en France, prêts nets (-). Sur la base de données relatives aux finances publiques et aux tableaux d'opérations financières. <sup>3</sup> En principe, emprunts en monnaie nationale auprès d'autres secteurs sous forme d'émissions de titres et de crédits auprès d'institutions financières. Sur la base principalement des tableaux d'opérations financières. <sup>4</sup> A l'exclusion des valeurs à revenu variable. Pour les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon, encours de dettes correspondant dans les autres cas aux flux de crédits. Pour les autres pays, estimations établies en partie sur la base de sources différentes de données.

Le ratio des emprunts bruts du secteur public aux ressources globales collectées sur les marchés du crédit par les secteurs internes non financiers (à l'exclusion de la plupart des fonds obtenus à l'étranger) confirme la prépondérance des pouvoirs publics sur leur propre marché, même si une partie des ressources ainsi obtenues est reprise au secteur privé. Pour un grand nombre de pays, les niveaux records enregistrés en 1975 n'ont pas été dépassés; encore faut-il remarquer que, cette année-là, la demande de crédit de la part du secteur privé s'était effondrée, de sorte que l'appel global au marché avait été assez modeste. En 1975 également, l'augmentation du taux d'épargne des particuliers avait renforcé l'accumulation



d'actifs dans le secteur privé, de sorte que, par rapport à l'épargne financière brute de ce secteur, l'expansion des emprunts publics avait été légèrement moins marquée. Dans l'hypothèse où l'économie mondiale s'achemine maintenant vers une reprise de l'activité, même à un faible rythme, rien de comparable ne se sera produit sur ces deux plans au cours de l'actuelle récession.

Un autre fait inquiétant est que le recours des pouvoirs publics aux marchés du crédit, qui s'était amplifié en 1975, est demeuré fort important par la suite. Les autorités ont tardé à prendre des mesures pour éviter que les besoins d'emprunt élevés ne deviennent structurels – les efforts de compression des dépenses au Royaume-Uni étant à cet égard une exception notable. En 1979, année de relative prospérité, malgré les nouvelles hausses du prix du pétrole, les emprunts publics ont été partout beaucoup plus élevés qu'en 1973 par rapport au volume global des emprunts et à l'épargne privée. De même, dans certains pays, la croissance assez rapide de la dette publique (à partir de faibles niveaux toutefois en Allemagne et au Japon) a nécessité des modifications substantielles dans la composition des portefeuilles privés.

Aux Etats-Unis, compte tenu des emprunts effectués par les «agences fédérales», la part nette des administrations publiques dans les emprunts contractés sur le marché du crédit par les secteurs internes financier et non financier en 1981 a dépassé 30%. Dans divers pays européens, les établissements financiers publics jouent également un rôle important sur les marchés du crédit, alors qu'au Japon les emprunts du secteur public non financier, ainsi que les émissions de titres par des institutions financières publiques, ont représenté près de la moitié des ressources collectées sur le plan interne en 1980.

Des différences apparaissent également dans la structure de l'épargne et de l'investissement. La part de l'épargne financière nette du secteur des particuliers (ou des ménages) a coutume d'être comparativement beaucoup plus restreinte aux Etats-Unis qu'ailleurs. Cette situation est due au niveau assez faible de l'accumulation d'actifs et au volume élevé des emprunts. Ainsi, faute d'un développement important de l'épargne des particuliers, les ressources disponibles sur le plan interne pour financer les déficits combinés des pouvoirs publics et des entreprises demeurent nécessairement fort limitées.

**Epargne financière nette<sup>1</sup>**

Pays	Secteur public et entreprises <sup>2</sup>						Secteur des ménages <sup>3</sup>					
	1973	1975	1978	1979	1980	1981	1973	1975	1978	1979	1980	1981
	en % du PNB											
Etats-Unis . . . . .	- 3,9	- 3,7	- 2,0	- 1,5	- 2,3	- 2,3	3,1	4,1	0,6	0,8	2,1	2,3
Japon . . . . .	-10,5	-11,4	-10,1	-11,1	-10,4	-10,7	8,8	10,5	11,1	9,2	8,3	13,1
Allemagne fédérale . . . . .	- 2,6	- 6,9	- 2,7	- 4,9	- 6,4	- 6,6	3,4	7,0	3,2	3,1	3,5	3,6
France . . . . .	- 4,2	- 5,9	- 5,3	- 4,3	- 4,8	- 6,1	3,5	5,7	5,2	3,6	2,8	3,7
Royaume-Uni . . . . .	- 5,8	- 7,2	- 4,4	- 5,7	- 5,4	- 3,7	3,2	5,4	5,5	6,5	7,9	6,5
Italie . . . . .	-18,0	-20,2	-13,9	-12,6	-15,1	-18,3	16,0	16,7	16,2	14,9	11,4	12,9
Pays-Bas . . . . .	- 7,8	- 8,4	- 9,7	-10,0	-10,7	- 7,1	11,7	10,8	8,8	8,5	9,0	9,4

<sup>1</sup> Sur la base des données de la comptabilité nationale et des tableaux d'opérations financières. <sup>2</sup> Y compris les entreprises publiques. Pour le Japon, la France et le Royaume-Uni, à l'exclusion des entreprises individuelles. <sup>3</sup> Pour le Japon, la France et le Royaume-Uni, y compris les entreprises individuelles.

Dans l'espoir de limiter l'incidence des déficits budgétaires sur l'expansion monétaire, les pouvoirs publics se sont efforcés de diversifier leurs méthodes de financement. Dans certains pays, ils ont quasiment été les seuls emprunteurs sur le marché financier. Les rendements élevés qui y étaient pratiqués ont non seulement incité les entreprises à s'adresser aux marchés à court terme – ce qui explique en partie l'existence de courbes de rendement inversées – mais on peut aussi admettre qu'ils en sont venus à refléter davantage le prix que les gouvernements sont disposés à payer que les attentes des entreprises industrielles et commerciales en matière de bénéfices et d'inflation. Au Royaume-Uni, les emprunts de l'administration centrale hors du secteur bancaire, à long terme pour une bonne part, ont largement dépassé les besoins l'an passé, tandis que la demande de crédit du secteur privé est demeurée fortement concentrée sur les marchés à court terme. Face à cette situation inhabituelle, la Banque d'Angleterre a absorbé des montants très élevés d'effets émis par le secteur privé. Dans quelques pays, et notamment au Royaume-Uni et en Italie, des mesures ont également été prises pour réduire la pression exercée par les emprunts publics sur les marchés financiers: raccourcissement des échéances moyennes, émission de titres à taux d'intérêt variable et introduction d'obligations indexées. Dans d'autres, dont la Belgique, la Suède et le Danemark, les gouvernements ont recouru massivement aux emprunts à l'étranger.

Toutes ces méthodes constituent en quelque sorte des expédients, qui engendrent des problèmes spécifiques. Les déficits budgétaires trop élevés semblent voués à exercer des pressions à la hausse des taux d'intérêt – soit directement, s'il est exclu de recourir à un financement monétaire excessif, soit, dans le cas contraire, par leur incidence sur les anticipations inflationnistes et les primes de risque. De surcroît, les emprunts du secteur public à l'étranger, s'ils n'affectent pas directement les taux d'intérêt internes, peuvent raffermir le cours de change et affaiblir ainsi la position concurrentielle de l'économie. En fin de compte, ces pressions ne peuvent être atténuées que par une action visant à réduire les besoins d'emprunt eux-mêmes.

### **«Déréglementation» et innovation financière**

Pour tenter d'expliquer l'évolution des taux d'intérêt, l'accent a été mis dans les sections précédentes sur le rôle de la politique monétaire, de la demande de crédit du secteur privé et des déficits budgétaires, notamment aux Etats-Unis. Dans ce dernier pays, un autre facteur a également influencé le comportement des taux d'intérêt et, comme examiné ci-après, celui des agrégats monétaires, sous la forme de la «déréglementation» progressive des marchés du crédit et du processus d'innovations financières amorcé au milieu des années soixante. Alors que, par le passé, les taux d'intérêt de tous les dépôts à terme et d'épargne auprès des banques et des établissements d'épargne étaient plafonnés, les limitations appliquées aux dépôts à terme d'un montant élevé furent abolies au début des années soixante-dix. Entre juin 1978 et octobre 1981, des plafonds ajustables de taux d'intérêt, adaptés aux rendements variables des titres d'Etat, ont été introduits pour certaines

catégories de dépôts à terme. Divers types de plafonds imposés aux taux d'intérêt débiteurs des institutions financières ont en outre été supprimés en 1980-81.

La déréglementation, ainsi que le processus d'innovations financières en cours, ont influencé de différentes façons l'évolution des taux d'intérêt. En premier lieu, alors que les banques avaient coutume de réagir aux pressions s'exerçant sur la situation de leurs réserves essentiellement en cédant des titres et en rationnant les prêts à leur clientèle, elles ont été en mesure, ces dernières années, d'octroyer de nouveaux crédits en se livrant une concurrence acharnée sur le plan des taux d'intérêt pour attirer des dépôts (c'est-à-dire, en pratiquant une politique active de gestion des ressources) et en relevant bien plus que précédemment leurs conditions débitrices. D'autre part, par suite de la possibilité offerte aux organismes d'épargne d'obtenir des fonds, en y mettant le prix, et de l'autorisation d'accorder des prêts hypothécaires à taux variables, l'approvisionnement en ressources destinées au financement du logement ne risquait plus d'être interrompu aussi sèchement que lors de précédentes périodes d'«étranglement» du crédit. D'une manière plus générale, la concurrence suscitée par de nouvelles catégories d'institutions et d'instruments, ainsi que la sensibilisation croissante du public aux questions de rendements, ont pu encourager le processus de libéralisation des taux d'intérêt. Tout compte fait, les modifications d'ordre administratif et autres ont sans aucun doute permis une meilleure affectation des ressources des marchés du crédit et aidé à protéger les établissements de dépôts de type traditionnel contre des retraits massifs de fonds. Il convient de remarquer toutefois que, en conférant un rôle plus important au mécanisme des prix dans la détermination du volume de crédit, ces modifications ont aussi contribué aux niveaux exceptionnellement élevés des taux d'intérêt.

En deuxième lieu, comme une part croissante d'actifs financiers et de dépôts servant de support à des transactions est assujettie à l'évolution de taux d'intérêt déterminés par le marché, la sensibilité des agrégats monétaires aux variations du loyer de l'argent tend à diminuer. Aux Etats-Unis, ce phénomène semble responsable, pour une large part, de la différence entre le taux d'expansion de  $M_1$  et celui des agrégats plus larges en 1981; plus généralement, il implique également que les efforts visant à contrôler les variations des agrégats monétaires s'accompagneront de taux d'intérêt nominaux plus élevés et plus variables.

En troisième lieu, le recours accru au mécanisme des prix et la plus grande instabilité des taux d'intérêt semblent avoir augmenté les risques de l'intermédiation financière, tout au moins pendant une période de transition. Cela peut expliquer en partie les taux élevés du long terme et a sans doute contribué à l'élargissement de l'écart entre les taux créditeurs et débiteurs.

Pour des raisons de caractère institutionnel, c'est aux Etats-Unis que la déréglementation et l'innovation financière ont été les plus poussées, mais on a également constaté que certains pays s'en remettent davantage à présent au mécanisme du marché. Du fait de la sensibilité des flux internationaux de capitaux à l'évolution des taux d'intérêt, d'autres pays ont également été affectés par certaines répercussions des modifications intervenues aux Etats-Unis.

### Anticipations inflationnistes, primes de risque et autres facteurs

Pour que l'explication des niveaux élevés atteints récemment par les taux d'intérêt soit complète, il convient de mentionner également la mentalité inflationniste qui s'est incrustée dans l'opinion avec le temps. A n'en pas douter, les attitudes non seulement des emprunteurs et des prêteurs, mais aussi des agents économiques se sont sensiblement modifiées. Cependant, les modifications des anticipations inflationnistes sont caractérisées par un degré élevé d'inertie et, pour évaluer leur incidence sur les taux d'intérêt nominaux, il convient donc de distinguer deux phases d'évolution. D'abord, l'accélération de l'inflation, à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix, n'a apparemment pas été pleinement anticipée, de sorte que les attentes inflationnistes sont restées en deçà des taux d'inflation observés et que les taux d'intérêt réels ex-post ont été négatifs dans la plupart des pays au cours de cette période. Durant la phase la plus récente, en revanche, les anticipations inflationnistes semblent être allées au-delà des taux observés, reflétant ainsi les craintes généralisées de voir les taux d'inflation demeurer élevés ou même s'accroître de nouveau. Comme on l'a mentionné précédemment, cette situation se traduit pour l'instant par des taux d'intérêt réels ex-post très hauts et positifs. Rétrospectivement, il n'est peut-être pas surprenant que les anticipations inflationnistes aient été une fois de plus lentes à s'infléchir. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis le taux de hausse des prix a augmenté lors de chacun des cycles conjoncturels successifs enregistrés depuis la seconde guerre mondiale et, jusqu'à une époque récente, les salaires nominaux ont réagi lentement, dans la plupart des pays, au resserrement monétaire. De plus, tandis que certains pays sont parvenus à freiner la hausse des prix grâce à l'appréciation de leur taux de change, les taux d'inflation sont généralement demeurés variables et élevés. Enfin, et peut-être surtout, le souvenir des politiques de «stop-go» pratiquées par le passé est toujours présent dans les mémoires et l'opinion est particulièrement sensible aux conséquences inflationnistes potentielles des déficits budgétaires.

Il convient de noter, en outre, que les taux d'intérêt ont été plus variables que le taux d'inflation lui-même au cours de ces dernières années. Les détenteurs d'obligations ont enregistré de lourdes pertes en capital et les emprunteurs des gains substantiels. Dans ces conditions, les bailleurs de fonds ne sont pas disposés à prendre des engagements à long terme sans bénéficier en contrepartie de compensation pour les risques perçus. On peut donc penser que les taux d'intérêt à long terme incorporent actuellement de substantielles primes de risque et de liquidité. Ces primes devraient diminuer en cas de réduction des taux d'inflation, mais elles pourraient tout aussi bien persister, à moins que les intéressés n'aient la mémoire très courte.

Enfin, l'incidence des anticipations inflationnistes sur les taux d'intérêt a pu être amplifiée par la déductibilité des charges d'intérêt du revenu imposable. Cette possibilité s'applique très généralement au secteur des entreprises, mais elle concerne également le secteur des ménages, aux Etats-Unis et dans certains autres pays. Bien que n'étant pas nouvelles, ces dispositions peuvent contribuer à expliquer pourquoi les taux d'intérêt nominaux avant impôt sont appelés à s'accroître proportionnellement davantage que le taux d'inflation. Certains emprunteurs et

prêteurs se sont de plus en plus rendu compte, ces dernières années, de l'importance des calculs fondés sur les coûts et les rendements réels après impôt.

### **Implications structurelles des taux d'intérêt élevés et variables**

Si le loyer de l'argent demeure élevé en termes réels, les taux d'investissement et de croissance économique seront certainement inférieurs à ce qu'ils auraient pu être. L'expérience semble indiquer que les taux d'intérêt réels élevés ont une incidence particulièrement forte sur la construction de logements et les programmes d'investissement productif assortis de longues périodes de réalisation. Des taux à court terme élevés, même temporairement, sont particulièrement gênants pour les entreprises commerciales obligées de financer des stocks importants, ainsi que pour les petites entreprises industrielles et les agriculteurs, généralement très endettés à court terme.

Dans certains pays, les lourdes charges d'intérêt ont amplifié les difficultés que connaissaient déjà les entreprises non financières dans des branches d'activité souffrant de problèmes structurels. La cherté de l'argent n'a pas été étrangère au fléchissement marqué de la valeur des biens immobiliers, des métaux précieux et des matières premières. Il en est résulté une érosion du patrimoine des détenteurs d'actifs, qui est certainement en partie responsable de la faiblesse de la demande globale. L'instabilité des taux d'intérêt a, en outre, contribué aux fluctuations des taux de change, au raccourcissement des échéances des contrats de prêts et au climat d'incertitude qui a prévalu généralement dans les milieux d'affaires. Enfin, le haut niveau des taux nominaux a eu pour effet d'aggraver les déficits des finances de l'Etat, renforçant ainsi les pressions exercées sur les pouvoirs publics pour les inciter à réduire les dépenses et/ou à relever la fiscalité et affectant dans un sens défavorable les anticipations inflationnistes. En définitive, et même en tenant compte d'une incidence éventuelle sur les dépenses de consommation courantes du secteur privé, produite par le biais d'un accroissement du revenu disponible du secteur des ménages considéré dans son ensemble, il ne fait guère de doute que les taux d'intérêt élevés et variables contribuent à ralentir l'expansion de la production.

En ce qui concerne les institutions financières, la trésorerie et la situation du bilan de certaines d'entre elles se sont ressenties des distorsions dans les relations de taux d'intérêt et de la nécessité de renforcer leurs provisions pour pertes sur prêts. Certaines banques commerciales et institutions d'épargne qui avaient l'habitude de pratiquer intensément la transformation d'échéances ont été tenues de financer des prêts et de détenir des titres à long terme de faible rapport, alors que parallèlement elles devaient rémunérer les fonds déposés à des taux élevés liés à ceux du marché monétaire afin de pouvoir les conserver. La situation dans laquelle se sont trouvées les associations d'épargne et de prêt aux Etats-Unis, qui ont dû livrer concurrence au marché monétaire pour se procurer des ressources, constitue un exemple particulièrement éloquent. En 1981, leurs fonds propres ont fortement diminué, et la solvabilité d'un nombre croissant d'institutions a commencé de susciter quelques préoccupations. L'an dernier, le Congrès a permis aux

établissements de dépôts d'émettre des certificats d'épargne bénéficiant d'un statut fiscal privilégié (all-savers certificates). En outre, les autorités de tutelle ont pris diverses mesures pour favoriser la fusion entre des institutions d'épargne faibles et celles dont la position était relativement solide, et la Réserve fédérale a mis à disposition une facilité d'escompte spéciale pour accroître l'aide aux banques et aux organismes d'épargne en butte à des difficultés durables de trésorerie. Au printemps de 1982 cependant, il est apparu clairement qu'en l'absence d'une décreue très prononcée des taux d'intérêt le nombre d'institutions d'épargne en proie à des problèmes financiers n'allait cesser de s'accroître.

Au début de 1982, le loyer de l'argent à court terme, dans certains pays européens, se situait, par rapport aux rendements à long terme, à des niveaux plus faibles qu'en 1980 et 1981, et certaines pressions s'exerçant sur les institutions financières s'étaient atténuées. Cependant, le nombre des faillites d'entreprises non financières demeurait élevé et les banques ont été de plus en plus nombreuses à puiser dans leurs réserves occultes ou à déclarer des revenus en baisse pour pouvoir augmenter leurs provisions pour créances douteuses.

La fragilité financière peut imposer certaines limites aux autorités dans la poursuite de leurs politiques anti-inflationnistes, en particulier là où le fardeau du resserrement repose principalement sur la politique monétaire. La résistance du système peut s'être modifiée récemment — dans une mesure qui n'apparaît pas encore très clairement — à la suite des efforts entrepris sur les marchés pour s'adapter aux taux d'intérêt élevés et variables. Le raccourcissement de la durée des prêts et le recours accru aux clauses de taux d'intérêt variables ont pu constituer une sorte de protection pour les institutions financières, tout en augmentant l'incertitude du côté des emprunteurs. Dans le cas d'usage intensif des contrats de prêt à long terme à taux fixes, le principal effet des hausses de taux d'intérêt peut être de dissuader les emprunteurs potentiels. Par rapport aux taux d'intérêt fixes, les taux variables ont peut-être moins d'influence sur l'échelonnement des dépenses, mais davantage sur le revenu et la trésorerie des entreprises et des ménages grevés d'un endettement hypothécaire. Il est possible que les effets de cette nature accroissent l'influence de la politique monétaire sur la dépense globale, mais ils pourraient également renforcer le degré de résistance de l'opinion publique que risquerait de susciter l'application prolongée des restrictions. Les effets de revenu ou de trésorerie sur l'aptitude des courtiers en obligations à détenir des stocks de titres peuvent aider à comprendre pourquoi les fluctuations des taux d'intérêt à court terme se sont transmises récemment avec une telle vigueur aux marchés à long terme. Le développement des marchés à terme sur les taux d'intérêt peut permettre de limiter certains risques, mais il est aussi susceptible d'en accroître d'autres. Aux Etats-Unis, les fusions d'institutions financières, en réduisant la concentration régionale de leur activité de prêt et en contribuant à une diversification de leurs opérations dans d'autres domaines, peuvent renforcer en définitive la viabilité du système financier. D'autre part, le public étant désormais davantage sensibilisé à l'évolution des taux d'intérêt, il est possible que les établissements de dépôts dans presque tous les pays aient perdu à jamais une partie de leur faculté de se procurer des encaisses de transactions et des fonds d'épargne à faible rendement.

## Objectifs et techniques de politique monétaire

L'évolution sur les marchés des capitaux a mis en relief, l'an dernier, une vaste série de questions relatives à la conception et à la conduite de la politique monétaire. D'une part, le débat s'est poursuivi sur le bien-fondé des politiques visant à réaliser à court terme les objectifs assignés aux agrégats monétaires, sur l'efficacité des différentes méthodes de régulation utilisées à cet effet et sur l'incidence exercée par les diverses techniques opérationnelles sur la stabilité des taux d'intérêt et des taux de change. D'autre part, une discussion s'est instaurée sur la nature des agrégats monétaires que les autorités devraient choisir comme objectifs dans un contexte d'innovations financières et de variations extrêmement amples des taux d'intérêt. Enfin, l'efficacité des politiques axées principalement sur la régulation de la masse monétaire a suscité un profond scepticisme, et on s'est interrogé sur la possibilité de recourir à d'autres objectifs ou indicateurs dans l'élaboration de la politique monétaire actuelle ou future.

Si la controverse sur les techniques s'est principalement développée aux Etats-Unis et, dans une certaine mesure, au Royaume-Uni, les questions concernant le choix des objectifs se sont également posées dans un certain nombre d'autres pays.

*Objectifs monétaires et évolution des agrégats.* Les taux effectifs d'expansion monétaire réalisés l'an dernier dans le cadre des politiques de régulation des agrégats ont varié assez sensiblement dans certains cas par rapport aux objectifs publiés. En Allemagne, en Suisse et au Canada, la croissance des agrégats retenus est tombée, sur l'ensemble de l'année, à des degrés divers, au-dessous de la norme ou de la fourchette-objectif, alors qu'elle l'a nettement dépassée en France, au Royaume-Uni et en Italie. Aux Etats-Unis, la divergence d'évolution de l'expansion de  $M_1$  ajusté en fonction des transferts et de celle des agrégats plus larges a été beaucoup plus marquée qu'on ne l'avait prévu lors de la fixation des objectifs.

Dans plusieurs cas, les objectifs de la politique monétaire ont été modifiés en cours d'année. En redéfinissant sa politique au milieu de 1981, la Bundesbank a confirmé son intention de maintenir l'expansion de la monnaie centrale près de la limite inférieure de la fourchette-objectif publiée. Aux Etats-Unis, où l'on procède habituellement à un réexamen en milieu d'année, la Réserve fédérale avait prévu, en juillet, une évolution des agrégats monétaires qui ne s'est guère écartée de celle qu'on a observée. En France, l'objectif de lutte contre le chômage que s'est fixé le nouveau gouvernement a provoqué une accélération vive, mais temporaire, de l'expansion monétaire. Au Royaume-Uni, devant les nouvelles préoccupations suscitées par l'inflation et la difficulté croissante d'interpréter les indications fournies par l'agrégat  $M_3$  sterling, les autorités avaient annoncé en août qu'il serait davantage tenu compte de la situation économique et des taux de change dans la formulation de la politique monétaire. En Suisse et au Canada, également, la priorité a parfois été donnée aux considérations de taux de change lorsqu'un conflit se profilait dans la réalisation d'objectifs intermédiaires différents. En Italie, l'application de politiques restrictives a permis aux autorités de maintenir l'expansion du crédit au secteur privé à peu près dans la ligne des objectifs officiels; le crédit au secteur public, en revanche, a sensiblement dépassé la limite fixée.

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

Pays	Agrégat monétaire ou de crédit	Objectif <sup>1</sup>				Résultat effectif <sup>2</sup>			
		1979	1980	1981	1982	1979	1980	1981	1982
en %									
Etats-Unis . . . . .	M <sub>1</sub> <sup>3</sup>	3,0-6,0	4,0-6,5	3,5-6,0	2,5-5,5	5,5	6,7	2,3	10,8
	M <sub>2</sub> <sup>3</sup>	5,0-8,0	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0	8,3	9,8	9,4	10,1
	M <sub>3</sub> <sup>3</sup>	6,0-9,0	6,5-9,5	6,5-9,5	6,5-9,5	8,1	9,9	11,3	8,9
	Crédit bancaire total	7,5-10,5 <sup>4</sup>	6,0-9,0 <sup>4</sup>	6,0-9,0 <sup>4</sup>	6,0-9,0 <sup>4</sup>	11,0	8,0	8,8 <sup>5</sup>	.
Japon . . . . .	M <sub>2</sub> +CD	11,0 <sup>6</sup>	8,0 <sup>6</sup>	7,0 <sup>6</sup>	10,0 <sup>6</sup>	11,2	7,8	10,6	10,7
Allemagne fédérale	Monnaie centrale	6,0-9,0	5,0-8,0	4,0-7,0	4,0-7,0	6,3	4,9	3,5	6,6
France . . . . .	M <sub>2</sub>	11,0	11,0	10,0	12,5-13,5	14,4	9,8	11,6	.
Royaume-Uni . . . . .	M <sub>1</sub>	-	-	-	8,0-12,0 <sup>7</sup>	14,0	8,8	8,9	6,2
	M <sub>3</sub> sterling	8,0-12,0 <sup>7</sup>	7,0-11,0 <sup>7</sup>	6,0-10,0 <sup>7</sup>	8,0-12,0 <sup>7</sup>	13,5	16,3 <sup>7</sup>	14,7 <sup>7</sup>	7,8
	Liquidité du secteur privé PSL <sub>2</sub>	-	-	-	8,0-12,0 <sup>7</sup>	15,0	13,0 <sup>7</sup>	11,7 <sup>7</sup>	.
Canada . . . . .	M <sub>1</sub>	6,0-10,0 <sup>7</sup>	5,0-9,0 <sup>7</sup>	4,0-8,0 <sup>7</sup>	4,0-8,0 <sup>7</sup>	8,0 <sup>7</sup>	6,2 <sup>7</sup>	.	.
Suisse . . . . .	Monnaie centrale ajustée	-	4,0	4,0	3,0	.	-0,6	-0,5	.
Italie . . . . .	Crédit total	18,5 <sup>8</sup>	17,5 <sup>8</sup>	16,0 <sup>8</sup>	15,5 <sup>8</sup>	18,4	18,4	18,7	.

<sup>1</sup> Pour les Etats-Unis et l'Allemagne, d'un quatrième trimestre à l'autre; pour le Japon, d'un quatrième trimestre à l'autre pour 1979-81 et d'un deuxième trimestre à l'autre pour 1982; pour la France et l'Italie, de décembre à décembre; pour le Royaume-Uni, périodes allant d'octobre 1978 à octobre 1979, de juin 1979 à avril 1981, de février 1981 à avril 1982 et de février 1982 à avril 1983; pour la Suisse, de novembre 1979 à novembre 1980 et, pour 1981 et 1982, moyennes calculées spécialement; pour le Canada, périodes commençant en juin 1978, au deuxième trimestre de 1979 et en août-octobre 1980. <sup>2</sup> Pour 1979, 1980 et 1981, comme dans la note 1; pour 1982, premier trimestre en taux annuel. <sup>3</sup> Pour 1979, anciennes définitions de M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub> et M<sub>3</sub>; pour 1980 et 1981, M<sub>1</sub> (= M<sub>1p</sub>) ajusté en fonction des transferts (estimés) de fonds à de nouveaux types de comptes chèques. <sup>4</sup> Estimation censée être compatible avec les objectifs des agrégats monétaires. Pour 1982, ajusté pour tenir compte des transferts d'actifs effectués d'établissements bancaires situés aux Etats-Unis vers les «facilités bancaires internationales». <sup>5</sup> Ajusté en fonction des transferts vers les «facilités bancaires internationales». <sup>6</sup> Projection annoncée deux ou trois mois avant la fin de la période de référence. <sup>7</sup> Taux annuel. <sup>8</sup> Limite supérieure exprimée en valeur absolue: Lit. 53.000 milliards en 1979, Lit. 59.000 milliards en 1980, Lit. 64.500 milliards en 1981 et Lit. 73.000 milliards en 1982.

Dans les circonstances actuelles, les risques liés à la poursuite des efforts accomplis au cours des dernières années pour réduire progressivement les taux d'expansion monétaire se sont reflétés dans les objectifs fixés pour 1982. Aux Etats-Unis, les limites de la fourchette-objectif assignée à M<sub>1</sub> pour 1982 ont de nouveau été abaissées par rapport à celles de l'année précédente, mais, au début de 1982, la Réserve fédérale a annoncé que, du fait de la faiblesse relative de la base de référence constituée par le dernier trimestre de 1981 et compte tenu de la vive accélération de l'agrégat au début de 1982, le Comité de l'open market considérait comme acceptable un taux de croissance de M<sub>1</sub> se situant dans la moitié supérieure de la fourchette. Pour des considérations analogues et devant la faiblesse persistante de l'activité, la Bundesbank a fait savoir que, dans certaines conditions, une expansion de l'agrégat-objectif à un rythme voisin de la limite supérieure de la fourchette publiée pouvait également être envisagée en Allemagne. En France, les normes de progression de M<sub>2</sub> pour 1982 ont été notablement relevées par rapport à celles de 1981. Au Japon, les normes, qui se présentent sous forme de projections des taux de croissance pour des périodes de quatre trimestres, ont récemment fourni la possibilité de progressions plus fortes reflétant en partie les faibles taux d'expansion monétaire enregistrés durant les périodes de référence. Au Royaume-Uni, les limites de la fourchette-objectif de l'expansion monétaire pour l'exercice



1982-83 sont plus élevées que celles qui étaient fixées pour 1981-82 et elles dépassent également celles qui avaient été prévues pour 1982-83 dans la stratégie financière à moyen terme (Medium-term Financial Strategy) publiée en même temps que le budget de mars 1980. Ce changement atteste clairement l'adoption d'une approche plus vaste dans l'évaluation de la situation monétaire. En présentant la nouvelle fourchette pour 1982, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé qu'elle s'appliquerait non seulement à  $M_3$  sterling, mais aussi à  $M_1$  et à  $PSL_2$ , qui donne une évaluation approximative de la liquidité du secteur privé.

*La régulation monétaire à court terme.* Si l'expérience de l'année passée semble recommander une certaine souplesse, même pour des périodes d'un an ou plus, dans la réalisation des objectifs fixés à des agrégats spécifiques, elle met clairement en évidence les difficultés qui risquent d'entraver les efforts de stabilisation de l'expansion monétaire sur des périodes plus courtes.

Aux Etats-Unis, l'adoption par la Réserve fédérale, en octobre 1979, de techniques de régulation axées sur les réserves a mis un terme à une longue pratique dans la conduite de la politique tendant à maintenir les taux d'intérêt nominaux à des niveaux trop bas dans un environnement inflationniste. Cette décision devait nécessairement déboucher sur une instabilité accrue des taux d'intérêt, bien qu'on n'ait sans doute pas imaginé des fluctuations de l'importance de celles qui allaient se produire par la suite. On ne pouvait pas prévoir non plus que l'instabilité de  $M_1$ , considéré normalement comme le principal objectif intermédiaire de la politique monétaire, augmenterait de manière substantielle. Depuis octobre 1979, l'ampleur des fluctuations, en pourcentage, de  $M_1$  sur douze mois a été beaucoup

Variabilité des fluctuations des agrégats monétaires\*

Pays	Agrégat monétaire	Avril 1977-septembre 1979			Octobre 1979-mars 1982		
		fourchette	moyenne	écart-type	fourchette	moyenne	écart-type
Etats-Unis . . . . .	$M_1$	7,0- 8,7	8,0	0,5	4,2-11,1	6,7	1,7
	$M_2$	7,8-13,7	9,9	2,0	6,9-11,5	9,1	1,1
Japon . . . . .	$M_1$	3,7-17,9	9,6	3,2	- 4,3-11,9	3,3	4,8
	$M_2$ +CD	9,9-13,2	11,7	0,8	6,1-12,4	9,1	1,6
Allemagne fédérale	$M_1$	5,8-14,2	10,5	2,8	- 2,3- 5,7	1,9	2,1
	$M_3$	7,8-11,5	10,1	1,0	4,3- 7,2	5,9	0,9
	Monnaie centrale	7,1-11,2	8,9	1,2	2,8- 7,4	4,7	0,9
France . . . . .	$M_1$	6,0-14,8	10,9	2,3	6,7-16,5	10,7	2,9
	$M_2$	10,5-14,5	12,9	0,9	9,6-14,7	12,3	1,3
Royaume-Uni . . . . .	$M_1$	9,8-24,2	16,1	4,4	1,7-18,1	9,2	4,9
	$M_3$ sterling	6,1-16,1	11,6	3,2	10,8-25,8	17,7	4,6
	$PSL_2$	6,9-15,7	12,5	3,0	11,3-15,0	13,1	1,3
Canada . . . . .	$M_1$	6,7-12,1	9,1	1,4	- 7,6-10,2	4,5	4,4
	$M_2$	- 0,7-21,8	11,2	5,7	-10,4-19,2	6,3	9,7
Suisse . . . . .	$M_1$	3,1-23,8	11,7	6,7	-14,1- 1,7	-5,9	4,1
	$M_2$	2,0-13,0	7,6	2,5	7,6-22,7	14,6	3,9
	Monnaie centrale ajustée	0,5-36,0	12,0	9,7	-23,3- 2,9	-4,5	7,1
Italie . . . . .	$M_1$	18,8-26,4	22,6	2,0	7,4-26,2	14,7	5,1
	$M_2$	19,5-23,2	21,4	1,0	8,2-21,8	13,4	3,9

\* Sur la base des variations en % sur douze mois.

plus forte qu'au cours de la période précédente et l'écart-type (tout comme le coefficient de variation) donne à penser que sa variabilité a fortement augmenté. Dans le même temps cependant, celle des fluctuations de  $M_2$  semble s'être réduite.

Les Etats-Unis ne sont pas le seul pays où l'expansion monétaire fait preuve d'une instabilité accrue depuis fin 1979 et la variabilité de  $M_1$  y est en fait demeurée plus faible que dans tous les autres grands pays. En Allemagne, au Japon et en France, toutefois, la variable retenue officiellement comme norme s'est révélée relativement stable. Dans ces pays, en outre, le développement de la situation monétaire est presque toujours évalué sur la base des variations de moyennes trimestrielles ou annuelles, qui révèlent une évolution très régulière. Aux Etats-Unis, en revanche, les réactions de l'opinion publique aux modifications de la masse monétaire sur des périodes beaucoup plus courtes semblent devenues endémiques. Les fluctuations annualisées d'un trimestre à l'autre ou d'un mois à l'autre des moyennes mensuelles de  $M_1$  peuvent se révéler très fortes et celles des moyennes hebdomadaires davantage encore. Non seulement les données hebdomadaires ont été extrêmement irrégulières mais, en outre, les statistiques provisoires ont souvent dû être sensiblement révisées après leur publication initiale. Et pourtant, les marchés attendaient fébrilement la publication de chaque chiffre nouveau et réagissaient systématiquement à l'annonce d'un dépassement apparent des objectifs, même sur une base hebdomadaire, par un relèvement brutal des taux d'intérêt. En vue d'infléchir ce comportement, le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale a annoncé, en avril, qu'à l'avenir les données hebdomadaires ne seraient publiées que sous la forme de moyennes mobiles sur quatre semaines.

Variabilité des fluctuations de  $M_1$  aux Etats-Unis

Périodes	Variations annualisées* des								
	données hebdomadaires moyennes sur une semaine			données mensuelles moyennes sur un mois			données trimestrielles moyennes sur un trimestre		
	four- chette	moyenne	écart- type	four- chette	moyenne	écart- type	four- chette	moyenne	écart- type
Avril 1977-septembre 1979	-15,3 40,4	7,8	7,9	- 2,3 18,6	7,7	4,6	5,1 10,0	7,9	1,5
Octobre 1979-mars 1982	-35,9 79,0	5,8	20,6	-15,8 25,2	6,2	9,7	- 3,2 14,1	6,5	5,5

\* Annualisées arithmétiquement: les variations en % sur une semaine, un mois et un trimestre, en données désaisonnalisées, sont multipliées par 52, 12 et 4 respectivement.

En s'en remettant principalement aux politiques axées sur les agrégats monétaires pour lutter contre l'inflation, les autorités des Etats-Unis se sont trouvées placées devant un dilemme. On s'accorde généralement à reconnaître maintenant que des variations de la masse monétaire qui s'inversent en moins de six mois environ peuvent n'avoir qu'une faible incidence sur l'économie, même si un écart prolongé par rapport à la trajectoire-objectif peut exercer un effet. Or, il n'est pas facile de distinguer si, lorsqu'elles se produisent, les fluctuations sont de nature temporaire. Si les autorités réagissent avec un certain retard à une déviation, dans un sens ou un autre, elles pourraient être contraintes ultérieurement de prendre des mesures correctrices d'autant plus sévères, et la crédibilité de leur politique

pourrait s'en trouver affectée. D'autre part, si elles réagissent systématiquement par des actions destinées à influencer les réserves des banques, les agents économiques peuvent alors anticiper les modifications des pressions sur la liquidité.

La question de l'amélioration des techniques de régulation monétaire aux Etats-Unis a alimenté un vif débat. Une certaine simplification du régime des réserves obligatoires était prévue dans la loi sur la régulation monétaire (Monetary Control Act) de 1980, mais son introduction ne se fera que progressivement. La Réserve fédérale a publié, pour solliciter des commentaires, des propositions tendant à abandonner la méthode de la comptabilisation différée des réserves bancaires au profit de la comptabilisation immédiate; les avis divergent fortement sur les implications de cette mesure pour la détermination des objectifs monétaires et les taux d'intérêt. D'autres propositions prévoient la substitution des réserves bancaires globales aux réserves non empruntées en tant qu'objectif opérationnel et l'introduction de dispositions liant les taux d'escompte de la Réserve fédérale aux taux d'intérêt du marché. Ces modifications entraîneraient l'une et l'autre la disparition des soupapes de sécurité qui existent dans le mécanisme actuel et risqueraient d'accroître l'instabilité des taux d'intérêt, malgré l'efficacité accrue qu'elles pourraient conférer à la régulation monétaire à court terme.

Au Royaume-Uni, les modifications des méthodes de régulation monétaire annoncées en novembre 1980 sont entrées en vigueur dans le courant de l'été dernier. Les autorités étaient précédemment parvenues à la conclusion que rien ne permettait de se prononcer de façon catégorique sur le degré d'efficacité d'un système de régulation axé sur la base monétaire. Elles admettaient toutefois que le fait de laisser les forces du marché jouer un plus grand rôle dans la détermination des taux d'intérêt devait aider à éliminer l'attitude passée, consistant à retarder l'introduction de changements. En conséquence, elles suspendaient la publication du taux minimum des avances de la Banque d'Angleterre sur une base régulière et décidaient, dans les opérations au jour le jour, de moins s'en remettre aux avances directes aux maisons d'escompte et davantage aux opérations d'open market, soit à terme sec, soit dans le cadre de prises en pension, effectuées par référence à une fourchette non publiée fixée aux taux d'intérêt à très court terme. La faculté d'utiliser les avances directes ne fut pas exclue pour autant et il y fut recouru à deux reprises à l'automne pour encourager un ajustement en hausse des taux d'intérêt. Les autres modifications portaient notamment sur l'abolition du coefficient d'actifs liquides et le remplacement du coefficient de liquidité de 1½% imposé aux grandes banques de dépôts londoniennes (clearing banks) par un coefficient uniforme de ½% des engagements éligibles, applicable à toutes les institutions collectrices de dépôts en Grande-Bretagne. En même temps, la liste des organismes habilités à émettre du papier réescomptable a été élargie et des dispositions ont été prises pour que les «maisons d'acceptation» détiennent des dépôts minimaux auprès des maisons d'escompte, de manière à assurer l'existence d'un marché des effets capable de traiter les opérations des autorités.

*Le problème de plus en plus complexe de la définition de la monnaie.* A certains égards, la mise en œuvre des politiques de régulation des agrégats monétaires semble s'être faite dans des conditions particulièrement défavorables. Après leur adoption, les

relations entre la masse monétaire, les taux d'intérêt, l'activité économique et les prix ont commencé à se détériorer, voire à disparaître et, dans certains pays, les modifications du système financier ont encore rendu plus malaisée, en pratique, l'identification de catégories d'actifs correspondant à des concepts théoriques plausibles de la monnaie. Le problème concernerait essentiellement les réactions du marché au niveau élevé des taux d'intérêt qui interagissent avec les entraves administratives, les modifications du cadre réglementaire et le progrès technologique.

L'interprétation des agrégats a créé des difficultés particulièrement sérieuses aux Etats-Unis l'an dernier. En 1979, un nouveau concept de « monnaie de transaction » comprenant les comptes chèques rémunérés (comptes NOW) avait été instauré (d'abord sous la dénomination de  $M_{1B}$ , puis sous celle de  $M_1$ ) et les estimations, pour l'an dernier, ont porté sur une version ajustée en fonction des transferts. En dépit de cet ajustement, la croissance de  $M_1$  a été sensiblement inférieure à ce qu'on pouvait escompter sur la base de l'expérience acquise, étant donné les niveaux auxquels se sont généralement situés l'an dernier le revenu nominal et les taux d'intérêt. Un tel écart avait déjà été constaté en 1975-76 et il se peut que, faute de n'avoir pas su en tenir suffisamment compte, la politique monétaire ait alors été moins restrictive qu'il n'était envisagé. Ce genre de modifications de la demande d'encaisses monétaires paraît traduire un ajustement en baisse irréversible des encaisses de transactions à rendement faible ou nul et se produit lorsque les taux d'intérêt du marché sont suffisamment élevés pour encourager l'innovation financière et une modification des comportements traditionnels. Les taux d'intérêt servis sur les nouveaux comptes NOW sont pratiquement réglementés de la même manière que les dépôts d'épargne classiques.

L'instauration de facilités permettant de transférer automatiquement à la fin de la journée les soldes, dépassant un certain niveau, de comptes de transactions à d'autres catégories de placements rémunérés paraît constituer un changement plus significatif. L'an dernier, des transferts massifs ont également été effectués à partir de dépôts classiques à vue et d'épargne, non seulement vers des fonds communs de placements en titres du marché monétaire et des certificats du marché monétaire, mais également vers des instruments traditionnels, tels que les bons du Trésor, le papier commercial et des certificats de dépôt de montants élevés. Tous ces instruments sont compris dans  $M_2$ ,  $M_3$  ou  $L$ . Les chiffres de  $M_3$  et de  $L$  ne sont disponibles qu'avec un retard important, mais la Réserve fédérale a commencé, l'an dernier, à tenir compte plus explicitement qu'auparavant des variations de  $M_2$  dans l'élaboration de sa politique monétaire.

Une conception transactionnelle des encaisses monétaires paraît a priori séduisante comme pierre angulaire d'une politique axée sur les agrégats et, dans certains pays, la demande de  $M_1$  a été traditionnellement très stable. D'aucuns y voient un autre avantage en ce sens que le rendement (égal à zéro) imposé réglementairement aux encaisses de transactions permet, en principe, aux autorités d'influer sur la masse monétaire au sens étroit, même dans le court terme, par le biais d'actions sur les taux d'intérêt. Les agrégats américains au sens large ne comportent plus cette caractéristique et l'apparition des comptes NOW et des fonds de placements en titres du marché monétaire, qui offrent certaines possibilités d'émettre des chèques tout en étant assortis de taux d'intérêt liés à ceux du

**Contribution de certaines composantes à la croissance de la masse monétaire au sens large<sup>1</sup>**

Composantes	Etats-Unis				Japon				Allemagne fédérale			
	1973	1974	1980	1981	1973	1974	1980	1981	1973	1974	1980	1981
	augmentations (en %) de la croissance de la masse monétaire au sens large											
Monnaies et billets . . . . .	5	7	5	3	10	14	4	5	6	13	9	0
Dépôts à vue <sup>2</sup> . . . . .	9	7	3	-22	32	26	-13	24	-3	32	17	-11
Autres comptes chèques <sup>3</sup> . . . . .	0	1	6	21	.	.	.	.	.	.	.	.
M <sub>1</sub> <sup>2</sup> . . . . .	14	15	14	2	42	40	-9	29	3	45	26	-11
Dépôts d'épargne <sup>4</sup> . . . . .	40	42	41	23	58	60	103	67	3	70	11	-7
Fonds de placements en titres du marché monétaire	.	2	20	45	.	.	.	.	.	.	.	.
Dépôts à terme, CD, etc. <sup>5</sup> . . . . .	46	41	25	30	.	.	6	4	94	-15	63	118
Masse monétaire au sens large <sup>6</sup> . . . . .	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

<sup>1</sup> Sur la base des variations d'un quatrième trimestre à l'autre. <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, l'ajustement de consolidation de M<sub>2</sub> (c'est-à-dire, monnaies et billets et dépôts à vue détenus par des organismes d'épargne) a été déduit des dépôts à vue et de M<sub>1</sub>. <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis, essentiellement comptes ATS et NOW auprès de tous les établissements et participations dans des coopératives de crédit. <sup>4</sup> Pour les Etats-Unis, dépôts d'épargne et dépôts à terme de faible montant; pour le Japon, dépôts à terme et d'épargne ordinaires; pour l'Allemagne, dépôts d'épargne à délai de préavis légal. <sup>5</sup> Pour les Etats-Unis, prises en pension, dépôts en euro-dollars d'un jour sur l'autre et dépôts à terme de montant élevé; pour le Japon, CD; pour l'Allemagne, dépôts à terme à moins de quatre ans. <sup>6</sup> Pour les Etats-Unis et l'Allemagne, M<sub>3</sub>; pour le Japon, M<sub>2</sub> + CD.

marché monétaire, donne à penser que l'élasticité de la monnaie de transaction par rapport aux taux d'intérêt est susceptible de diminuer et qu'en définitive il peut se révéler impossible d'identifier un agrégat M<sub>1</sub> en termes d'élasticité. Par ailleurs, l'idée d'une régulation de la masse monétaire au moyen de contrôles directs des avoirs bancaires n'est guère accueillie favorablement aux Etats-Unis, et l'imposition d'un encadrement du crédit ne paraît ni acceptable politiquement ni réalisable administrativement, sauf, peut-être, pour une courte période et en cas d'urgence.

Au Canada également où, comme aux Etats-Unis, un objectif officiel a été assigné à la monnaie de transaction, la demande d'encaisses traditionnelles comprises dans M<sub>1</sub> a, contre toute attente, fléchi l'an dernier. Ce recul paraît s'expliquer notamment par le fait qu'il est désormais possible de tirer des chèques sur certaines catégories de comptes rémunérés non compris dans M<sub>1</sub>. Dans d'autres pays, cet agrégat est aussi très sensible aux taux d'intérêt; dans la plupart d'entre eux, les autorités sont toutefois convaincues que la réalisation d'un objectif fixé à M<sub>1</sub> requerrait des fluctuations inacceptables des taux d'intérêt et des taux de change.

Si les transferts entre différents types de placements semblent poser moins de problèmes au Japon et en France, par exemple, cela tient peut-être en partie au fait que ces pays mettent surtout l'accent sur les agrégats au sens large. Les catégories d'actifs et d'institutions retenues dans la définition de la masse monétaire au sens large varient fortement d'un pays à l'autre; dans certains, celle-ci englobe pratiquement tous les instruments de l'épargne financière, exception faite des placements à très long terme. Il n'est donc pas surprenant que les agrégats larges de ce type soient relativement stables par rapport au PNB nominal et peu sensibles à l'évolution des taux d'intérêt; par conséquent, à moins que les déclarations officielles sur

la politique n'influencent fortement les anticipations, la régulation de ces agrégats ne peut normalement s'effectuer qu'au moyen de mesures administratives ou par une action sur le PNB nominal lui-même. Le niveau global de l'intermédiation peut varier, mais ces variations ne peuvent pas être étroitement contrôlées. Les agrégats au sens large ne couvrant que le système bancaire peuvent se ressentir de distorsions induites par des modifications dans la structure de l'intermédiation financière, comme on a pu le constater l'an dernier au Royaume-Uni pour  $M_3$  sterling. Cette expérience permet, à l'évidence, de mieux comprendre pourquoi les autorités ont décidé de tenir également compte de l'agrégat beaucoup plus large de la liquidité, en l'occurrence  $PSL_2$ , dans l'élaboration future de leur politique.

Dans de nombreux pays, les agrégats au sens large comprennent les instruments à court terme du marché mais, en Italie, les bons du Trésor, qui ont fait l'objet l'an dernier de souscriptions massives de la part d'agents non bancaires, ne figurent pas dans  $M_2$ . En Allemagne, la monnaie centrale comprend les monnaies et billets ainsi que les réserves bancaires obligatoires (calculées à coefficients constants) constituées en contrepartie de l'ensemble des dépôts des résidents d'une durée allant jusqu'à quatre ans et peut être considérée comme un indicateur d'un concept élargi de la monnaie. La faible croissance de cet agrégat en 1981 a été en partie imputable au développement des émissions, par les banques, de bons de caisse à court terme, non assujettis à la constitution de réserves, ainsi qu'au rapatriement d'avoirs détenus à l'étranger lors du raffermissement du deutsche mark vers la fin de l'année. L'an passé, des résidents de certains pays, notamment en Allemagne et au Royaume-Uni, ont renforcé leurs avoirs à l'étranger en monnaie nationale ou leurs dépôts en devises qui ne sont pas compris dans l'agrégat large.

*Les innovations financières.* Une autre raison pour laquelle les transferts entre placements n'ont pas posé récemment de sérieux problèmes au Japon et dans les pays continentaux d'Europe occidentale est que l'introduction d'innovations financières semble s'être faite à un rythme relativement lent et sans grande publicité. L'action entreprise par les autorités pour décourager l'apparition de nouveaux types d'actifs a joué un rôle à cet égard et, dans deux pays au moins, le montant minimum des dépôts à terme pouvant être rémunérés à des taux d'intérêt liés à ceux du marché a été relevé pour limiter les transferts d'instruments à rendement faible vers d'autres à rendement élevé. Cette mesure visait, bien entendu, à atténuer les pressions s'exerçant sur la rentabilité des banques et à contenir la hausse de leurs taux d'intérêt débiteurs.

Les innovations financières aux Etats-Unis l'an dernier ont constitué une réaction, non seulement à l'allègement des réglementations administratives dans un contexte de taux d'intérêt élevés, mais aussi au maintien de sévères contraintes pesant sur la rémunération des dépôts à vue et d'épargne. En Allemagne, toute la réglementation sur les taux d'intérêt servis par les institutions financières a été abolie il y a de nombreuses années, et les banques versent normalement des taux liés à ceux du marché sur les dépôts à terme de montant peu élevé. Le tableau de la page 96 fait apparaître un important transfert de dépôts à vue et d'épargne vers des dépôts à terme en 1981, même si l'écart entre le rendement des dépôts

d'épargne et les taux du marché monétaire est demeuré nettement plus faible qu'aux Etats-Unis.

Dans de nombreux pays européens, les autorités monétaires sont en mesure d'appliquer des réglementations uniformes à la plupart des intermédiaires financiers, anciens et récents, ou à l'ensemble des activités de collecte de dépôts, ce qui leur permet apparemment de maintenir l'innovation sous leur contrôle et dans le cadre des statistiques monétaires. En outre, dans les pays où le marché des capitaux est relativement modeste – surtout dans ceux où un nombre limité de grandes banques occupe une position prédominante – l'incitation à l'innovation est peut-être moins forte qu'aux Etats-Unis. Les institutions qui effectuent à la fois des opérations bancaires et assument des fonctions de courtage dans des « systèmes de banque universelle » peuvent n'être guère enclines à promouvoir de nouveaux instruments du marché à rendement élevé, étant donné que ceux-ci attirent des fonds qui seraient détenus autrement sur des comptes d'épargne. Il convient toutefois de noter que, si les établissements bancaires sont si nombreux aux Etats-Unis, la raison en incombe en grande partie aux restrictions de caractère réglementaire appliquées aux opérations bancaires entre les Etats et à l'implantation de succursales, et que la séparation institutionnelle entre l'acceptation de dépôts et les opérations sur titres est imposée par la législation.

Parmi les difficultés soulevées aux Etats-Unis par les transferts d'actifs, certaines revêtent clairement un caractère transitoire. Mais de nouvelles modifications radicales ne sont pas à exclure en ce qui concerne les méthodes de placement et les systèmes de paiement. La loi sur la régulation monétaire de 1980 prévoit l'élimination, d'ici à 1986, du plafonnement des taux d'intérêt servis sur tous les types de placements autres que les dépôts à vue. Il est possible que, par rapport au PNB, le montant des encaisses de transactions continue à baisser. Tant que ce processus se poursuivra, il sera difficile d'évaluer la demande de monnaie. Et même au terme de la période de transition, les agrégats monétaires pourront s'avérer moins utiles en tant qu'indicateurs ou objectifs intermédiaires qu'ils ne l'étaient par le passé.

### **Objectifs monétaires: rôle de la souplesse opérationnelle**

Devant l'accélération de l'inflation à partir du milieu des années soixante, un certain nombre de pays décidèrent, au début de la décennie suivante, de publier des objectifs de croissance monétaire. Leur démarche était essentiellement dictée par le fait que, dans un contexte d'inflation élevée et variable, les taux d'intérêt nominaux fournissent une indication erronée sur l'orientation véritable de la politique monétaire. La quantité de monnaie, dans la définition présentant la relation la plus étroite possible avec le PNB nominal, était considérée comme un point de repère plus fiable pour la politique anti-inflationniste. Dans le même temps, on espérait que l'utilisation d'objectifs exercerait des effets d'annonce bénéfiques qui contribueraient à infléchir les anticipations inflationnistes, puisque les autorités s'engageraient publiquement à suivre une orientation déterminée. Les objectifs pourraient, en particulier, favoriser un ajustement plus rapide des salaires et des

prix, ce qui réduirait les coûts de la politique anti-inflationniste en termes de pertes de production et de chômage, et également amener les pouvoirs publics eux-mêmes à adapter leur politique budgétaire aux impératifs d'une croissance monétaire plus stable.

Les objectifs de stabilisation des politiques ont été placés, dès l'abord, dans un contexte englobant le moyen terme et le long terme, les autorités monétaires n'ignorant pas qu'une certaine dose de souplesse opérationnelle à terme rapproché serait indispensable pour essayer de réaliser les taux de croissance choisis comme objectifs. Si l'observation d'un objectif unique — et sa réalisation — pouvaient optimiser les avantages en termes d'anticipations, il convenait cependant de tenir compte de divers aléas et incertitudes pouvant justifier des déviations temporaires par rapport à la trajectoire prévue, voire des changements d'objectifs à intervalles peu fréquents.

Plusieurs raisons militaient en faveur de cette exigence de souplesse. Tout d'abord, l'utilisation d'objectifs monétaires présupposait la stabilité de la demande de monnaie — hypothèse qui s'appliquait davantage à certains pays qu'à d'autres, mais qui n'était pas censée se vérifier partout et toujours. Deuxièmement, une politique rigide d'objectifs monétaires part du principe que les chocs économiques, tant internes qu'externes, ont leur origine au niveau de la demande, qu'ils sont d'une ampleur modérée et qu'ils n'ont pas besoin d'être « financés » par des modifications des objectifs existants. Troisièmement, une politique monétaire rigoureuse ne constitue pas à elle seule une alternative satisfaisante à un dosage judicieux des moyens d'action, et il y a des limites au-delà desquelles elle ne peut être efficace que si les mesures d'ajustement nécessaires sont prises dans le domaine budgétaire et éventuellement en matière de politique des revenus. Enfin, le respect d'objectifs de masse monétaire fixés longtemps à l'avance peut se révéler irréalisable si le ralentissement prévu de l'inflation n'est pas suffisant pour permettre une reprise de la croissance de la production en termes réels.

Dans l'ensemble, l'expérience des années soixante-dix et du début de la présente décennie semble avoir démontré que cette prudence initiale était justifiée. On a assisté de temps à autre à des variations amples et inattendues de la demande de monnaie. Si dans certains cas (notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni) elles étaient d'origine interne, dans d'autres (en Allemagne et en Suisse) elles ont été provoquées par des modifications des préférences, au niveau international, dans la composition des portefeuilles, résultant des anticipations sur l'évolution des taux de change. En ce qui concerne les chocs, la plupart de ceux qui ont été enregistrés au cours des années soixante-dix étaient liés à la situation des approvisionnements en biens, et la question s'est posée, en particulier, de savoir dans quelle mesure l'expansion monétaire devait prendre en compte les variations des prix relatifs engendrées par les deux chocs pétroliers. En outre, de nombreux pays n'ont cessé d'être confrontés à des problèmes de dosage de leurs moyens d'action et l'horizon temporel des stratégies de lutte contre l'inflation a dû être modifié.

Compte tenu des difficultés rencontrées dans l'application de politiques de régulation de la masse monétaire et des perspectives incertaines entourant l'économie mondiale, il convient de se demander si certains pays ne devraient pas faire



preuve d'une plus grande souplesse dans la poursuite de leur politique monétaire. Il ne fait aucun doute que la stratégie globale doit demeurer axée sur la maîtrise de l'inflation. Adopter une plus grande souplesse signifierait simplement mettre moins l'accent sur la poursuite d'objectifs rigides pour tel ou tel agrégat monétaire pendant des périodes très courtes et tenir davantage compte d'autres indicateurs financiers — une voie dans laquelle certains pays se sont d'ores et déjà engagés. Au Royaume-Uni, par exemple, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé, dans son budget, que les autorités prenaient en considération l'évolution de plusieurs agrégats, ainsi que d'autres facteurs tels que le taux de change, et que, pour expliciter davantage cette politique, il était décidé d'appliquer la fourchette-objectif de la croissance monétaire pour 1982-83 à trois agrégats, au lieu d'un seul comme c'était le cas jusqu'alors. Dans de nombreux autres pays, les politiques contiennent depuis longtemps déjà des éléments de flexibilité de ce genre restreint.

Les objectifs publiés pour les agrégats monétaires continueront certainement de jouer un rôle utile pour orienter la conduite de la politique monétaire et signaler aux marchés la détermination des autorités. C'est l'approche qu'ont adoptée les pays industrialisés, après que d'autres politiques se furent révélées inefficaces pour empêcher une accélération de l'inflation. Elle apporte en outre une contribution précieuse à la stabilisation des anticipations. Dans de grands pays comme les Etats-Unis et l'Allemagne, il est indéniable qu'aucune autre stratégie monétaire ne saurait faire preuve d'une telle efficacité dans les circonstances actuelles.

Les incertitudes entourant la demande de monnaie peuvent toutefois commander le recours à des fourchettes-objectifs assez larges, des modifications plus fréquentes des objectifs ou exiger d'accorder une attention particulière à l'évolution d'une gamme plus vaste d'agrégats monétaires et de crédit. Dans un domaine important, ces incertitudes se sont accrues ces dernières années. Dans certains pays, et notamment aux Etats-Unis, le vaste mouvement d'innovations financières encouragé par le niveau élevé des taux d'intérêt a rendu encore plus difficiles les prévisions sur la demande de monnaie ou même l'identification des agrégats propres à servir d'objectifs. En outre, malgré le degré de raffinement possible des systèmes de régulation, l'évolution monétaire paraît appelée à demeurer très irrégulière sur des périodes inférieures à six mois environ. De telles fluctuations n'ont probablement guère d'incidence en elles-mêmes sur l'économie, mais les efforts mis en œuvre pour les éviter peuvent contribuer à accroître l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change.

Les inconvénients d'une politique axée exclusivement sur la réalisation d'objectifs en termes de taux d'intérêt nominaux dans un environnement inflationniste sont bien connus, et il est difficile de mesurer les taux réels. Cependant, l'instabilité extrême des taux d'intérêt peut favoriser d'amples fluctuations de l'activité économique et conduire à des problèmes structurels dans l'économie et dans le système financier.

L'importance des taux de change en tant qu'objectif de la politique monétaire n'a cessé de se développer au cours des dernières années, non seulement dans les économies ouvertes de dimension modeste, mais également dans la plupart des

grands pays. En Europe, de nombreux pays se sont engagés à respecter des objectifs plus ou moins officiels en matière de taux de change — qui reflètent non seulement leurs propres intérêts commerciaux, mais également le désir de contenir l'inflation importée. L'expérience donne à penser que, dans presque tous les pays, mais surtout dans les économies où des mécanismes rigides régissent la fixation des salaires, les taux de change exercent sur les prix et les coûts une incidence qui doit être prise en compte dans l'élaboration de la politique monétaire. Mais il est évident que, pour conférer un rôle accru au taux de change en tant qu'objectif intermédiaire essentiel, cela présuppose un monde dans lequel un grand pays au moins définit sa politique monétaire en vue principalement de stabiliser la situation économique et financière interne.

Aux Etats-Unis, la mise en œuvre de nouvelles techniques opérationnelles de régulation de la masse monétaire résultant de l'adoption, en octobre 1979, de l'objectif des réserves bancaires traduisait, entre autres choses, la ferme intention de la Réserve fédérale de redonner de la crédibilité à sa détermination de poursuivre la lutte contre l'inflation. Dans le même temps, cette mesure a eu pour effet sur le plan opérationnel de hausser fortement le loyer de l'argent jusqu'aux niveaux plus réalistes indispensables pour enrayer l'inflation et, depuis lors, les taux de croissance de la masse monétaire au sens étroit ont fléchi. Avec le temps, la confiance dans les politiques de la Réserve fédérale s'est progressivement renforcée. Dans un sens, les conditions préalables indispensables à une approche plus souple sont donc à présent satisfaites. L'un des problèmes fondamentaux, à cet égard, concerne les délais dans lesquels les objectifs monétaires doivent être réalisés. Aux Etats-Unis, où les autorités s'efforcent d'atteindre leurs objectifs sur des périodes de temps très courtes, les réactions du marché suscitées par des écarts dans un sens ou dans l'autre par rapport à la trajectoire provoquent de fortes fluctuations des taux d'intérêt. Rien de tel ne se produit dans les pays européens où les autorités cherchent à atteindre leurs objectifs monétaires sur des périodes plus longues et où l'évolution erratique à court terme des agrégats monétaires n'est pas interprétée comme un facteur affectant la résolution des autorités de maîtriser l'inflation.

Une plus grande souplesse opérationnelle dans l'utilisation des objectifs n'implique pas nécessairement moins de fermeté dans la conduite de la politique monétaire. Une approche bien définie à moyen terme pour réaliser les objectifs, jointe à une action visant à éviter des fluctuations excessives des taux d'intérêt et des taux de change, peut être en particulier parfaitement compatible avec l'application d'une politique efficace de rigueur monétaire et un ralentissement continu de la hausse des prix. Une telle approche serait d'ailleurs de nature à renforcer la crédibilité des autorités monétaires et à les aider à maintenir l'orientation résolue qui sera nécessaire pendant quelque temps pour consolider les résultats obtenus jusqu'à présent.

## V. BALANCES EXTÉRIEURES DES PAIEMENTS

### Faits saillants

Au printemps de 1982, la situation des balances extérieures des paiements, tant globalement qu'individuellement dans un certain nombre de grands pays industriels, s'était sensiblement modifiée par rapport à la fin de 1980, même si l'ampleur exacte de certains de ces changements n'apparaît pas clairement. L'excédent considérable des pays de l'OPEP semblait avoir complètement disparu, tandis que l'important déficit consolidé de la balance des opérations courantes de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse avait fait place à une position équilibrée. Toutefois, dans les pays développés extérieurs au Groupe des Dix et dans les pays en développement non producteurs de pétrole, le déficit global des transactions courantes s'était encore aggravé.

Si l'érosion de l'excédent de l'OPEP et l'amélioration parallèle des balances extérieures courantes des pays du Groupe des Dix ont été plus rapides qu'on ne l'avait prévu au début de 1981, cela est dû principalement à l'influence de deux facteurs, qui ont résulté l'un et l'autre du second choc pétrolier. Tout d'abord, on a observé une vive augmentation de la demande d'importations des pays membres de l'OPEP, qui a été responsable pour moitié environ de la contraction de l'excédent des paiements courants entre 1980 et 1981. Ensuite, les politiques résolument anti-inflationnistes adoptées par les pays industriels, par suite essentiellement de l'incidence du dernier choc pétrolier sur les prix, ont de plus en plus fait sentir leurs effets. Au second semestre de 1981, la demande intérieure globale avait cessé de s'accroître dans les pays du Groupe des Dix, leur demande d'importations s'était fortement réduite et le volume des échanges commerciaux avait commencé à se contracter. En outre, la faiblesse persistante de la demande intérieure et le maintien de taux d'intérêt élevés dans les grands pays industriels ont été à l'origine de l'aggravation du déficit global des opérations courantes des deux autres groupes principaux de pays importateurs de pétrole, neutralisant, et au-delà, les effets bénéfiques de la réduction de la facture pétrolière.

Au sein du Groupe des Dix, le degré d'ajustement a été extrêmement variable en 1981, du fait des divergences d'évolution de la demande intérieure et des prix relatifs des échanges commerciaux, et en raison surtout des modifications considérables intervenues ces dernières années dans la compétitivité internationale. Dans tous les pays du groupe, à l'exception de la Belgique et du Canada, la balance des paiements courants a évolué favorablement l'an dernier. En valeur absolue, les améliorations les plus sensibles ont été constatées au Japon, au Royaume-Uni, en Allemagne et aux Pays-Bas, mais, dans d'autres pays également, des progrès importants ont été enregistrés, compte tenu de la dimension de leur économie.

Dans les autres pays importateurs de pétrole, la persistance de déficits élevés des paiements courants n'a généralement pas soulevé, malgré tout, de problèmes majeurs de financement l'an dernier. Les marchés internationaux des capitaux ont, cette fois encore, subvenu à la plus grande partie des besoins de ces pays, le

Groupe des Dix ayant de nouveau joué le rôle de principal pourvoyeur net de fonds. Certains pays en développement ainsi que des pays d'Europe de l'Est ont néanmoins éprouvé des difficultés pour se procurer les ressources nécessaires et se sont vus contraints d'adopter des mesures d'ajustement.

Les perspectives de poursuite du processus d'ajustement des balances générales des paiements dépendent en grande partie de l'évolution future de l'activité économique dans les grands pays industriels. Si l'on peut raisonnablement escompter une certaine reprise de la demande intérieure dans ces pays, qui tendrait à inverser en partie les progrès enregistrés l'an dernier dans la configuration mondiale des balances des opérations courantes, il n'en demeure pas moins que tout redressement économique au sein du Groupe des Dix sera sans doute relativement modeste. A l'extérieur de ce groupe, les améliorations, induites par les exportations, des positions en compte courant seront donc vraisemblablement limitées et certains pays fortement déficitaires devront poursuivre des politiques actives d'ajustement.

### Structure globale des balances de paiements

#### *Evolution des transactions courantes*

Si la situation globale des balances des paiements courants en 1981 est claire dans ses grandes lignes, elle ne l'est pas en ce qui concerne l'ampleur exacte des changements intervenus. Le fait marquant a été la forte contraction de l'excédent global des opérations courantes des pays de l'OPEP et du déficit cumulé du reste du monde. D'après les statistiques disponibles, toutefois, la réduction du solde positif de l'OPEP a été environ deux fois supérieure à la diminution de \$24 milliards du déficit global du reste du monde. La contrepartie du fléchissement de l'excédent de l'OPEP s'est concentrée en totalité sur l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, où le redressement de \$43 milliards de la balance des opérations courantes a pratiquement éliminé le déficit enregistré en 1980. Quant aux autres pays développés et aux pays en développement non producteurs de pétrole, ils ont accusé en 1981 une aggravation de leurs déficits cumulés en compte courant estimée à \$10 milliards pour chaque groupe. De ce fait, sur la base des données disponibles, l'écart entre les déficits et les excédents des opérations courantes, qui est l'une des caractéristiques permanentes des statistiques des balances de paiements dans le monde, a triplé d'une année sur l'autre, passant de quelque \$15 milliards en 1980 à \$45 milliards en 1981.

Dans les *pays de l'OPEP*, la contraction de l'excédent en compte courant, revenu de \$114 milliards à \$61 milliards, est imputable en quasi-totalité à la balance commerciale, la diminution des recettes d'exportation et l'augmentation des dépenses au titre des importations ayant contribué à parts égales à la détérioration de \$48 milliards de l'excédent commercial. Les principaux facteurs à l'origine de cette évolution ont été les changements intervenus dans les volumes respectifs des achats et des ventes à l'étranger, qui ont entraîné une dégradation de \$84 milliards, à prix constants de 1980, de la balance commerciale, et n'ont été contrebalancés qu'en partie par l'amélioration de 17% des termes de l'échange. La croissance du volume des importations s'est élevée à 23%, soit pratiquement le

**Soldes des paiements courants dans le monde, 1979-81<sup>1</sup>**

Pays et zones	Solde de la balance commerciale (f.o.b.)			Solde des transactions invisibles			Solde des transactions courantes		
	1979	1980	1981	1979	1980	1981	1979	1980	1981
	en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	14,5	7,3	15,2	-20,5	-23,5	-22,8	-6,0	-16,2	-7,6
Canada*	4,0	7,1	5,8	-8,2	-8,7	-11,3	-4,2	-1,6	-5,5
Etats-Unis	-27,3	-25,3	-27,8	28,7	29,0	34,4	1,4	3,7	6,6
France	-2,3	-12,4	-8,9	3,5	4,5	1,4	1,2	-7,9	-7,5
Italie*	-1,1	-16,4	-10,9	6,4	6,7	2,2	5,3	-9,7	-8,7
Japon*	1,8	2,1	20,0	-10,6	-12,8	-15,2	-8,8	-10,7	4,8
Pays-Bas*	-1,4	-1,2	4,3	-0,6	-1,4	-0,9	-2,0	-2,6	3,4
Royaume-Uni	-7,2	2,9	9,4	5,4	4,5	6,8	-1,8	7,4	16,2
Suède	0,8	-0,4	1,5	-3,1	-4,1	-4,5	-2,3	-4,5	-3,0
Suisse*	-2,5	-5,9	-3,5	4,9	5,4	5,8	2,4	-0,5	2,3
UEBL*	-4,7 <sup>2</sup>	-5,5 <sup>2</sup>	-5,7 <sup>2</sup>	1,7	0,4	0,4	-3,0	-5,1	-5,3
<i>Ensemble Groupe des Dix et Suisse</i>	-25,4	-47,7	-0,6	7,6	0,0	-3,7	-17,8	-47,7	-4,3
Afrique du Sud*	6,0	7,1	-0,7	-2,5	-3,6	-3,8	3,5	3,5	-4,5
Australie	2,4	1,5	-2,4	-5,2	-5,5	-5,9	-2,8	-4,0	-8,3
Autriche*	-4,1	-6,2	-4,4	3,0	4,5	3,0	-1,1	-1,7	-1,4
Danemark*	-3,1	-1,8	-0,9	0,2	-0,4	-0,9	-2,9	-2,2	-1,8
Espagne*	-6,0	-11,6	-10,1	6,8	6,6	5,1	0,8	-5,0	-5,0
Finlande	0,4	-0,5	0,7	-0,6	-0,9	-1,1	-0,2	-1,4	-0,4
Grèce*	-5,0	-5,7	-5,5	3,1	3,5	3,1	-1,9	-2,2	-2,4
Irlande*	-2,3	-2,1	-2,2	0,8	0,6	0,1	-1,5	-1,5	-2,1
Israël	-3,4	-3,4	-3,7	2,1	2,4	2,2	-1,3	-1,0	-1,5
Norvège	0,2	2,0	3,1	-1,2	-0,9	-0,7	-1,0	1,1	2,4
Nouvelle-Zélande*	0,8	0,8	0,3	-1,3	-1,5	-1,4	-0,5	-0,7	-1,1
Portugal	-2,6	-4,0	-4,7	2,5	2,9	2,1	-0,1	-1,1	-2,6
Turquie	-2,2	-4,1	-3,1	1,0	0,9	1,0	-1,2	-3,2	-2,1
Yougoslavie*	-6,1	-4,8	-3,2	2,4	2,4	2,4	-3,7	-2,4	-0,8
<i>Autres pays développés</i>	-25,0	-32,8	-36,8	11,1	11,0	5,2	-13,9	-21,8	-31,6
<i>Total des pays développés</i>	-50,4	-80,5	-37,4	18,7	11,0	1,5	-31,7	-69,5	-35,9
Pays de l'OPEP <sup>3</sup>	107	168	120	-46	-54	-59	61	114	61
Autres pays en voie de développement	-30	-45	-53	-7	-14	-16	-37	-59	-69
<i>Total des pays en voie de développement</i>	77	123	67	-53	-68	-75	24	55	-8
Economies à planification centralisée <sup>4</sup>	5	6	11						

\* Pour ces pays, le solde des transactions invisibles exclut les revenus non distribués procurés par les investissements directs.

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.    <sup>2</sup> Importations et exportations en partie c.a.f.    <sup>3</sup> Pour la composition par pays, voir tableau de la page 105.    <sup>4</sup> République démocratique allemande, Bulgarie, République populaire de Chine, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS; sur la base des données douanières; chiffres en partie estimés, y compris le montant estimé des exportations d'or par l'URSS.

double du rythme de 1980, en raison non seulement des effets de revenu résultant de la hausse des prix du pétrole, mais aussi sans doute par suite de la réduction de 4% de la valeur unitaire des importations. Du côté des exportations, le fléchissement de \$24 milliards des recettes aurait été deux fois plus important si le recul, sans précédent, de 18% du volume des ventes à l'étranger (les livraisons de pétrole brut ont diminué d'environ 4,5 millions de barils par jour, pour s'établir à 21 mb/j) n'avait pas été compensé en partie par une hausse moyenne de 12% des prix à l'exportation. La contraction du volume des ventes à l'étranger a résulté en majeure partie d'une diminution, de l'ordre de 2,3 mb/j, de la consommation de pétrole (y compris les stocks des consommateurs) dans les pays membres de l'OCDE. De plus, selon les estimations, la production de pétrole des pays en développement non membres de l'OPEP s'est accrue de 0,5 mb/j et, dans la zone OCDE, les stocks pétroliers de l'industrie ont été réduits de 0,2 mb/j.

Le fléchissement de l'excédent de l'OPEP est survenu, dans sa quasi-totalité, au second semestre de 1981, où il s'est contracté des deux tiers, selon les estimations, pour s'établir à un rythme annuel de \$30 milliards en chiffres désaisonnalisés. L'amélioration des termes de l'échange s'est concentrée sur les six premiers mois, marqués par la poursuite du renchérissement du pétrole et par la baisse des prix à l'importation due à la vigueur du dollar. Au second semestre, la tendance à la diminution du volume des exportations s'est accélérée, étant donné que le processus de constitution de stocks de pétrole dans les pays de l'OCDE observé précédemment a fait place à un vaste mouvement de déstockage.

Le clivage, au sein de l'OPEP, entre les balances des paiements des pays à forte capacité d'absorption et celles des pays à faible capacité d'absorption s'est accentué en 1981. Alors que l'excédent global des opérations courantes des seconds a été, avec \$77 milliards, inférieur de \$15 milliards seulement au montant

**Variations des composantes de la balance des paiements courants  
des pays de l'OPEP, 1980-81**

Rubriques	Ensemble des pays de l'OPEP		Pays à faible capacité d'absorption <sup>1</sup>		Pays à forte capacité d'absorption <sup>2</sup>	
	1980	1981	1980	1981	1980	1981
	en milliards de dollars EU					
Solde des opérations courantes . . . . .	53	- 53	50	- 15	3	- 38
<i>dont</i> : transactions invisibles et transferts (chiffres nets) . . . . .	- 8	- 5	- 6	- 3	- 2	- 2
balance commerciale . . . . .	61	- 48	56	- 12	5	- 36
<i>dont</i> : exportations . . . . .	90	- 24	66	1	24	- 25
(variations de volume) <sup>3</sup> . . . . .	(- 30)	(- 54)	( 10)	(- 21)	(- 20)	(- 33)
(variations de prix) . . . . .	( 120)	( 30)	( 76)	( 22)	( 44)	( 8)
importations <sup>4</sup> . . . . .	- 29	- 24	- 10	- 13	- 19	- 11
(variations de volume) <sup>3</sup> . . . . .	(- 14)	(- 30)	(- 3)	(- 15)	(- 12)	(- 15)
(variations de prix) . . . . .	(- 15)	( 6)	(- 7)	( 2)	(- 7)	( 4)

<sup>1</sup> Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Koweït, Libye, Oman et Qatar. <sup>2</sup> Algérie, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Nigeria et Venezuela. <sup>3</sup> Les effets de volume ont été calculés en rapportant les variations estimées des volumes à la valeur des importations et des exportations de l'année précédente; on considère que les écarts entre les effets de volume ainsi calculés et les variations de la valeur des importations et des exportations reflètent essentiellement des effets de prix. <sup>4</sup> Un signe négatif indique un accroissement des importations.

de 1980, la position en compte courant des premiers est passée, selon les estimations, d'un excédent de \$22 milliards en 1980 à un déficit de \$16 milliards en 1981. A noter, toutefois, que cette évolution a été imputable essentiellement à des raisons qui n'ont rien à voir avec la capacité d'absorption commerciale des deux groupes. En fait, les achats à l'étranger ont augmenté en valeur d'un montant à peu près équivalent dans ces deux groupes, avec une croissance en volume beaucoup plus forte dans les pays à faible capacité d'absorption. Les différences essentielles sont à rechercher du côté des exportations: en effet, si les pays à faible capacité d'absorption ont maintenu leurs recettes au niveau de l'année 1980, les pays à forte capacité d'absorption ont enregistré une baisse de \$25 milliards, par suite principalement de la réduction de la production de pétrole en Iran et en Iraq. La production globale de pétrole de ces deux pays n'a pas dépassé 2,2 mb/j en 1981, contre 7,8 mb/j trois ans auparavant.

La réduction de l'excédent de l'OPEP n'a trouvé de contrepartie que dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, dont le déficit global en compte courant est revenu de \$48 milliards en 1980 à \$4 milliards en 1981, la totalité du redressement provenant de la balance commerciale. Le tableau ci-après met en évidence les principaux facteurs qui sont à l'origine du changement majeur intervenu dans le solde des échanges commerciaux des pays du Groupe des Dix (sur la base des statistiques douanières) en 1981 ainsi que pendant les deux années précédentes. Après s'être accru au total de \$120 milliards en 1979 et 1980, le déficit pétrolier net a diminué de \$9 milliards en 1981, alors que l'excédent traditionnel du groupe au titre des échanges commerciaux non pétroliers, qui avait fléchi de \$2 milliards en 1979, s'est renforcé au total de \$74 milliards au cours des deux années suivantes. Cette évolution est attribuable à l'interaction de trois facteurs: en premier lieu, les relèvements des prix du pétrole de 40% et 60% en moyenne en 1979 et 1980 respectivement ont provoqué le gonflement du déficit pétrolier net du groupe durant ces deux années; en deuxième lieu, l'adoption, par les pays du Groupe des Dix, de politiques anti-inflationnistes à la suite du second choc pétrolier a contribué non seulement à la vive progression, en 1980 et 1981, de l'excédent des échanges commerciaux non pétroliers du groupe, mais également aux fléchissements de 12% et 13% respectivement du volume de leurs importations de pétrole au cours de ces

Variations des composantes de la balance commerciale globale des pays du Groupe des Dix et de Suisse, 1979-81 (estimations)\*

Années	Variations						
	du solde commercial	des règlements pétroliers nets			du solde des échanges non pétroliers		
		total	vis-à-vis des pays de l'OPEP	vis-à-vis des pays non membres de l'OPEP	total	vis-à-vis des pays de l'OPEP	vis-à-vis des pays non membres de l'OPEP
en milliards de dollars EU (= augmentation du déficit/diminution de l'excédent)							
1979 . . . . .	- 53	- 51	- 38	- 13	- 2	- 8	6
1980 . . . . .	- 33	- 69	- 55	- 14	36	16	20
1981 . . . . .	47	9	14	- 5	38	16	22

\* Sur la base des statistiques douanières; exportations f.o.b. et importations c.a.f.

deux années; enfin, le développement vigoureux du marché de l'OPEP a constitué l'autre raison majeure de l'expansion de l'excédent des échanges commerciaux non pétroliers du groupe en 1980 et 1981.

Les principaux changements intervenus entre 1979 et 1981 dans la balance commerciale des pays du Groupe des Dix ont naturellement porté sur les échanges avec les pays de l'OPEP. Parallèlement, deux autres modifications notables ont affecté le solde de leur commerce extérieur. Tout d'abord, la structure de leurs règlements pétroliers nets a évolué. C'est ainsi que les achats nets de pétrole aux pays non membres de l'OPEP extérieurs au Groupe des Dix ont augmenté au cours de chacune des trois dernières années, l'augmentation cumulée ressortant à \$32 milliards. De plus, l'accroissement de \$5 milliards de ces importations en 1981 s'est accompagné d'une contraction de \$14 milliards du déficit pétrolier net à l'égard des pays de l'OPEP. Cette évolution donnerait à penser que, dans le contexte de surabondance de l'offre qui caractérise actuellement le marché du pétrole, ce sont les pays de l'OPEP qui ont joué de plus en plus le rôle de fournisseurs marginaux. Ensuite, en dépit de la nouvelle progression, en 1981, des règlements pétroliers nets aux pays non membres de l'OPEP extérieurs au Groupe des Dix, l'excédent commercial cumulé dégagé par le groupe vis-à-vis de ces pays a pratiquement triplé entre 1980 et 1981. Ceci explique, dans une certaine mesure tout au moins, la persistance tenace des déficits élevés en compte courant des autres pays développés et des pays en développement non pétroliers face à la contraction de l'excédent de l'OPEP.

Dans les *pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse*, le déficit global des paiements courants s'est élargi de \$10 milliards en 1981, comme le montre le tableau de la page 104, pour atteindre \$32 milliards, sous l'effet conjoint d'une détérioration de la balance commerciale et d'une réduction de l'excédent traditionnel des transactions invisibles. Le déficit des échanges commerciaux s'est creusé l'an dernier à près de \$37 milliards, par suite de l'anémie du marché des exportations et de la nouvelle dégradation des termes de l'échange. Au sein de ce groupe, on a noté des différences d'évolution considérables dans les balances des paiements courants, en raison surtout des divergences d'orientation des politiques suivies. En Afrique du Sud, la vive progression de l'activité économique, jointe à la diminution des recettes tirées des exportations d'or, ont été principalement à l'origine de la détérioration de \$7,8 milliards de la balance commerciale, qui s'est reflétée intégralement l'an dernier dans le renversement du solde des paiements courants, devenu déficitaire à hauteur de \$4,5 milliards. En Australie, le déficit des opérations courantes a plus que doublé, passant à \$8,3 milliards, par suite surtout du retournement de la balance commerciale (excédentaire de \$1,5 milliard en 1980 et déficitaire de \$2,4 milliards en 1981) provoqué par la vigueur de la demande intérieure. Les déficits des transactions courantes de l'Irlande et du Portugal se sont eux aussi sensiblement aggravés l'an dernier, atteignant 13% et 11% respectivement du produit intérieur brut. En revanche, on a observé un renforcement appréciable, de \$1,1 milliard à \$2,4 milliards, du solde positif des paiements courants de la Norvège, sous l'effet essentiellement de l'accroissement des recettes tirées des exportations de pétrole et de la stagnation de la situation économique intérieure. La Turquie est parvenue, l'an dernier, à réduire de \$1,1 milliard



son déficit en compte courant, qui s'est ainsi établi à \$2,1 milliards. Le volume de ses exportations a enregistré un développement exceptionnel de 60%, qui a résulté de la conjugaison d'un taux de change compétitif, d'une politique rigoureuse de régulation de la demande intérieure et de circonstances exceptionnelles. De plus, la Yougoslavie, la Finlande, le Danemark et l'Autriche ont bénéficié d'une amélioration notable de leur balance des opérations courantes, due principalement à une compression, sous l'influence de facteurs conjoncturels, du volume de leurs importations.

Dans les *pays en développement non pétroliers*, le déficit en compte courant s'est accru de \$10 milliards, selon les estimations, pour atteindre un niveau record de \$69 milliards. En raison surtout du niveau élevé des taux d'intérêt, le montant des règlements au titre des transactions invisibles a augmenté de \$2 milliards, mais la détérioration a été due en majeure partie à un accroissement des importations nettes de marchandises. Le creusement du déficit des échanges commerciaux, passé de \$45 milliards en 1980 à \$53 milliards en 1981, est surtout imputable à la détérioration de 5% des termes de l'échange, qui se sont affaiblis pour la quatrième année de suite. La croissance du volume des exportations, qui s'était établie à 8% en 1980, est revenue à 7% en 1981, tandis que le volume des importations a progressé au même rythme que l'année précédente, soit de 6%.

La dégradation de la balance commerciale globale de ces pays a été imputable, et au-delà, à un recul sensible de l'excédent au titre des échanges de produits de base autres que les combustibles. Cette évolution a été due à la forte baisse des cours des produits de base provoquée par la stagnation de l'activité dans les grands pays industriels. Au second semestre de 1981, les prix des matières premières autres que les combustibles, exprimés en dollars EU, se sont situés à 21% en moyenne au-dessous du niveau de la période correspondante de l'année précédente. Cette évolution a été compensée, en partie, par une diminution, sans doute de l'ordre de \$5-7 milliards, de la facture pétrolière nette en 1981, en dépit d'une augmentation de 11% du prix moyen du brut. Le développement rapide de la production nationale de pétrole a permis au groupe de réduire d'un tiers environ le volume de ses achats pétroliers à l'étranger. De plus, le déficit structurel des pays en développement non pétroliers au titre des échanges de produits manufacturés, qui s'était aggravé de \$30 milliards environ entre 1978 et 1980, ne semble plus s'être détérioré en 1981.

Par suite notamment de ces mouvements divergents des principales composantes de la balance commerciale globale, les divers groupes de pays en développement non pétroliers ont connu des évolutions assez contrastées en 1981 sur le plan des échanges commerciaux. En premier lieu, les pays en développement non membres de l'OPEP qui sont exportateurs nets de pétrole, ou qui couvrent pratiquement leurs propres besoins, ont vu se détériorer leur balance commerciale globale, qui est passée d'une position proche de l'équilibre en 1980 à un déficit de l'ordre de \$8 milliards. L'augmentation de leurs recettes d'exportation a été neutralisée, et au-delà, par un gonflement substantiel du volume de leurs importations. Au Mexique, principal pays producteur de pétrole de ce groupe, les revenus tirés des exportations de ce produit se sont accrus de près de moitié l'an dernier,

pour atteindre quelque \$14 milliards, mais les importations ont progressé de 25% environ, principalement à la suite de l'adoption d'un programme national d'investissement de grande envergure. En second lieu, les pays qui, ces dernières années, ont développé d'importantes capacités de production pour vendre des produits manufacturés à l'étranger sont parvenus à s'approprier des parts du marché des exportations en 1981. Le volume total de leurs ventes à l'étranger s'est accru de 13% selon les estimations (alors que les échanges mondiaux de produits manufacturés n'ont progressé que de 3%) et le déficit commercial cumulé de ces pays s'est sans doute contracté de quelque \$4 milliards en 1981. Néanmoins, plusieurs de ces pays ont dû faire face à une position extérieure précaire l'an dernier; c'est ainsi que le Brésil a été contraint de mettre en œuvre un programme de stabilisation interne qui a freiné les importations. Enfin, ce sont les nombreux pays en développement non pétroliers, dont les recettes d'exportation proviennent essentiellement de la vente de produits de base autres que les combustibles, qui ont connu en 1981 l'évolution la plus défavorable en matière d'échanges commerciaux. La baisse des cours des produits qu'ils exportent a engendré une nouvelle détérioration de leurs termes de l'échange, de sorte que le recul s'établit à plus de 20% au total depuis 1977. De fait, ces pays producteurs de matières premières ont contribué pour plus des deux tiers à la détérioration de \$45 milliards, depuis 1977, de la balance commerciale globale des pays en développement non pétroliers.

On estime que l'excédent global des échanges commerciaux des *économies à planification centralisée* est passé de \$6 milliards à \$11 milliards l'an dernier. Cette amélioration a été due en grande partie à la République populaire de Chine, dont le solde positif a bondi de moins de \$0,5 milliard à quelque \$4 milliards. Pour les pays d'Europe de l'Est (y compris l'URSS), on estime que l'excédent commercial a augmenté de \$1 milliard, pour s'établir à \$7 milliards environ, cet accroissement s'expliquant, et au-delà, par l'intensification des ventes d'or par l'Union Soviétique.

Les estimations concernant le solde des opérations courantes des pays d'Europe de l'Est avec les pays développés occidentaux font état d'un déficit de \$6 milliards en 1981, soit environ \$0,5 milliard de moins que le chiffre enregistré l'année précédente. La balance commerciale de ce groupe s'est améliorée de l'ordre de \$1,5 milliard, mais le solde des transactions invisibles s'est détérioré, le montant des décaissements nets ayant dépassé \$6 milliards contre \$5 milliards l'année précédente. Le solde excédentaire des transactions courantes de l'Union Soviétique avec les pays développés occidentaux s'est maintenu, selon les estimations, à près de \$2 milliards. La vive progression des ventes d'or a compensé, et au-delà, la détérioration substantielle des autres postes de la balance commerciale, engendrée en partie par un gonflement des importations de céréales. On estime que le déficit global des paiements courants des autres pays du groupe s'est très légèrement réduit, revenant juste au-dessous de \$8 milliards. La légère amélioration du solde des échanges commerciaux a été pratiquement annulée par une nouvelle détérioration des transactions invisibles due à l'alourdissement du service de la dette. Les résultats variables obtenus par ces divers pays en matière de commerce extérieur s'expliquent surtout par l'intensité différente de l'ajustement qu'ils ont opéré et qui fut imposé dans certains cas par l'accès limité aux crédits étrangers.

*Financement des déséquilibres globaux des paiements*

Le comportement des *pays de l'OPEP* en matière d'investissement au cours de l'année 1981 a nettement reflété la contraction rapide de leur excédent cumulé en compte courant et l'accentuation du clivage entre les positions extérieures des pays à faible capacité d'absorption et celles des pays à forte capacité d'absorption. Comme le montre le tableau ci-après, près des deux tiers des nouveaux investissements identifiés des pays de l'OPEP à l'étranger ont été réalisés au premier semestre, lorsque l'excédent global des transactions courantes atteignait quelque \$90 milliards en rythme annuel. Au dernier trimestre, le surplus de l'OPEP avait sans doute pratiquement disparu et le montant total des nouveaux placements identifiables des fonds du groupe s'était amenuisé, pour s'établir à moins de \$9 milliards.

La réorientation marquée des investissements vers le compartiment à plus long terme, qui avait accompagné la réduction de l'excédent de l'OPEP après le premier choc pétrolier, s'est à nouveau vérifiée l'an dernier. La part des placements à court terme dans le montant total des nouveaux investissements identifiés, qui ressortait à près de la moitié en 1980, est tombée à tout juste 6% en 1981. Les nouveaux dépôts identifiés de l'OPEP auprès des banques internationales se sont contractés d'une année sur l'autre, revenant de \$41,6 milliards à \$3,7 milliards seulement. Cette modification dans la structure par échéance des placements de l'OPEP a été liée, d'une part, aux divergences observées entre pays à forte capacité d'absorption et pays à faible capacité d'absorption dans leurs préférences en matière de liquidité et, d'autre part, à la détérioration prononcée des balances des

Répartition de l'excédent des pays de l'OPEP disponible à des fins d'investissement, 1980-81 (estimations)<sup>1</sup>

Rubriques	1980	1981		
		année entière	1 <sup>er</sup> semestre 2 <sup>ème</sup> semestre	
en milliards de dollars EU				
Excédent identifié disponible à des fins d'investissement . . . . .	86,5	53,9	33,9	20,0
Placements à court terme . . . . .	42,6	3,2	7,2	-4,0
<i>dont:</i>				
aux Etats-Unis <sup>2</sup> . . . . .	0,3	-2,6	-0,4	-2,2
au Royaume-Uni <sup>2</sup> . . . . .	16,3	8,4	5,7	2,7
<i>(dont: dépôts en euro-monnaies)</i> . . . . .	(14,8)	(7,9)	(4,9)	(3,0)
dans les autres pays industrialisés <sup>3</sup> . . . . .	26,2	-2,6	1,9	-4,5
Investissements à long terme . . . . .	43,9	50,7	26,7	24,0
<i>dont:</i>				
aux Etats-Unis . . . . .	13,8	18,7	7,8	10,9
au Royaume-Uni . . . . .	2,5	0,6	0,3	0,3
dans les autres pays industrialisés . . . . .	17,0	21,7	13,3	8,4
auprès des organismes internationaux <sup>4</sup> . . . . .	4,9	2,5	1,3	1,2
dans les pays en voie de développement . . . . .	6,7	7,2	4,0	3,2

<sup>1</sup> La différence entre la position en compte courant et les investissements à l'étranger identifiés correspond, sauf erreurs d'enregistrement, aux emprunts (déduction faite des remboursements) des pays de l'OPEP, aux entrées de fonds au titre des investissements directs, aux crédits commerciaux et aux autres flux de capitaux non identifiés. <sup>2</sup> Comprend les dépôts bancaires et les placements en instruments du marché monétaire. <sup>3</sup> Ne comprend que les dépôts bancaires. <sup>4</sup> BIRD et FMI.

Source: Banque d'Angleterre.

paiements des pays du premier groupe. D'après les données disponibles, les pays du Moyen-Orient considérés comme ayant une faible capacité d'absorption ont continué à renforcer le volume de leurs dépôts bancaires. Après correction de l'incidence des variations de change, leurs dépôts identifiés ont augmenté de près de \$20 milliards en 1981, soit une progression de \$6 milliards par rapport à l'année précédente. En revanche, les pays du Moyen-Orient membres de l'OPEP à forte capacité d'absorption ont réduit de \$11 milliards le montant de leurs dépôts bancaires, après un accroissement de \$16 milliards en 1980. Enfin, les préférences des pays de l'OPEP concernant la répartition géographique de leurs placements à court terme se sont profondément modifiées l'an dernier, cette modification résultant sans doute à la fois de la vigueur du dollar et des préférences pour les marchés traditionnels marquées par les rares pays encore excédentaires. Les nouveaux placements à court terme des pays de l'OPEP en tant que groupe ont été effectués en totalité au Royaume-Uni, sous la forme presque exclusivement de dépôts en eurodollars. En revanche, d'autres pays industriels, qui s'étaient taillé la part du lion en matière d'investissements à court terme de l'OPEP en 1980, ont enregistré l'an dernier des retraits de fonds s'élevant à \$5,2 milliards.

Le financement des déséquilibres de paiements des pays formant *l'ensemble Groupe des Dix et Suisse* est analysé plus en détail dans la section suivante. Pour cet ensemble, le financement externe a atteint un total de \$37 milliards, selon les estimations, soit environ \$10 milliards seulement de moins qu'en 1980, en dépit de la contraction de \$43 milliards du déficit des transactions courantes de ce groupe. Cela a été dû au fait que le redressement de la balance des paiements courants a été neutralisé dans une large mesure par un renversement du solde estimé des mouvements autonomes de capitaux (les critères en fonction desquels ces mouvements de capitaux ont été différenciés de ceux qui constituent, de par leur nature, des postes de financement sont exposés à la page 123), une position d'équilibre ayant fait place à \$33 milliards de sorties nettes. Le renversement du solde global des mouvements autonomes de capitaux s'explique essentiellement par un accroissement très sensible des sorties nettes de fonds bancaires des pays du Groupe des Dix vers le reste du monde, lié au tarissement des mouvements de capitaux des pays de l'OPEP vers les banques commerciales du Groupe des Dix. De plus, et sous l'effet également de la contraction de l'excédent de l'OPEP, le revirement du solde des mouvements autonomes de capitaux a reflété en partie le fait que les emprunts extérieurs contractés l'an dernier par les autorités à des fins de balances des paiements ont été très largement financés avec des capitaux provenant des pays du Groupe des Dix.

Le montant total des entrées de capitaux dans *les pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse* a été, avec \$28,5 milliards, inférieur l'an dernier à celui du déficit des paiements courants, de sorte que les réserves globales officielles de ce groupe (hormis les allocations de DTS et les variations des réserves d'or) ont diminué de \$3 milliards, alors qu'elles s'étaient renforcées d'un montant identique en 1980. Comme les années précédentes, les entrées de capitaux ont représenté en grande partie des emprunts nets auprès du système bancaire international; ceux-ci se sont élevés au total à \$13,5 milliards, après correction de l'incidence des variations de change, soit \$4 milliards de plus qu'en 1980. L'émission d'obligations

internationales a permis de collecter un total de \$5,8 milliards de ressources, soit un montant très proche de celui de l'année précédente. De plus, alors qu'en 1980 le groupe considéré dans son ensemble avait légèrement réduit le montant net de son endettement vis-à-vis du Fonds monétaire international, il s'est procuré \$0,5 milliard de crédits nets en 1981 auprès de cet organisme. Ce chiffre résulte, d'une part, de tirages nets de \$0,4 milliard et \$0,6 milliard respectivement, opérés par la Turquie et la Yougoslavie et, d'autre part, de remboursements nets effectués par plusieurs autres pays du groupe.

Le déficit des paiements courants des *pays en développement non pétroliers* a été essentiellement financé au moyen des trois mêmes sources que les années précédentes. Les entrées nettes au titre des investissements directs ont dû progresser de \$1,5 milliard, pour atteindre \$9 milliards au total. Le montant net des prêts consentis à des taux de faveur s'est accru de \$1,5 milliard, selon les estimations, pour s'établir à \$12 milliards; enfin, les emprunts nets auprès des banques qui communiquent des renseignements à la BRI se sont situés à \$31 milliards, après correction de l'incidence des variations de change, contre \$34 milliards en 1980. En outre, les tirages nets opérés par les pays en développement non pétroliers sur le Fonds monétaire international, en application de la directive sur l'élargissement de l'accès aux ressources du Fonds adoptée à la fin de 1980, se sont élevés au total à quelque \$5,5 milliards l'an dernier, soit environ \$2 milliards de plus qu'en 1980. Enfin, le montant global des réserves officielles, compte non tenu des allocations de DTS et des variations des encaisses métalliques, est resté pratiquement inchangé.

## **Evolution des balances des paiements dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse**

### *Ajustements des balances des paiements courants*

L'amélioration considérable de la balance globale des paiements courants de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse entre 1980 et 1981 a été largement répartie entre les divers pays. A l'exception de la Belgique et du Canada, tous ont enregistré une situation plus favorable de leurs paiements courants en 1981. Il est à noter toutefois que la réduction du déficit global de ce groupe est due, à hauteur de \$39 milliards, soit 90%, à quatre pays – Japon, Royaume-Uni, Allemagne et Pays-Bas. Dans les autres pays, le redressement, nettement moins important en termes de dollars, a cependant été, dans quelques cas, assez substantiel par rapport au produit national brut.

Parallèlement, l'évolution des balances des paiements courants a été marquée, en cours d'année, par l'apparition de profondes divergences. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, l'excédent dégagé a fortement fléchi entre les deux semestres de 1981, tandis qu'en France le déficit s'est notablement creusé. Dans trois autres pays, la balance des opérations courantes s'est sensiblement renforcée pendant l'année. D'un semestre à l'autre, l'excédent du Japon a plus que doublé et le déficit de l'Italie a été réduit de près de moitié; en Allemagne, la balance des paiements courants était devenue excédentaire au dernier trimestre.

La diminution globale du déficit consolidé des paiements courants recouvre des différences sensibles dans l'évolution enregistrée dans ce domaine par les pays du Groupe des Dix entre 1980 et 1981, différences dont la cause est à rechercher dans les mouvements divergents de trois éléments principaux: le solde du compte pétrolier, la balance des échanges non pétroliers et celle des transactions invisibles (transferts unilatéraux compris).

Les variations du solde du compte pétrolier des divers pays ont été moins divergentes l'an dernier que les mouvements des autres composantes de la balance des opérations courantes. Comme la «loi du prix unique» s'applique généralement au pétrole brut et aux produits pétroliers, les différences enregistrées dans l'évolution des soldes des comptes pétroliers ont été dues essentiellement à des variations différentes du volume des importations pétrolières, engendrées en partie par des facteurs conjoncturels et en partie par les politiques à court terme suivies en matière de stocks pétroliers. En diminuant notablement leurs achats à l'étranger, l'Allemagne et la France ont réduit en conséquence leurs versements pétroliers nets, tandis que, dans certains autres pays, la contraction du volume des importations pétrolières a été inférieure à la hausse de 12% du prix moyen de ce produit en 1981. Le changement le plus important est toutefois survenu au Royaume-Uni, où l'accroissement des exportations nettes de pétrole a contribué, à concurrence de quelque \$5 milliards, à l'amélioration de la balance des opérations courantes.

Les balances des transactions invisibles ont été très fortement influencées l'an dernier par les changements intervenus dans les flux de revenus nets des investissements. Ces changements ont été provoqués à la fois par les variations de stock des positions extérieures nettes des divers pays en matière d'investissements et par la montée des taux d'intérêt. Alors que les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont bénéficié d'un accroissement de leurs revenus nets tirés des investissements, leur balance des transactions invisibles faisant ressortir des améliorations de \$5,4 milliards et \$2,3 milliards respectivement, l'Italie, la France, le Japon et le Canada ont enregistré une détérioration à cet égard, résultant principalement de l'évolution défavorable des flux de revenus nets des investissements.

Les plus grandes divergences d'évolution des paiements courants des divers pays sont cependant intervenues dans leurs balances des échanges non pétroliers. Ces divergences sont en partie attribuables au degré de pénétration différent de ces pays sur les marchés extérieurs au Groupe des Dix, en particulier sur celui de l'OPEP, vers lequel les exportations des pays industriels ont afflué à un rythme de plus en plus soutenu. Mais, surtout, les performances différentes en matière d'échanges non pétroliers sont dues au fait que plus de la moitié du commerce extérieur total des pays de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse s'effectue entre ces pays eux-mêmes; aussi, les balances des échanges non pétroliers réagissent fortement aux modifications des pressions relatives de la demande et/ou des positions concurrentielles internationales au sein de ce groupe.

Le tableau de la page 114 cherche à donner une idée approximative de l'incidence exercée, au cours des deux dernières années, par les variations des termes de l'échange, des niveaux relatifs de l'activité économique et des «autres facteurs»

sur les balances des échanges non pétroliers des divers pays du Groupe des Dix. Les « autres facteurs » comprennent principalement les effets des modifications des positions concurrentielles internationales en termes de coûts et de prix, autrement dit des taux de change effectifs réels, ainsi que l'influence de facteurs autres que les prix, tels que la disponibilité, la qualité et la structure par produit des exportations. Pour évaluer quantitativement l'incidence de ces trois déterminants sur l'évolution des balances commerciales, on a utilisé la méthode suivante. Tout d'abord, les variations des balances des échanges non pétroliers ont été réparties en deux composantes, représentant la contribution des variations en volume et celle des modifications des prix commerciaux relatifs. L'effet des termes de l'échange est indiqué séparément dans le tableau. Ensuite, on a estimé indépendamment l'influence des situations conjoncturelles relatives sur les balances commerciales en termes réels, en tenant compte pour chaque pays, d'une part, de l'effet de la croissance économique dans les marchés d'exportation sur le volume de ses ventes à l'étranger et, d'autre part, de l'incidence des variations de la demande intérieure globale sur ses importations en volume. Enfin, les variations des balances commerciales effectives non attribuables à l'évolution des termes de l'échange ou aux pressions relatives de la demande ont été imputées aux « autres facteurs » mentionnés précédemment, cette rubrique englobant également les écarts d'estimation.

On peut distinguer plusieurs traits caractéristiques dans l'ajustement des balances des échanges non pétroliers des divers pays du Groupe des Dix au cours des deux dernières années. En premier lieu, on constate que l'évolution du taux de change a eu parfois une incidence sensible, par le biais des effets à court terme de la courbe en J. Ainsi, l'an dernier, les variations moyennes du taux de change effectif du dollar EU, du yen (appréciations de 12½% et de 13% respectivement) et du deutsche mark (dépréciation de 7½%) ont fortement affecté les termes de

**Composantes des variations des balances des échanges non pétroliers dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse, 1980-81 (estimations)<sup>1</sup>**

Pays	1980				1981			
	Variations de la balance des échanges non pétroliers	dues aux variations			Variations de la balance des échanges non pétroliers	dues aux variations		
		des termes de l'échange	de la situation conjoncturelle	des autres facteurs <sup>2</sup>		des termes de l'échange	de la situation conjoncturelle	des autres facteurs <sup>2</sup>
en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	½	- ½	6½	- 5½	4	- 8½	10	2½
Belgique . . . . .	- 1½	- 1½	1½	- 1½	1½	- 2	2½	1
Canada . . . . .	5	2	2	1	- 0	0	2	- 2
Etats-Unis . . . . .	22½	- 5½	12½	15½	- 8	16½	4½	- 29
France . . . . .	- 6	4½	3½	- 14	2½	1½	1½	- ½
Italie . . . . .	- 7½	1	- 3	- 5½	8	- 5½	½	13
Japon . . . . .	16½	- 5	5	16½	20	8½	9½	2
Pays-Bas . . . . .	2	2	4	- 4	5	1	5½	- 1½
Royaume-Uni . . . . .	3	4	10	- 11	3½	2	7	- 5½
Suède . . . . .	- ½	1	½	- 2	1½	½	2	- 1
Suisse . . . . .	- 2½ <sup>3</sup>	- 1½	- ½	- ½	1 <sup>3</sup>	0	1½	- ½

<sup>1</sup> Sur la base des statistiques douanières; exportations f.o.b. et importations c.a.f. <sup>2</sup> Comprend également l'élément résiduel dû à des facteurs d'ordre secondaire et aux déséquilibres initiaux des balances commerciales. <sup>3</sup> Non compris les postes «erratiques».

l'échange des produits non pétroliers des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne et exercé sur la balance commerciale des effets de prix importants, sensiblement différents de ceux qui avaient été ressentis en 1980.

En deuxième lieu, à l'exception de l'Italie et de la Suisse en 1980, où la vive poussée de la demande intérieure globale avait eu dans ces pays des répercussions conjoncturelles défavorables, tous les membres du Groupe des Dix ont enregistré une amélioration de leur balance commerciale en termes réels due à des facteurs conjoncturels en 1980 et 1981. Cela est imputable au fait que l'activité économique a été généralement plus soutenue à l'extérieur de la zone du Groupe des Dix. Mais, en outre, les variations des pressions relatives de la demande dans ces pays ont fortement affecté la répartition de cette incidence sur les balances des échanges non pétroliers au sein du Groupe des Dix. C'est ainsi que la reprise de la demande intérieure aux Etats-Unis en 1981 a nettement réduit par rapport à 1980 l'apport positif des effets conjoncturels sur la variation en volume de la balance des échanges non pétroliers de ce pays et qu'elle a contribué en même temps à l'accroissement considérable du volume des échanges de produits non pétroliers du Japon, qui est le deuxième fournisseur des Etats-Unis. En revanche, les gains importants en volume réalisés dans ce domaine, tant en 1980 qu'en 1981, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Allemagne, par le biais des facteurs conjoncturels, ont traduit essentiellement la faiblesse de la demande intérieure dans ces pays.

En troisième lieu, les chiffres du tableau donnent à penser que les « autres facteurs », avec au premier plan les mouvements des taux de change effectifs réels, ont pu exercer une influence notable, primordiale même dans certains cas, sur les variations des balances des échanges non pétroliers. Si la méthode utilisée pour isoler les différentes influences peut tout au plus fournir des ordres de grandeur, le tableau montre néanmoins que l'importance et, plus encore, le sens des variations dues entre 1980 et 1981 à d'« autres facteurs » ont correspondu grosso modo aux modifications survenues quelque temps auparavant dans les positions concurrentielles internationales des divers pays. Cette constatation vaut particulièrement pour deux grands pays: les Etats-Unis, où un changement de sens sensible dans la contribution des « autres facteurs » à la variation de la balance commerciale a suivi, avec un certain décalage, les mouvements du taux de change effectif réel du dollar; et le Royaume-Uni, qui a subi en 1980 et en 1981 les retombées de la détérioration de sa position concurrentielle internationale au cours des années précédentes. Au Japon également, où l'évolution favorable de l'élément résiduel s'est fortement atténuée en 1981, la compétitivité s'était affaiblie en 1980. Par contre, en Italie et en Allemagne, l'influence défavorable en 1980 des « autres facteurs » sur l'évolution de la balance commerciale a disparu l'an dernier, à la suite des dépréciations antérieures des taux de change effectifs réels de ces deux pays. Les effets de la compétitivité ont toutefois été moins ressentis dans certains des pays de moindre importance. En Suède et au Canada, cela peut tenir dans une certaine mesure à la part relativement élevée que représentent, dans les exportations de ces pays, les matières premières, moins sensibles généralement aux mouvements des taux de change effectifs réels. La faible réaction suscitée, dans le cas de la Belgique, par l'amélioration régulière de sa position concurrentielle depuis 1977 peut être



attribuée au fait que l'activité d'exportation est assez fortement orientée vers des marchés en perte de vitesse.

Parmi les pays du Groupe des Dix, le *Japon* est celui dont la balance des paiements courants a le plus varié l'an dernier, son solde étant passé d'un déficit de \$10,7 milliards en 1980 à un excédent de \$4,8 milliards. Ce retournement est attribuable, et au-delà, à l'expansion de \$17,9 milliards des exportations nettes, qui a porté intégralement sur les échanges non pétroliers. Le déficit traditionnel des transactions invisibles, transferts compris, s'est accru de \$2,4 milliards, en raison principalement de l'aggravation du déficit au titre des droits et redevances et du fléchissement des revenus nets des investissements.

L'accroissement sensible, l'an dernier, de l'excédent de la balance commerciale, qui s'est situé à \$20 milliards, a été dû à l'évolution favorable des échanges, tant en prix relatifs qu'en volume. Les termes de l'échange se sont améliorés de 2½%, ce qui a renforcé les effets, déjà considérables, de l'expansion de 10½% du volume des exportations et de la réduction de 2% de celui des importations. La quantité de combustibles minéraux importés a diminué de 6½%, tandis que les importations de produits non pétroliers se sont accrues de 2½% environ en volume. Les recettes d'exportation les plus importantes en termes de dollars EU sont provenues des ventes au Moyen-Orient (+23½%), aux Etats-Unis (+23%) et au Royaume-Uni (+26½%), tandis que les livraisons aux autres pays d'Europe occidentale n'ont progressé que de 7%. Du côté des importations, on a enregistré une très forte progression des achats en provenance du Royaume-Uni (+39½%), tandis que les achats aux autres pays d'Europe occidentale ont augmenté de 4%.

L'excédent commercial japonais a atteint son maximum au troisième trimestre de 1981, où il s'est élevé, sur une base désaisonnalisée, à \$6,3 milliards. Au quatrième trimestre, il a fléchi à \$5 milliards, le volume des exportations s'étant réduit de 4½%, tandis que celui des importations s'accroissait de 5%. Les trois premiers mois de 1982 ont été marqués par une nouvelle baisse de l'excédent commercial, qui est revenu à \$3,9 milliards. Etant donné toutefois que les paiements invisibles nets ont également diminué au cours de cette période, la balance désaisonnalisée des opérations courantes s'est soldée par un excédent de \$0,9 milliard, ce qui n'est que très légèrement inférieur au chiffre du trimestre précédent.

Au *Royaume-Uni*, l'excédent des paiements courants a atteint, selon les estimations, le niveau record de \$16,2 milliards en 1981, soit un accroissement de \$8,8 milliards par rapport à 1980, dû à hauteur des trois quarts aux échanges de marchandises. Du côté des échanges invisibles, la progression de \$2,3 milliards des recettes nettes a été entièrement attribuable à la réapparition d'un excédent au titre des revenus des investissements. Cette dernière amélioration a résulté essentiellement d'un accroissement des recettes nettes des banques britanniques au titre des intérêts sur les emprunts et les prêts en monnaies étrangères ainsi que d'un recul des gains réalisés par les compagnies pétrolières étrangères dans leurs opérations au Royaume-Uni.

L'estimation officielle sur la balance des paiements courants pour 1981 fait état d'un excédent commercial légèrement supérieur à \$9 milliards, contre \$2,8 milliards en 1980. Ce renforcement s'explique pour beaucoup par le fait que le Royaume-Uni est devenu un important exportateur net de pétrole. Les statistiques douanières indiquent que la balance des échanges pétroliers, qui était pratiquement en équilibre en 1980, est devenue excédentaire, à concurrence de plus de \$5 milliards, et que le déficit des échanges non pétroliers a reculé de \$3,6 milliards, pour s'établir à \$3,9 milliards.

Il est difficile de cerner l'évolution de la balance commerciale en 1981, en raison de l'absence de statistiques pendant plusieurs mois, par suite d'une grève des fonctionnaires, et de changements dans la méthode d'enregistrement des exportations. Il apparaît clairement, cependant, que l'excédent commercial s'est assez fortement réduit dans le courant de l'année. Une comparaison de données désaisonnalisées sur les échanges, sur la base des statistiques de la balance des paiements, entre les premier et quatrième trimestres de 1981, montre que, si l'excédent des échanges pétroliers s'est contracté de \$0,5 milliard, la balance des échanges non pétroliers a subi une détérioration bien plus forte, puisque le surplus de \$2 milliards a fait place à un déficit de \$0,3 milliard. Les exportations comme les importations de produits non pétroliers avaient atteint des niveaux anormalement bas au premier trimestre de 1981, mais les unes comme les autres se sont redressées dans le courant de l'année. Au quatrième trimestre, le volume des exportations non pétrolières (à l'exclusion des postes «erratiques») était supérieur de 10½% à celui des trois premiers mois, tandis que le volume des importations non pétrolières faisait ressortir une progression de 24% entre les deux périodes, par suite en partie du ralentissement du déstockage après le milieu de l'année. Un examen de l'évolution en volume des échanges non pétroliers sur une période plus longue révèle que les achats à l'étranger se sont accrus de plus de 8% entre le début de 1980 et le dernier trimestre de 1981, malgré le fléchissement de la demande intérieure, tandis que les exportations ont diminué de 1½%. Ces mouvements traduisent certainement en partie une perte de compétitivité internationale.

En raison surtout de la contraction des exportations nettes de pétrole, l'excédent commercial désaisonnalisé n'a atteint que \$0,1 milliard pour les deux premiers mois de 1982, contre \$0,5 milliard pour les deux mois précédents. Pour ce qui est des opérations courantes, l'excédent des deux premiers mois de cette année est estimé à \$1,9 milliard.

En *Allemagne*, l'évolution des paiements courants en 1981 a été dominée par les variations de la balance commerciale. L'amélioration de \$8,6 milliards en compte courant, qui a réduit le déficit de plus de moitié, pour le ramener à \$7,6 milliards, est attribuable en quasi-totalité à la progression de \$7,9 milliards de l'excédent commercial. Ce dernier est passé, en données corrigées des variations saisonnières, de \$1,5 milliard au premier trimestre à \$6,5 milliards au quatrième, transformant ainsi le déficit de \$4,4 milliards des paiements courants en un excédent de \$1,6 milliard. Le solde négatif des transactions invisibles et des transferts, bien que plus élevé qu'en 1980 en termes de deutsche marks, a fait apparaître, exprimé en dollars, un léger fléchissement de \$0,7 milliard et s'est établi à \$22,8 milliards.

L'amélioration de l'excédent commercial est attribuable, à hauteur de 40% environ, au fléchissement des règlements pétroliers nets, le volume des importations de pétrole s'étant contracté de près de 15%. De plus, la balance des échanges non pétroliers a bénéficié d'un accroissement de 5½% du volume des exportations, soit plus de deux fois la croissance réelle dans les marchés d'exportation de l'Allemagne, l'an dernier. Cette évolution reflète à la fois l'amélioration de la position concurrentielle de l'Allemagne engendrée par la dépréciation du deutsche mark et la progression particulièrement marquée des exportations à destination des pays de l'OPEP. Les importations de produits non pétroliers n'ont fléchi que de 1% en termes réels, malgré la réduction de 2½% de la demande intérieure globale, ce qui donne à penser que les fournisseurs étrangers ont pu accepter de réduire leurs marges bénéficiaires pour conserver leur part du marché allemand. Outre la progression de plus de 50%, en termes de deutsche marks, des exportations vers les pays de l'OPEP, des augmentations substantielles ont également été enregistrées par les ventes aux pays en voie de développement (+23%), aux Etats-Unis (+21%) et au Royaume-Uni (+14%), alors que les exportations à destination des pays à planification centralisée n'ont presque pas bougé. L'amélioration enregistrée en termes de deutsche marks en 1981 dans la balance commerciale est intervenue pour plus de moitié à l'égard des pays de l'OPEP; par contre, la balance des échanges avec les pays de la CEE est restée pratiquement inchangée.

Le renforcement tendanciel de la position extérieure de l'Allemagne s'est poursuivi au premier trimestre de 1982. Grâce aux résultats favorables des échanges commerciaux, le déficit des paiements courants est revenu à \$0,7 milliard, alors qu'il avait atteint \$4,4 milliards au trimestre correspondant de 1981.

La balance des opérations courantes des *Pays-Bas* s'est, elle aussi, très sensiblement redressée l'an dernier, un déficit de \$2,6 milliards ayant fait place à un excédent de \$3,4 milliards, par suite essentiellement de la vive amélioration des échanges de marchandises. En outre, les décaissements invisibles nets se sont légèrement réduits, passant de \$1,4 milliard à \$0,9 milliard, en raison de l'apparition d'un léger excédent au poste des services. Les termes de l'échange n'ayant pas varié l'an dernier, le renversement spectaculaire de la balance commerciale, dont le déficit de \$1,2 milliard a fait place à un excédent de \$4,3 milliards, est principalement attribuable à la contraction de 7% du volume des importations. Cette évolution est due surtout à la faiblesse de la demande intérieure globale qui, selon les estimations, a reculé de 5%, soit plus que dans aucun autre pays de l'OCDE. Cette régression traduit un fléchissement des investissements et du stockage, dont on pouvait escompter dans chaque cas des répercussions relativement importantes sur la demande de produits importés. Le volume des exportations, pour sa part, n'a progressé que de 1%.

En *Suisse*, l'amélioration de la balance des paiements courants entre 1980 et 1981 (déficit de \$0,5 milliard remplacé par un excédent de \$2,3 milliards) a permis d'inverser l'évolution défavorable enregistrée entre 1979 et 1980. Le poste des transactions invisibles a participé à cette amélioration, avec une progression de \$0,4 milliard des recettes nettes, mais la contribution la plus importante a été celle des échanges de marchandises, dont le déficit s'est réduit de \$2,4 milliards, pour

s'établir à \$3,5 milliards. Cette réduction a été attribuable, à hauteur de \$1 milliard environ, à l'amélioration des échanges au titre des postes «erratiques», englobant notamment les pierres précieuses et les œuvres d'art. Si l'on fait abstraction de ces postes, les exportations ont progressé de 3% en termes réels, ce qui implique une extension de la part de marché, tandis que les importations ont reculé de 2%, sous l'effet en partie du fléchissement de la demande intérieure. Ces variations en volume ont largement contrebalancé la légère détérioration des termes de l'échange.

Aux *Etats-Unis*, l'excédent des opérations courantes s'est accru de \$2,9 milliards en 1981, pour atteindre \$6,6 milliards. Les importations nettes de marchandises ont enregistré une progression de \$2,5 milliards, plus que compensée cependant par l'amélioration de \$5,4 milliards de l'excédent des transactions invisibles et des transferts, qui est passé à \$34,4 milliards. Ce dernier mouvement a été dû en majeure partie aux flux des revenus nets des investissements. Si les gains nets provenant des investissements directs, sous la forme essentiellement de bénéfices non distribués, ont diminué de \$5 milliards par rapport à 1980, les revenus nets des autres investissements se sont accrus, par contre, de \$9 milliards, du fait surtout de l'ascension des taux d'intérêt l'an dernier.

La légère aggravation du déficit des échanges visibles, qui s'est établi à \$27,8 milliards, a été le résultat net d'évolutions opposées des volumes et des prix. En termes réels, la balance commerciale s'est détériorée l'an dernier de quelque \$15 milliards, le volume des exportations se contractant de 1% et celui des importations s'accroissant de 5%. L'augmentation globale des importations réelles recouvre une diminution d'environ 11½% du volume des achats de pétrole à l'étranger et une forte expansion (+12½%) de celui des importations de produits non pétroliers. L'incidence défavorable de cette évolution en volume a été compensée en majeure partie par l'amélioration de 5½% des termes de l'échange, résultant de la forte appréciation du taux de change effectif du dollar.

Mis à part un redressement de \$9,4 milliards du déficit commercial enregistré vis-à-vis de l'OPEP, les balances des échanges commerciaux avec tous les grands groupes de pays se sont détériorées en 1981. En particulier, le solde dégagé au titre des échanges de marchandises avec les autres pays industriels s'est renversé, passant d'un excédent de \$9,5 milliards en 1980 à un déficit de \$2,2 milliards en 1981, à cause exclusivement de la détérioration des balances commerciales à l'égard des pays de la CEE et du Japon. Par catégorie de produits, on enregistre une forte contraction (—\$7,5 milliards) des exportations nettes de fournitures industrielles et de matières premières autres que le pétrole ainsi qu'un accroissement de \$5,5 milliards du déficit des échanges de biens de consommation, véhicules automobiles compris.

Alors que le déficit commercial ne s'est que faiblement creusé sur l'ensemble de 1981, une détérioration sensible s'est cependant produite au fil des mois, malgré la baisse de \$2,3 milliards des importations nettes de pétrole brut et de produits pétroliers. Comme les termes de l'échange se sont considérablement améliorés pendant la seconde moitié de 1981 (progression de 6% par rapport au premier semestre), l'évolution en volume a sans doute été particulièrement défavorable durant cette période. Etant donné que, dans le même temps, les pressions relatives

de la demande sur la balance commerciale ont commencé à s'atténuer en raison du fléchissement de la demande globale aux Etats-Unis dans les derniers mois de 1981, la détérioration du solde des échanges commerciaux durant l'année a donc résulté essentiellement de la baisse persistante de la compétitivité internationale. Pendant les trois premiers mois de 1982, durant lesquels les importations ont diminué plus rapidement que les exportations, le déficit commercial désaisonnalisé s'est réduit à \$5,9 milliards, alors qu'il avait atteint \$9,1 milliards au dernier trimestre de 1981.

En *Suède*, la réduction du déficit des paiements courants, qui est passé de \$4,5 milliards en 1980 à \$3 milliards en 1981, a été due, et au-delà, au renversement de la balance des échanges commerciaux, dont le solde négatif de \$0,4 milliard a été remplacé par un excédent de \$1,5 milliard. Le déficit des transactions invisibles, en revanche, s'est détérioré de \$0,4 milliard pour se situer à \$4,5 milliards, chiffre qui englobe l'accroissement de \$0,7 milliard du solde négatif des revenus des investissements. L'évolution du commerce des marchandises a été dominée par une contraction de 7% du volume des importations, traduisant une nette régression de la demande finale et un mouvement de déstockage du pétrole. Les exportations ont progressé de 1½% en volume sur l'ensemble de l'année, ce redressement étant intervenu après la dévaluation de 10% de la couronne en septembre. Le gain en volume enregistré par la balance commerciale a été en partie annihilé par une détérioration de 2% des termes de l'échange.

En *Italie*, le déficit des opérations courantes a diminué de \$1 milliard en 1981, pour s'établir à \$8,7 milliards. Le solde négatif des échanges commerciaux s'est fortement réduit, passant de \$16,4 milliards à \$10,9 milliards, mais cette amélioration a été compensée en grande partie par la baisse de \$4,5 milliards de l'excédent des transactions invisibles, due essentiellement à l'augmentation des décaissements au titre des revenus des investissements et à la contraction des recettes nettes du tourisme.

Les statistiques douanières indiquent que la réduction des importations nettes de marchandises, l'an dernier, a été imputable entièrement aux échanges de produits non pétroliers. Le montant net de la facture pétrolière s'est en effet accru de \$1,8 milliard, le volume des importations de pétrole ne s'étant réduit que de 3½% alors que le prix moyen à l'importation de ce produit a subi une hausse de 13% par rapport à 1980. L'amélioration de \$8,3 milliards de la balance des échanges non pétroliers a résulté en totalité de l'évolution favorable en volume et ce, malgré la détérioration de près de 10% des termes de l'échange. En volume, les ventes à l'étranger ont marqué une expansion vigoureuse (+5½%), avec un accroissement de 13% à 17% de la part des livraisons aux pays de l'OPEP dans la valeur globale des produits exportés. En ce qui concerne les importations, leur volume s'est contracté de 11½%, ce qui représente la baisse de loin la plus forte accusée au sein des grands pays industriels en 1981. Si cette évolution a été due en partie à la chute brutale de la demande intérieure globale, son ampleur s'explique également par l'introduction, en mai, du système de dépôts préalables à l'importation.

En 1981, la situation des paiements courants de l'Italie s'est améliorée au fil des mois beaucoup plus qu'il n'apparaît au vu des données annuelles. En rythme

annuel désaisonnalisé, le déficit est revenu de \$11 milliards au premier semestre à \$6 milliards seulement au second, amélioration attribuable en quasi-totalité à l'évolution de la balance commerciale.

En *France*, le déficit des paiements courants en 1981 (\$7,5 milliards) n'a été que très légèrement inférieur à celui de 1980. Le solde négatif de la balance commerciale s'est réduit de \$3,5 milliards, mais cette réduction a été pratiquement compensée par la contraction de \$3,1 milliards de l'excédent des transactions invisibles, due pour l'essentiel à la baisse des recettes nettes au titre des revenus des investissements. Les statistiques douanières indiquent qu'un tiers approximativement de l'amélioration de la balance commerciale est imputable à une diminution du volume des importations nettes de pétrole. L'amélioration de la balance des échanges de produits non pétroliers s'explique, d'une part, par le fait que l'expansion en volume des exportations a quelque peu dépassé celle des importations et, d'autre part, par la légère progression des termes de l'échange non pétroliers. Les exportateurs français de produits manufacturés paraissent avoir bénéficié de la baisse prononcée du taux de change effectif réel du franc français depuis 1980. L'expansion du volume des importations s'est concentrée sur la dernière partie de l'année, sous l'effet du redressement de la demande intérieure lié à la réorientation de la politique économique. En rythme annuel désaisonnalisé, le déficit commercial s'est élargi de \$7,4 milliards au premier semestre à \$10,4 milliards au second.

En 1981, le déficit des transactions courantes de l'*Union économique belgo-luxembourgeoise* s'est légèrement accru, passant à \$5,3 milliards, en raison exclusivement d'une légère détérioration de la balance commerciale. Les statistiques douanières indiquent que les effets défavorables exercés par la baisse de 5% des termes de l'échange ont été en grande partie compensés par la réduction de 4% du volume des importations. Les exportations sont restées stationnaires en termes réels, bien que la compétitivité n'ait cessé de s'améliorer depuis 1977. Le comportement relativement médiocre des ventes à l'étranger semble principalement attribuable à des facteurs structurels. En Belgique, les exportations sont plus fortement concentrées que dans d'autres pays industriels sur des produits – tels que l'acier et les textiles – dont les échanges ne se sont accrus qu'assez lentement et qui font l'objet d'une vive concurrence de la part des pays nouvellement industrialisés.

Le déficit des paiements courants du *Canada*, qui s'était notablement réduit en 1980, s'est élargi de \$3,9 milliards en 1981, pour atteindre \$5,5 milliards. L'excédent des échanges de marchandises s'est contracté de \$1,3 milliard, surtout en raison d'un conflit entre la province d'Alberta et le gouvernement fédéral au sujet de la tarification de l'énergie, ce qui a perturbé pendant quelque temps la production nationale de pétrole et entraîné un accroissement des importations de ce produit. Les soldes des échanges des autres grandes catégories de matières premières n'ont pratiquement pas varié. La détérioration (–\$2,6 milliards) du solde des transactions invisibles a été due pour beaucoup à l'accroissement de \$1,1 milliard des versements nets d'intérêts aux non-résidents, ce qui reflète l'extension sensible du portefeuille étranger d'actifs rémunérés au Canada et, dans une moindre mesure, la hausse des taux d'intérêt servis sur ces titres.

*Flux de capitaux et financement des déséquilibres extérieurs*

La réduction du déficit global des paiements courants de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse en 1981 s'est accompagnée d'un mouvement compensateur, sensiblement de même ampleur, de la balance des mouvements de capitaux du secteur privé (y compris les postes «Erreurs et omissions» des transactions courantes de ces pays), qui est passée d'une position presque équilibrée en 1980 à environ \$40 milliards de sorties nettes au total. Comme on l'a souligné précédemment, une part importante de ces sorties a été due à la très forte progression des exportations nettes de capitaux par les banques sises dans les pays du Groupe des Dix.

Pays du Groupe des Dix et Suisse: flux de capitaux et financement des déséquilibres extérieurs, 1980-81

Pays	Années	Balance des paiements courants	Flux de capitaux autonomes (chiffres nets)				Solde des paiements courants plus mouvements de capitaux autonomes	Mode de financement	
			Secteur public <sup>1</sup>	Investissements directs	Autres capitaux privés et poste «Erreurs et omissions»	Total		emprunts nets du secteur public <sup>2</sup> (augmentation +)	mouvements nets monétaires officiels <sup>3</sup> (amélioration -)
en milliards de dollars									
Allemagne fédérale . . .	1980	- 16,2	- 0,6	- 3,3	- 7,4	- 11,3	- 27,5	12,2	15,3
	1981	- 7,6	- 2,5	- 2,8	1,0	- 4,3	- 11,9	11,2	0,7
Belgique-Luxembourg	1980	- 5,1	- 0,1	1,4	- 0,3	1,0	- 4,1	5,0	- 0,9
	1981	- 5,3	- 0,1	1,7	- 6,1	- 4,5	- 9,8	7,5	2,3
Canada . . . . .	1980	- 1,6	2,6	- 1,9	- 0,4	0,3	- 1,3	0,6	0,7
	1981	- 5,5	6,3	- 8,5	8,5	6,3	0,8	- 0,6	- 0,2
Etats-Unis . . . . .	1980	3,7	- 3,0	- 7,7	- 2,1	- 12,8	- 9,1	1,2	7,9
	1981	6,6	- 0,2	11,7	- 17,2	- 5,7	0,9	- 1,9	1,0
France . . . . .	1980	- 7,9	- 1,2	0,2	10,0	9,0	1,1	5,5 <sup>4</sup>	- 6,6
	1981	- 7,5	- 1,0	- 0,7	- 3,1	- 4,8	- 12,3	7,3 <sup>4</sup>	5,0
Italie . . . . .	1980	- 9,7	- 0,2	- 0,2	7,0	6,6	- 3,1	3,8	- 0,7
	1981	- 8,7	- 0,1	- 0,1	3,6	3,4	- 5,3	4,6	0,7
Japon . . . . .	1980	- 10,7	4,1	- 2,1	13,4	15,4	4,7	-	- 4,7
	1981	4,8	5,1 <sup>5</sup>	- 4,7	- 1,0	- 0,6	4,2	-	- 4,2
Pays-Bas . . . . .	1980	- 2,6	- 0,1	- 1,4	5,1	3,6	1,0	-	- 1,0
	1981	3,4	- 0,2	- 2,0	- 1,9	- 4,1	- 0,7	-	0,7
Royaume-Uni . . . . .	1980	7,4	0,5	- 1,1	- 6,9	- 7,5	- 0,1	- 2,2	2,3
	1981	16,2	0,1	- 5,5	- 12,6	- 18,0	- 1,8	- 3,2	5,0
Suède . . . . .	1980	- 4,5	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,8	- 5,3	5,2	0,1
	1981	- 3,0	- 0,2	- 0,6	2,4	1,6	- 1,4	1,7	- 0,3
Suisse . . . . .	1980	- 0,5	-	-	- 3,4	- 3,4	- 3,9	-	3,9
	1981	2,3	-	-	- 2,0	- 2,0	0,3	-	- 0,3
Total . . . . .	1980	- 47,7	1,9	- 16,5	14,7	0,1	- 47,6	31,3	16,3
	1981	- 4,3	7,2	- 11,5	- 28,4	- 32,7	- 37,0	26,6	10,4

<sup>1</sup> Autres que les emprunts. <sup>2</sup> Emprunts contractés à l'étranger par les pouvoirs publics ou à leur instigation pour des considérations de balance des paiements, y compris les emprunts en monnaies étrangères effectués par l'intermédiaire de banques résidentes. <sup>3</sup> Ne comprend pas les allocations de DTS ni, en principe, les corrections de l'incidence des variations de change. <sup>4</sup> Comprend les emprunts des entreprises privées du secteur non bancaire soumis à l'autorisation des pouvoirs publics. <sup>5</sup> Estimation.

Le tableau de la page 122 présente, sous une forme résumée, les balances générales des paiements des divers pays du groupe en 1980 et en 1981, en opérant, dans la mesure du possible, une distinction entre les mouvements de capitaux de caractère autonome et ceux qui constituent des postes de financement. Pour ce faire, on a classé sous la catégorie des mouvements autonomes tous les mouvements de capitaux qui ne peuvent être identifiés avec une certitude suffisante comme des opérations d'emprunt effectuées à l'étranger par les autorités, ou à leur instigation, pour financer des déséquilibres extérieurs. Dans certains cas, la classification des flux de capitaux est quelque peu arbitraire, la ligne de partage entre transactions autonomes et opérations compensatoires n'étant pas toujours très nette. Ainsi, bien que tous les flux de capitaux privés aient été considérés comme autonomes (sauf lorsqu'un financement officiel extérieur a été opéré par l'intermédiaire du système bancaire national ou lorsque des emprunts contractés à l'étranger par des entreprises du secteur privé étaient soumis à l'autorisation des pouvoirs publics), ils ont été influencés, dans certains cas, par des mesures administratives prises par les autorités. Le tableau indique séparément les flux d'investissements directs et les autres mouvements de capitaux privés, ces derniers étant en général plus sensibles aux évolutions des taux d'intérêt et des taux de change. Ces évolutions, qui affectent essentiellement la structure des flux de capitaux privés au sein de la zone du Groupe des Dix, ont joué un rôle déterminant dans les variations intervenues entre 1980 et 1981 dans la balance des mouvements de capitaux privés de la plupart des pays du groupe.

Dans la quasi-totalité des pays du Groupe des Dix, le solde des mouvements autonomes de capitaux en 1981 a fortement varié, très fortement parfois, par rapport à 1980. Dans cinq pays — Royaume-Uni, Japon, Pays-Bas, Canada et Italie — la variation des flux de capitaux autonomes a compensé grosso modo celle du solde des paiements courants d'une année sur l'autre. Dans quatre autres pays — Allemagne, Etats-Unis, Suède et Suisse — la variation du solde des mouvements de capitaux a renforcé celle des paiements courants, tandis qu'en France et dans l'Union économique belgo-luxembourgeoise les déficits à peu près inchangés des opérations courantes se sont accompagnés d'une détérioration sensible du solde des mouvements de capitaux d'une année sur l'autre.

Au *Royaume-Uni*, le total des sorties autonomes de capitaux s'est accru de \$ 10,5 milliards en 1981, pour s'établir à \$ 18 milliards, ce qui a plus que compensé l'amélioration de la balance des paiements courants entre les deux années. L'une des deux causes principales de cet accroissement a été le quintuplement des sorties nettes au titre des investissements directs, qui se sont établies à \$ 5,5 milliards, mouvement qui a résulté, à parts sensiblement égales, de l'augmentation des investissements britanniques à l'étranger et de la réduction des investissements directs au Royaume-Uni. Ces changements ont peut-être été liés en partie au niveau très faible des bénéfices des sociétés au Royaume-Uni. Au poste des autres mouvements de capitaux du secteur privé, pour lequel le total des sorties nettes a presque doublé, avec \$ 12,6 milliards, le principal changement a été la vive progression du solde défavorable du poste « Erreurs et omissions », qui est passé de \$ 1 milliard à \$ 5 milliards. L'autre élément essentiel des sorties de capitaux privés a été constitué par les investissements nets de portefeuille à l'étranger qui, après avoir considéra-



blement augmenté en 1980 à la suite de l'abolition du contrôle des changes et atteint \$6,7 milliards, ont poursuivi leur mouvement ascendant en 1981, pour s'établir à \$7,6 milliards.

Le total des sorties nettes au titre des opérations autonomes en capital a dépassé de \$1,8 milliard l'excédent estimé des paiements courants, et les autorités ont effectué, au cours de l'année, \$3,2 milliards de remboursements, anticipés pour certains, sur leurs emprunts à l'étranger. Il en est résulté une réduction de \$5 milliards des avoirs monétaires officiels nets, qui s'est reflétée intégralement dans une baisse des réserves.

Au *Japon*, comme au Royaume-Uni, le redressement spectaculaire du solde des paiements courants a été compensé, et au-delà, par les variations des transactions autonomes en capital. Les \$15,4 milliards d'entrées nettes autonomes enregistrées en 1980 ont fait place à \$0,6 milliard de sorties nettes, qui ont été largement couvertes par l'excédent de \$4,8 milliards des paiements courants. La progression de \$4,2 milliards des avoirs monétaires officiels nets qui en est résultée a été à peu près égale à celle de 1980.

Si les sorties nettes de capitaux du secteur public ont, d'après les estimations, augmenté de \$1 milliard en 1981, pour dépasser \$5 milliards, les mouvements de capitaux du secteur privé ont accusé un revirement prononcé, les \$11,3 milliards d'entrées nettes en 1980 ayant fait place à \$5,7 milliards de sorties nettes en 1981. La cause principale de ce retournement — qui a porté entièrement sur les transactions en capital des résidents — a sans doute été l'écart sensible entre les taux d'intérêt japonais et américains, qui a favorisé les investissements en actifs libellés en dollars durant toute l'année. Les exportations nettes de capitaux privés à long terme se sont accrues de quelque \$10 milliards, pour atteindre un total de \$11,6 milliards. Au poste des investissements directs, les sorties nettes se sont renforcées de \$2,6 milliards et ont atteint \$4,7 milliards, et un mouvement semblable au poste des investissements de portefeuille du secteur privé a ramené les entrées nettes à \$1,2 milliard. Les autres sorties nettes de capitaux à long terme, qui comprennent les crédits commerciaux et les prêts privés, se sont inscrites en hausse de \$4,5 milliards, pour se situer à \$8 milliards. Les entrées nettes de capitaux à court terme (poste «Erreurs et omissions» compris) sont revenues de \$13,1 milliards à \$5,9 milliards, en raison principalement d'une baisse de \$6,8 milliards des entrées nettes de capitaux bancaires.

Aux *Pays-Bas*, également, l'amélioration de la balance des opérations courantes a été plus que compensée par le retournement du solde des mouvements de capitaux autonomes, les \$3,6 milliards d'entrées nettes en 1980 ayant été remplacées par \$4,1 milliards de sorties nettes en 1981. L'élément essentiel de ce changement a été le renversement du solde des transactions extérieures du secteur bancaire, \$0,9 milliard de sorties nettes ayant succédé à \$4,4 milliards d'entrées nettes. Pendant les trois premiers trimestres, on a enregistré d'importantes sorties nettes par le canal des banques, liées surtout au fait que l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués sur le florin et sur le deutsche mark — monnaies qui sont en général considérées comme des substituts quasi parfaits — a évolué en février en faveur du deutsche mark. D'ailleurs, au dernier trimestre, l'écart des taux d'intérêt étant

redevenu favorable au florin, les sorties nettes ont fait place à d'importantes entrées. En outre, les entrées nettes au titre des investissements de portefeuille ont été inférieures de plus de \$2 milliards à celles de 1980, du fait de la réduction substantielle des acquisitions de valeurs mobilières néerlandaises par les non-résidents. Comme le total des sorties nettes de capitaux autonomes a dépassé de \$0,7 milliard en 1981 l'excédent des paiements courants, il en est résulté un recul correspondant des avoirs monétaires officiels nets.

Au *Canada*, les besoins de financement extérieur se sont très fortement amplifiés en 1981. Le déficit en compte courant a triplé, pour ressortir à \$5,5 milliards, et les prises de contrôle de sociétés à capital étranger par des intérêts canadiens, principalement dans l'industrie du pétrole et du gaz naturel, se sont traduites par une augmentation des sorties nettes au titre des investissements directs, qui sont passées de \$1,9 milliard à \$8,5 milliards. Ces besoins de financement ont été couverts, et au-delà, par les entrées nettes engendrées par des mouvements de capitaux autonomes autres que les investissements directs. Les entrées de capitaux destinés au secteur public se sont élevées au total à \$6,3 milliards, contre \$2,6 milliards en 1980, grâce essentiellement au volume exceptionnellement élevé des émissions d'obligations à l'étranger par les provinces et les municipalités. En outre, on a noté \$16,1 milliards d'entrées nettes de capitaux à court terme par l'intermédiaire du système bancaire, les banques ayant emprunté à l'étranger des montants considérables en devises pour financer des prêts à des résidents canadiens, dans le cadre notamment des opérations de prise de contrôle mentionnées précédemment. Le poste «Erreurs et omissions» de la balance des paiements, qui s'est soldé par \$7,1 milliards de sorties non identifiées, a en partie compensé ces entrées de fonds bancaires.

En *Italie*, la légère réduction en 1981 du déficit des paiements courants a été plus que compensée par le fléchissement des entrées nettes au titre des mouvements autonomes de capitaux, qui sont passées de \$6,6 milliards à \$3,4 milliards. De ce fait, les besoins officiels de financement se sont accrus l'an dernier, pour atteindre \$5,3 milliards, montant qui a été couvert pour l'essentiel par des emprunts du secteur public à l'étranger. La contraction des entrées nettes de capitaux autonomes recouvre des modifications très importantes et, dans une large mesure, compensatoires d'une année sur l'autre, dans la structure des flux de capitaux bancaires et de fonds privés non bancaires identifiés autres que les investissements directs. Dans le secteur bancaire, le montant considérable d'entrées nettes (\$8 milliards) de 1980 a fait place à \$1,4 milliard de sorties nettes; dans le secteur privé non bancaire, où la balance des opérations en capital (à l'exclusion des investissements directs) avait été pratiquement en équilibre en 1980, on a enregistré \$7 milliards d'entrées nettes en 1981, qui ont revêtu, pour la moitié environ, la forme de crédits commerciaux. Ces mouvements, considérés comme autonomes dans le tableau, ont été induits, dans une certaine mesure, par deux dispositions administratives – le plafonnement du financement bancaire des importations et le système de dépôts préalables à l'importation – appliquées dans les premiers mois de 1981. Ces mesures visaient à redresser la balance commerciale, mais il est clair qu'elles ont également eu pour effet de transférer une partie du financement de la balance des paiements courants du secteur bancaire sur le secteur non bancaire.

En *Allemagne*, l'amélioration de la balance des opérations courantes en 1981 s'est accompagnée d'une forte baisse des sorties nettes de capitaux autonomes, qui ont fléchi de \$11,3 milliards à \$4,3 milliards. De ce fait, les besoins de financement du secteur public sont revenus au total, d'une année sur l'autre, de \$27,5 milliards à \$11,9 milliards. Alors que l'année 1980 avait été marquée par une perte notable de réserves officielles, le financement du secteur public en 1981 a été, au contraire, presque intégralement assuré par voie d'emprunts extérieurs (\$11,2 milliards). Sur ce montant, \$10,1 milliards ont été empruntés par le gouvernement fédéral, pour plus de moitié auprès de l'OPEP.

Le montant total des sorties de capitaux s'est réduit, malgré l'accroissement de \$1,9 milliard des sorties officielles nettes, chiffre qui comprend, d'une part, un accroissement des prêts aux pays en voie de développement et, d'autre part, une augmentation des ventes nettes de titres du secteur public par des non-résidents. Dans le secteur privé, le total des sorties nettes a régressé, entre 1980 et 1981, de \$10,7 milliards à \$1,8 milliard, en réaction à la forte hausse des taux d'intérêt allemands en février et, plus tard dans l'année, aux anticipations favorables concernant le taux de change du deutsche mark. Cette régression a comporté trois éléments principaux: une contraction de \$2,3 milliards des investissements nets de portefeuille à l'étranger, imputable en partie à la réduction des achats de valeurs mobilières étrangères par des résidents allemands et en partie à l'augmentation des acquisitions de titres allemands par des non-résidents; un apport de \$2,1 milliards au titre des prêts et crédits à long terme, dont les mouvements dans un sens ou dans l'autre s'étaient à peu près équilibrés en 1980; enfin, une amélioration de \$3,7 milliards du poste «Erreurs et omissions», indiquant un renversement des mouvements de capitaux non identifiés dont les sorties nettes ont fait place à des entrées nettes.

Aux *Etats-Unis*, la diminution du total des sorties autonomes de capitaux (à l'exclusion des variations des réserves en dollars des autorités monétaires étrangères aux Etats-Unis, qui sont comprises dans la position monétaire officielle) de \$12,8 milliards à \$5,7 milliards entre 1980 et 1981 a été la résultante d'une nouvelle augmentation des sorties nettes par le canal du secteur bancaire et d'une expansion encore plus forte des autres entrées de capitaux.

Les sorties nettes de fonds bancaires américains ont augmenté entre 1980 et 1981 de \$36,2 milliards à \$43,1 milliards. Ces mouvements sont examinés en détail au Chapitre VI, aux pages 147-148. En ce qui concerne les autres postes de la balance des opérations en capital, le total des entrées autonomes nettes s'est accru très sensiblement, passant de \$23,4 milliards à \$37,4 milliards. Les deux années ont été marquées par des entrées massives de capitaux non identifiés, qui se sont élevées à \$29,6 milliards en 1980 et à \$24,6 milliards en 1981; si l'on exclut ces entrées, la balance des mouvements de capitaux non bancaires identifiés est passée, entre 1980 et 1981, d'une position déficitaire nette, à hauteur de \$6,2 milliards, à une position excédentaire nette, à concurrence de \$12,8 milliards.

La principale raison de ce retournement est que les opérations d'investissement direct, qui font traditionnellement ressortir d'importantes sorties nettes de capitaux des Etats-Unis, se sont soldées en 1981, pour la première fois depuis plus

de vingt ans, par des entrées nettes d'un montant très substantiel. Les investissements directs des Etats-Unis à l'étranger ont régressé de \$18,5 milliards à \$7 milliards, tandis que les investissements directs de non-résidents aux Etats-Unis ont progressé de \$10,9 milliards à \$18,7 milliards, de sorte que le solde des investissements directs s'est renversé, \$7,7 milliards de sorties étant remplacés par \$11,7 milliards d'entrées. Dans la forte contraction des investissements directs à l'étranger, il est tenu compte d'une baisse des bénéfices réinvestis par les filiales à l'étranger des sociétés américaines ainsi que des importantes entrées de fonds résultant de la cession de filiales d'entreprises américaines dans le secteur canadien de l'énergie et d'emprunts à l'étranger contractés par des sociétés américaines. La progression des investissements directs de non-résidents aux Etats-Unis recouvre un accroissement de \$9,4 milliards des entrées survenues par le biais d'opérations comptables intra-entreprises et sous forme d'achats de valeurs américaines à revenu variable par des non-résidents. Manifestement, certaines de ces entrées de capitaux classées comme investissements directs – en particulier, les emprunts à l'étranger des sociétés américaines et les autres mouvements résultant d'opérations comptables intra-entreprises – ont été liées aux écarts entre les taux d'intérêt américains et ceux des autres pays.

La position monétaire officielle nette des Etats-Unis, allocation de DTS non comprise, s'est détériorée de \$1 milliard. Cette évolution a résulté d'un accroissement de \$4,1 milliards des avoirs officiels, dû principalement à un renforcement de la position de réserve à l'égard du FMI, et d'une expansion de \$5,1 milliards des engagements envers des institutions officielles étrangères. La réduction de \$11,9 milliards des engagements officiels envers les pays industrialisés a été compensée, et au-delà, par l'accroissement de \$17 milliards des engagements vis-à-vis d'autres pays, dont \$12,9 milliards à l'égard des pays de l'OPEP.

En *Suède*, la balance des flux autonomes de capitaux est passée d'un déficit de \$0,8 milliard à un excédent de \$1,6 milliard et, comme la balance des transactions courantes s'est également améliorée (+\$1,5 milliard), le solde du financement officiel a fléchi de près de \$4 milliards, pour s'établir à \$1,4 milliard. Ce fléchissement a permis une forte réduction des emprunts officiels à l'étranger, qui sont passés de \$5,2 milliards à \$1,7 milliard, et un renforcement de \$0,3 milliard des avoirs nets de réserve. L'amélioration de la balance des mouvements de capitaux autonomes a principalement résulté de l'apparition d'un excédent au poste des transactions privées. L'augmentation des entrées au titre des investissements de portefeuille et celle des emprunts à l'étranger ont contribué à parts égales à la progression de \$1 milliard des entrées de fonds à long terme, et les avoirs bancaires nets à court terme à l'étranger se sont de nouveau renforcés (+\$0,7 milliard). En outre, le solde défavorable du poste «Erreurs et omissions» a fléchi de \$0,9 milliard, pour ressortir à \$0,4 milliard.

En *Suisse*, le passage à une position excédentaire de la balance des paiements courants en 1981 s'est accompagné d'une réduction des sorties de capitaux autonomes, qui sont revenues de \$3,4 milliards à \$2 milliards. La contraction a été entièrement attribuable à un accroissement des entrées de capitaux non identifiés; comme l'indique le poste «Erreurs et omissions», ces entrées ont augmenté de

\$3 milliards l'an dernier, pour s'établir à \$10,1 milliards. D'autre part, les sorties nettes de capitaux identifiés sont passées d'une année à l'autre de \$10,4 milliards à \$12,1 milliards. Les résidents suisses ont renforcé leurs avoirs nets en valeurs mobilières de \$9,1 milliards, soit de \$1,9 milliard de plus qu'en 1980, tandis que les sorties nettes par le canal des banques, y compris les dollars qui ont fait l'objet d'opérations de swap avec la Banque Nationale, n'ont été, avec \$3,1 milliards, que très légèrement inférieures à celles de l'année précédente. Comme l'excédent des paiements courants a été pratiquement compensé par les sorties nettes de capitaux, la position monétaire officielle nette n'a quasiment pas varié l'an dernier.

En France, le solde des flux autonomes de capitaux a subi un important revirement défavorable, puisque les \$9 milliards d'entrées nettes en 1980 ont été remplacées par \$4,8 milliards de sorties nettes en 1981. De ce fait, et par suite du léger accroissement du déficit des paiements courants (qui s'est établi à \$7,5 milliards), les besoins officiels de financement ont atteint \$12,3 milliards; ils ont été couverts, à hauteur de \$7,3 milliards, par voie d'emprunts extérieurs et, pour le reliquat, par un prélèvement sur les avoirs monétaires officiels nets. Les entrées nettes de capitaux identifiés du secteur privé, qui s'étaient élevées à plus de \$5 milliards en 1980, ont pratiquement disparu l'an dernier, en raison principalement d'un accroissement des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille et des prêts à long terme à l'étranger. Le principal changement a toutefois été celui du poste «Erreurs et omissions», dont le solde positif de \$5 milliards a fait place à un déficit de \$3,9 milliards. D'importantes sorties de fonds se sont produites après l'élection présidentielle de mai; dans le courant de l'année, cependant, la balance des mouvements de capitaux s'est améliorée, sous l'effet d'un relèvement sensible des taux d'intérêt internes et d'un renforcement du contrôle des changes.

Dans l'Union économique belgo-luxembourgeoise, également, les mouvements de capitaux autonomes se sont détériorés, les entrées nettes de 1980 (\$1 milliard) ayant fait place en 1981 à des sorties nettes (\$4,5 milliards). En raison de ces sorties et du déficit des paiements courants (\$5,3 milliards), les besoins de financement officiels se sont élevés à \$9,8 milliards, qui ont été couverts, à hauteur de \$7,5 milliards, par voie d'emprunts officiels à l'étranger et, pour le reliquat, par un prélèvement de \$2,3 milliards sur les avoirs monétaires officiels nets. Le principal changement intervenu dans la balance des mouvements de capitaux entre les deux années considérées a été l'accroissement des sorties autonomes de capitaux du secteur privé autres que les investissements directs (\$6,1 milliards, contre \$0,3 milliard). Les sorties nettes de l'an dernier se sont produites, à raison des deux tiers, par le canal des banques, à l'exclusion des crédits commerciaux et des emprunts effectués pour le compte des pouvoirs publics. Les résidents du secteur non bancaire ont renforcé de \$2,5 milliards leurs actifs nets en monnaies étrangères auprès des banques de l'UEBL, tandis que les non-résidents ont réduit de \$1,4 milliard leurs avoirs en francs belges et luxembourgeois auprès de ces mêmes banques. Ces transferts ont sans aucun doute été encouragés par le rétrécissement de l'écart des taux d'intérêt à court terme favorable au franc belge, ainsi que par les anticipations sur l'évolution du taux de change.

## VI. MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

### Faits saillants

L'année 1981 a été caractérisée par une nouvelle expansion sensible des marchés financiers internationaux. Comme il n'y a pas eu de pénurie de ressources prêtables et que la demande de crédits bancaires internationaux de la part des emprunteurs privés et souverains des pays en développement comme des pays avancés est demeurée vive, les avoirs extérieurs bruts des banques communiquant des renseignements à la BRI (banques déclarantes) ont progressé de \$268 milliards, après correction de l'incidence des variations de change, contre une augmentation de \$242 milliards en 1980. Si l'on exclut les duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes, on peut estimer que la croissance des crédits internationaux s'est accélérée entre 1980 et 1981 de \$160 milliards à \$165 milliards. On a observé également, l'an dernier, une intense activité sur les marchés des obligations étrangères et des euro-obligations, les nouvelles ressources collectées par voie d'émissions d'obligations s'étant élevées, après déduction du montant estimé des amortissements et rachats de titres, à \$36,5 milliards, contre \$28 milliards en 1980.

Dans le secteur bancaire international, si l'on examine l'origine des ressources du marché, on constate qu'un changement important est intervenu entre 1980 et 1981 dans la répartition géographique de l'offre de nouveaux fonds aux banques déclarantes. La forte contraction de l'excédent global des paiements courants de l'OPEP en 1981 s'est accompagnée d'une réduction de quelque \$42 milliards, à seulement \$3 milliards, des nouveaux dépôts effectués par ces pays auprès des banques, le second semestre ayant même été marqué par des retraits de fonds de l'OPEP. Toutefois, le tarissement de ce qui constituait l'une des principales sources d'argent frais du secteur bancaire international a été aisément compensé — sans resserrement général des conditions du marché — par un accroissement de l'offre de ressources d'autres origines. C'est ainsi que l'approvisionnement en nouveaux fonds émanant des grands pays industriels s'est encore vigoureusement accru, passant de quelque \$100 milliards à \$135 milliards (déduction faite des duplications d'écritures), sous l'effet essentiellement d'une accélération de l'expansion des avoirs extérieurs des secteurs bancaire et non bancaire des Etats-Unis. Du côté de l'utilisation des ressources du marché, la structure globale des prêts n'a guère varié par rapport à 1980. Le total des nouveaux fonds affectés par les banques à des prêts au sein même de la zone déclarante (principalement pays du Groupe des Dix, Suisse, Autriche, Danemark et Irlande) a légèrement progressé, mais les nouveaux crédits consentis aux pays extérieurs à la zone déclarante se sont établis pratiquement au même niveau qu'en 1980. Les nouveaux concours aux pays en développement non membres de l'OPEP et aux pays développés extérieurs à la zone déclarante ont été un peu plus élevés qu'en 1980; en revanche, les prêts consentis aux pays d'Europe de l'Est se sont fortement contractés, par suite notamment de l'évolution de la situation en Pologne. Si l'on considère globalement les deux côtés du marché, on relève que l'année 1981 a été, compte tenu du

fait que la zone déclarante s'est substituée aux pays de l'OPEP en tant que principal pourvoyeur de nouveaux fonds nets, surtout caractérisée par un retour à la situation qui prévalait avant le renchérissement du pétrole en 1979-80: un important flux net de nouveaux fonds en provenance des principaux pays industriels, acheminé par le secteur bancaire international vers le reste du monde.

Depuis la fin de 1981, certains indices donnent à penser qu'une nouvelle situation est peut-être en train de se créer sur le marché bancaire, en ce qui concerne notamment les nouveaux crédits aux pays extérieurs à la zone déclarante. Alors que l'an dernier les pays d'Europe de l'Est étaient le seul groupe de pays non membres de l'OPEP extérieurs à la zone déclarante à enregistrer une diminution des nouveaux concours bancaires, il est possible que la persistance de déficits élevés des balances de paiements des pays en développement non pétroliers, alliée à la recrudescence des tensions politiques, incite maintenant les banques à se montrer dans l'ensemble plus réticentes à octroyer des crédits aux pays dont la situation extérieure est vulnérable. Il est toutefois trop tôt pour dire si le réexamen de la cote de crédit de certains pays entraînera un ralentissement sensible de la croissance globale du crédit bancaire international.

#### **Crédits internationaux: évolution des agrégats en 1981**

L'un des traits marquants de l'activité bancaire internationale, l'an dernier, a été la rapidité de son expansion. En dollars courants, les créances extérieures des banques sises dans les pays membres du Groupe des Dix, en Suisse, en Autriche, au Danemark et en Irlande, ainsi que celles des succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient, ont progressé de \$ 1.322 milliards à \$ 1.542 milliards. En termes nominaux, ce rythme de croissance d'un peu plus de 16% a été légèrement inférieur à ceux qui avaient été enregistrés au cours des années précédentes. A certains égards toutefois, les données en termes nominaux ne donnent pas un reflet exact de la situation. Par suite de la récession mondiale et de la fermeté du dollar, un renversement brutal s'est opéré, l'an dernier, dans l'évolution des prix en dollars des biens faisant l'objet d'échanges internationaux. Ainsi, entre les quatrièmes trimestres de 1979 et de 1980, l'indice de la valeur unitaire en dollars des exportations mondiales avait augmenté de 13%, alors qu'il s'est infléchi de quelque 3% dans le courant de 1981. Bien que cet indice global de la valeur unitaire ne puisse traduire fidèlement les différences présentées par les situations des divers groupes de pays, il ne fait guère de doute cependant que l'expansion en termes réels des agrégats bancaires internationaux s'est vivement accélérée l'an dernier et qu'elle a été l'une des plus fortes jamais observées. Autrement dit, du point de vue des pays débiteurs, si leurs nouveaux emprunts bancaires nets ont été compensés dans une large mesure, les années précédentes, par l'amortissement d'une partie de l'encours de leurs dettes par le biais de l'inflation, ils n'ont pas pu bénéficier, en 1981, d'un tel allègement.

De plus, tout comme en 1980, l'expansion des chiffres en dollars a fortement sous-évalué l'ampleur de la croissance tendancielle du marché, puisque l'appréciation du dollar s'est traduite par une diminution de la valeur au change des actifs libellés en devises comme le deutsche mark, le franc suisse et le yen. Après

**Prêts sur les marchés internationaux (estimations):  
variations des créances extérieures des banques et émissions d'obligations internationales**

Prêteurs	Flux corrigés de l'incidence des variations de change <sup>1</sup>				Stocks à fin 1981
	1978	1979	1980	1981	
	en milliards de dollars EU				
Banques situées dans les pays européens déclarants <sup>2</sup> . . . . .	111,9	150,9	158,7	136,0	992,3
<i>dont: en monnaies étrangères (euro-marché)</i> . . . . .	97,3	130,3	131,0	114,5	840,0
Banques situées au Canada et au Japon . . . . .	14,8	16,5	28,5	23,5	122,5
Banques situées aux Etats-Unis (y compris les (BF) . . . . .	38,0	17,1	40,7	76,5	255,4
Succursales des banques américaines situées dans les centres offshore <sup>3</sup> . . . . .	15,0	21,0	13,7	31,6	171,8
<b>Total</b> . . . . .	<b>179,7</b>	<b>205,5</b>	<b>241,6</b>	<b>267,6</b>	<b>1.542,0</b>
moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes . . . . .	89,7	80,5	81,6	102,6	602,0
<b>A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets)<sup>4</sup></b> . . . . .	<b>90,0</b>	<b>125,0</b>	<b>160,0</b>	<b>165,0</b>	<b>940,0</b>
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères . . . . .	37,5	37,3	38,0	47,8	.
moins: amortissements et rachats <sup>5</sup> . . . . .	8,5	9,3	10,0	11,3	.
<b>B = Nouveaux financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets)</b> . . . . .	<b>29,0</b>	<b>28,0</b>	<b>28,0</b>	<b>36,5</b>	.
<b>A + B = Montant total des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations</b> . . . . .	<b>119,0</b>	<b>153,0</b>	<b>188,0</b>	<b>201,5</b>	.
moins: duplications d'écritures <sup>6</sup> . . . . .	6,0	8,0	8,0	6,5	.
<b>Montant total net des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations</b> . . . . .	<b>113,0</b>	<b>145,0</b>	<b>180,0</b>	<b>195,0</b>	.
<i>Pour mémoire: banques non déclarantes sises dans les centres offshore<sup>7</sup></i> . . . . .	<i>30,0</i>	<i>28,0</i>	<i>40,0</i>	<i>61,0</i>	<i>236,0</i>

<sup>1</sup> Les crédits bancaires en devises autres que le dollar sont convertis à taux de change constants de fin de trimestre, les obligations libellées en monnaies autres que le dollar le sont à taux de change de fin de mois. <sup>2</sup> Allemagne fédérale, Autriche, Belgique-Luxembourg, Danemark, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. <sup>3</sup> Bahamas, îles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour. <sup>4</sup> 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; 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 monnaies étrangères à des clients nationaux; troisièmement, une grande partie des créances en monnaies étrangères sur des banques établies dans le pays d'émission de la devise concernée, par exemple des créances en dollars de banques londoniennes sur des banques situées aux Etats-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins nationales et non pour les reprêter à d'autres banques de la zone déclarante; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et d'autres postes semblables. S'il est impossible d'exclure dans ces estimations tout élément de duplications d'écritures, il convient de noter, en revanche, que les statistiques comportent des lacunes et que les chiffres disponibles présentement ne couvrent pas tous les prêts bancaires internationaux. <sup>5</sup> 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. <sup>6</sup> Obligations souscrites par les banques déclarantes, dans la mesure où elles figurent dans les statistiques bancaires comme créances sur des non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes, dans le but surtout d'étayer leurs activités internationales de crédit. <sup>7</sup> Estimations - à taux de change courants - pour les banques non déclarantes situées dans les centres offshore mentionnés à la note 3 et pour toutes les banques sises à Bahrein et aux Antilles néerlandaises.

élimination de l'incidence de ces variations de change, l'accroissement des avoirs extérieurs des banques déclarantes ressort à \$268 milliards en 1981, contre



\$242 milliards en 1980. Etant donné que la correction de l'incidence des variations de change permet d'obtenir une image plus réaliste de l'ampleur et de la structure des nouveaux flux bancaires internationaux, tous les chiffres de flux figurant dans le texte et les tableaux qui suivent sont, sauf indication contraire, ajustés pour tenir compte de cette incidence. Les chiffres de stocks non ajustés figurent en annexe à ce chapitre.

Comme à l'accoutumée, les données concernant les avoirs et engagements extérieurs des banques ont été fortement gonflées, l'an dernier, par les duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre banques déclarantes. Après correction de ces influences, on peut estimer que le montant global des ressources acheminées par le secteur bancaire international s'est accru de \$165 milliards environ en 1981, soit une progression de 21,5%, pour atteindre au total quelque \$940 milliards.

Une intense activité a également été observée sur le marché des obligations internationales. Le volume brut des nouvelles émissions dans le compartiment des obligations étrangères et des euro-obligations s'est établi à \$47,8 milliards, soit près de \$10 milliards de plus qu'en 1980. Après déduction des amortissements d'émissions antérieures et des doubles emplois avec le secteur bancaire international, on peut estimer que le montant des nouveaux fonds canalisés par les marchés financiers internationaux s'est accru de \$30 milliards l'an dernier. L'expansion totale des prêts internationaux peut ainsi être évaluée, après exclusion des duplications d'écritures, à quelque \$195 milliards, soit \$15 milliards de plus qu'en 1980.

Dans le secteur bancaire, la croissance de l'activité internationale des banques sises aux Etats-Unis (y compris les établissements de banques étrangères aux Etats-Unis) a été particulièrement prononcée. Leurs avoirs extérieurs se sont gonflés de 43%, bien que l'ouverture des nouvelles «facilités bancaires internationales» (IBF) aux Etats-Unis pendant le dernier mois de l'année ait sensiblement contribué à cet accroissement. Mais, même les avoirs des succursales de banques américaines opérant dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient se sont très fortement développés (+23%). En outre, l'activité des banques sises dans les centres offshore non recensés dans les statistiques de la BRI semble avoir connu une croissance très rapide, de près de 35%. Enfin, les banques sises au Japon ont enregistré une expansion particulièrement vigoureuse, puisque leurs avoirs extérieurs se sont accrus de 32,5%. En revanche, les créances extérieures des banques situées dans les pays déclarants d'Europe ont progressé à un rythme plus modéré (+16%) et, conformément à la tendance déjà observée les années précédentes, leur part dans l'ensemble du marché s'est fortement réduite.

### **Principaux facteurs d'influence**

En 1981, la situation sur les marchés bancaires internationaux a été caractérisée par l'abondance de l'offre de capitaux frais et par la vigueur de la demande de crédit. Dans certains cas toutefois, les banques se sont montrées moins bien disposées qu'auparavant à octroyer des crédits. Les nouveaux prêts aux pays d'Europe

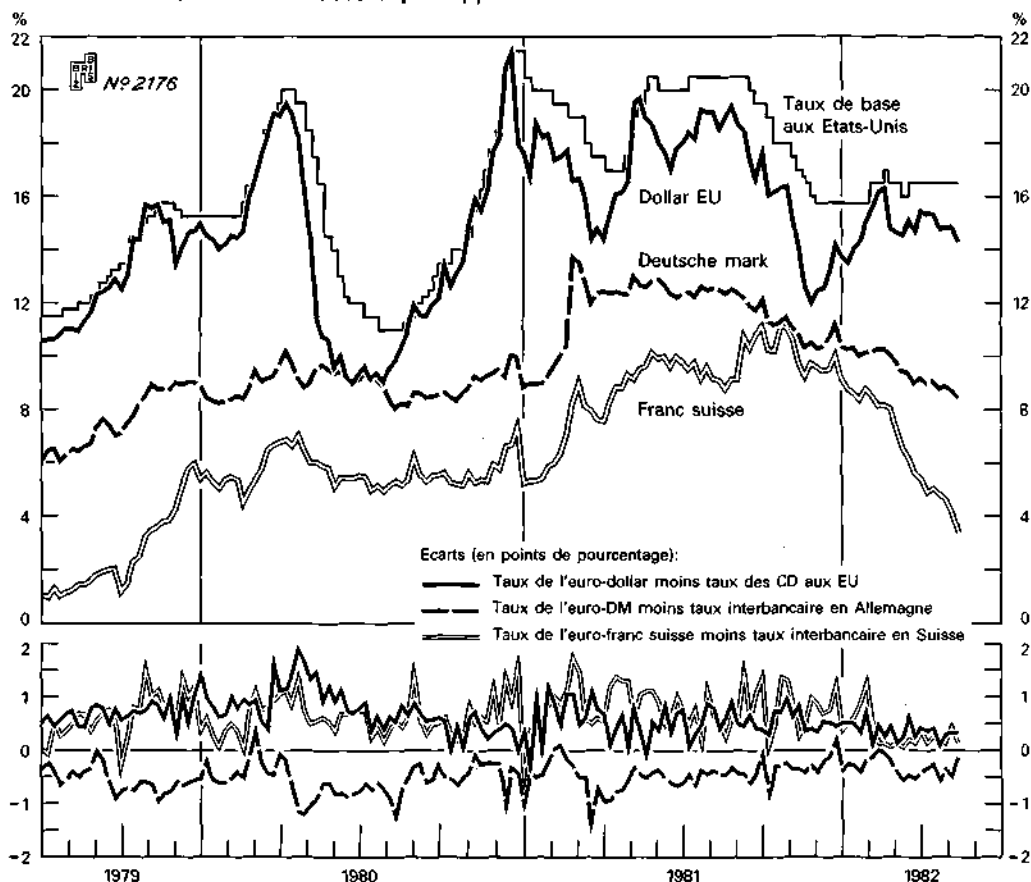
de l'Est se sont plus ou moins taris en cours d'année, pour diverses raisons économiques et politiques; les banques ont, en outre, adopté un comportement plus réservé à l'égard de quelques pays confrontés à un important endettement extérieur et à une position vulnérable en matière de balance des paiements. Ces pays ont été contraints d'accepter des prêts assortis de «marges» plus larges et de recourir à des emprunts à court terme. En raison de l'abondance des ressources nouvelles, les banques ont été particulièrement désireuses, du fait de leurs réticences à l'égard de certains pays, d'accroître en contrepartie le volume de leurs crédits à d'autres pays, de sorte que la plupart des catégories d'emprunteurs privés et souverains ont été en mesure d'obtenir des prêts avec des marges très faibles.

Un second élément a constamment pesé sur les marges appliquées aux prêts consentis aux emprunteurs de premier rang: le niveau très haut, déterminé par des facteurs exogènes, des taux d'intérêt nominaux et réels, qui a reflété dans une large mesure l'évolution des conditions des marchés nationaux, et notamment la situation monétaire aux Etats-Unis. De ce fait, les taux d'intérêt très élevés des ressources en dollars, monnaie dans laquelle sont libellées la plupart des opérations bancaires internationales, ont eu tendance à amplifier l'offre effective de capitaux frais au marché, tout en exerçant d'une certaine manière un effet modérateur sur l'augmentation de la demande effective, ce qui a fait pencher davantage encore la balance des forces du marché en faveur des emprunteurs de premier rang.

L'évolution des taux d'intérêt permet d'expliquer un autre aspect de la scène financière internationale l'an dernier, à savoir l'osmose croissante entre les marchés bancaires nationaux et internationaux. Le niveau élevé et l'instabilité des taux d'intérêt ont eu tendance l'un et l'autre à accroître l'avantage compétitif dont bénéficie le marché international du fait de son affranchissement des contraintes réglementaires et institutionnelles. Aussi les banques ont-elles été très souvent à même d'offrir à leurs principaux clients de premier rang des conditions plus favorables en comptabilisant leurs transactions par l'intermédiaire non pas de leurs établissements nationaux, mais de leurs filiales et succursales à l'étranger. Cette évolution a été favorisée par divers aménagements d'ordre institutionnel; c'est ainsi notamment que les banques sises aux Etats-Unis ont offert à leurs principales entreprises clientes la faculté d'emprunter soit au taux débiteur de base, soit à des taux dérivés du LIBOR. Le transfert de l'activité bancaire sur le marché international qui en est résulté a sans doute gonflé dans une certaine mesure les agrégats bancaires internationaux, sans engendrer de véritables flux de capitaux internationaux et sans affecter directement les conditions sur les marchés nationaux et internationaux.

Pour de nombreux pays, le renforcement du marché d'emprunteur en matière de fonds bancaires internationaux s'est produit, l'an dernier, en dépit d'un certain nombre de changements importants qui n'ont pas favorisé le côté approvisionnement du marché. En premier lieu, la contraction de l'excédent des paiements courants des pays exportateurs de pétrole a contribué à la réduction très prononcée de leur offre de capitaux frais aux banques. En second lieu, il semble que des événements politiques et d'autres facteurs de risque, et peut-être aussi la perspective de voir les taux d'intérêt atteindre bientôt leurs niveaux maximaux,

Taux débiteur de base aux Etats-Unis, taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux



Remarque: taux interbancaires et écarts sur la base des chiffres du mercredi.

aient encouragé des transferts de capitaux non américains du secteur bancaire international vers les marchés des valeurs mobilières des Etats-Unis. Pour la première fois depuis que de telles statistiques sont collectées, les dépôts officiels auprès des banques opérant sur l'euro-marché dans sa définition étroite se sont fortement contractés (de \$ 13 milliards), cependant que les engagements des Etats-Unis à l'égard des détenteurs officiels extérieurs à l'Europe occidentale ont fait apparaître une progression de plus de \$ 20 milliards.

Toutefois, la raréfaction de l'offre de nouveaux fonds en provenance de ces sources a été compensée par des exportations massives de capitaux par les banques sises aux Etats-Unis et par de vastes flux de capitaux du secteur non bancaire américain vers le marché international. Après déduction de l'incidence des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes, on peut estimer que ces deux sources ont fourni à elles seules quelque \$ 80 milliards de nouveaux fonds au reste du monde en 1981.

L'offre de fonds bancaires a aussi été fortement influencée l'an dernier par l'évolution de la situation sur les marchés de change, notamment par l'appréciation du dollar et l'instabilité des taux de change en général. La fermeté de la devise américaine, alliée au niveau très élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis, a considérablement renforcé l'attrait des dépôts en euro-dollars, au détriment, dans une large mesure, des dépôts libellés en d'autres euro-monnaies. Toutefois, on n'a pas observé de recul effectif du montant total des dépôts en euro-devises autres que le dollar.

Les fluctuations des taux de change ont également eu des répercussions sur la répartition de la croissance globale du marché entre les divers systèmes bancaires nationaux. Dans la zone européenne déclarante, le raffermissement du dollar a accru la valeur en monnaie nationale des opérations internationales libellées en dollars. L'affaiblissement des structures financières qui en est résulté pour les banques ainsi que les efforts entrepris pour étendre la surveillance prudentielle aux bilans consolidés à l'échelle internationale ont exercé un effet de freinage sur le développement de l'activité internationale des banques dans certains pays d'Europe. Cette constatation s'applique notamment aux banques allemandes, dont la marge de manœuvre en matière d'opérations internationales a également été limitée, dans certains cas, par des problèmes internes.

En revanche, les banques sises aux Etats-Unis ont enregistré une expansion constante et rapide de leurs activités internationales, ce qui leur a permis de maintenir aisément leur part prépondérante du marché international et la position dominante qu'elles y occupent. La vigueur du dollar a certainement joué en leur faveur, et elles ont été moins affectées que de nombreuses banques européennes par la dégradation de la situation financière des pays emprunteurs d'Europe de l'Est. Ce sont toutefois les banques japonaises qui semblent avoir constitué, l'an dernier, le groupe d'opérateurs le plus dynamique sur le marché international. Devant la faiblesse de la demande intérieure de crédit et grâce à l'assouplissement des restrictions officielles appliquées à leurs opérations de crédit à l'étranger, elles se sont employées à accroître leur part d'activité bancaire internationale. Les banques situées dans les pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient ont également étendu leur influence l'an dernier sur les marchés internationaux. Bénéficiant de solides ressources en capital, elles ont notablement renforcé leur part du marché des prêts consortiaux.

Du côté «emplois» du marché bancaire international, la situation a été caractérisée l'an passé à la fois par la persistance de besoins de financement élevés, voire croissants, et par des conditions d'emprunt de plus en plus exigeantes, en particulier le niveau record, dû dans une large mesure à des facteurs exogènes, des taux d'intérêt réels et, dans le cas de certains emprunteurs, la réticence de plus en plus grande manifestée par les banques pour accroître leur engagement. La forte contraction de l'excédent de l'OPEP n'a pas entraîné de diminution correspondante des besoins de financement internationaux. Elle a trouvé sa principale contrepartie dans l'amélioration de la situation des paiements courants d'un certain nombre de grands pays industriels, où le recours des résidents au crédit bancaire international n'a pas été sensiblement affecté par l'évolution de la balance des

paiements de leur pays. Pour d'autres groupes de pays, l'influence bénéfique que le recul de l'excédent de l'OPEP aurait normalement pu exercer sur leur balance extérieure des paiements a été neutralisée, et au-delà, par la dégradation de la situation dans le monde industrialisé. La stagnation économique dans les grands pays industriels a eu un effet fortement dépressif sur la demande de produits en provenance d'autres pays, ainsi que sur les cours des matières premières. De plus, le niveau exceptionnellement élevé des taux d'intérêt du dollar a considérablement alourdi le service de la dette des pays emprunteurs. En ce qui concerne notamment les pays en développement non membres de l'OPEP, qui ne sont pour la plupart que des importateurs modestes de pétrole, ce seul facteur a très largement annulé, dans plusieurs cas, l'incidence positive des économies réalisées en matière de consommation de pétrole. Enfin, l'appréciation du dollar a eu tendance à accroître le coût réel des importations de pétrole, en dépit de la détente observée sur le marché pétrolier. Bien qu'un certain nombre de pays débiteurs aient réagi à cet état de choses par un freinage de l'activité économique interne, le déficit cumulé des opérations courantes des pays en développement non membres de l'OPEP a continué de s'aggraver.

Si ces facteurs ont contribué à soutenir la demande de prêts bancaires internationaux des pays en développement, ils n'ont cependant pas amélioré la cote de crédit de certains emprunteurs. Les pays à endettement extérieur relativement modeste ont toujours été en mesure d'obtenir des crédits à des conditions assez favorables; en revanche, certains gros emprunteurs, fortement endettés, ont été contraints d'accepter des marges plus élevées. En outre, comme la plupart des emprunts extérieurs de ces pays sont libellés en dollars, la forte ascension des cours de la devise américaine a eu tendance à alourdir le fardeau de leur endettement, sans même que de nouveaux emprunts nets aient été contractés.

La position financière internationale des pays d'Europe de l'Est a été affectée, dans une large mesure, par les mêmes influences négatives que celles qui se sont exercées dans les pays en développement non pétroliers. De surcroît, la cote de crédit de ces pays a également subi le contrecoup des événements en Pologne, de la détérioration des relations Est-Ouest et, dans certains cas, de difficultés économiques internes. En dépit de leurs besoins croissants d'emprunts extérieurs, ces pays ont vu se réduire fortement leurs possibilités d'accès au crédit bancaire international, les banques n'étant disposées à satisfaire leurs demandes que pour des crédits assortis de possibilités de réassurance et bénéficiant de la garantie de l'Etat.

Parmi les pays industriels, la demande de crédit bancaire international est restée vive. Cette situation a résulté, en grande partie, de la persistance d'importants besoins de financement, tant au niveau de la balance des paiements que dans le secteur public. Mais on a également enregistré un volume substantiel d'emprunts du secteur privé, ces opérations ayant été stimulées par l'avantage de coût relatif des crédits bancaires internationaux. Enfin, les répercussions de l'aggravation de la récession sur les bénéfices et les bilans des entreprises ont contribué à entretenir les besoins de financement, en dépit de la cherté du loyer de l'argent et des perspectives défavorables en matière d'investissement.

En ce qui concerne les perspectives d'expansion à court terme du marché bancaire international, il paraît probable que, malgré la forte contraction de l'excédent de l'OPEP, la demande potentielle de nouveaux crédits reste soutenue, en raison de la persistance de déficits de balances des paiements dans de nombreuses parties du monde. Il est en outre possible que certains pays dont la balance des paiements s'est redressée souhaitent recourir à l'emprunt bancaire pour renforcer leurs réserves, tout comme ils l'avaient fait lorsque les répercussions du relèvement des prix du pétrole en 1973 s'étaient dissipées. De la même manière, sur le plan de l'approvisionnement du marché en ressources, l'offre abondante de nouveaux fonds dont les banques avaient bénéficié jusqu'ici pourrait persister, étant donné que le tarissement des afflux de capitaux bancaires des pays de l'OPEP a été compensé par le gonflement de l'offre de ressources en provenance des pays de la zone déclarante, à l'instar de ce qui s'était produit à partir de 1975.

Ce qui pourrait toutefois changer, c'est la perception de la part des banques des risques liés à leur activité de prêt à l'échelle internationale. En 1981, les banques ont déjà fait preuve d'une plus grande prudence avant d'accroître leur engagement à l'égard des pays d'Europe de l'Est et de quelques autres, lourdement endettés. Récemment, certains signes ont donné à penser que les tensions politiques pouvaient amener les banques, pour des raisons bien compréhensibles, à généraliser cette attitude. Cette évolution s'est notamment traduite par un élargissement de l'écart entre les marges les plus faibles et les plus élevées appliquées aux nouveaux crédits, ainsi que par une augmentation du nombre de pays auxquels sont imposées des marges plus fortes. Il n'apparaît pas encore clairement si cette réévaluation des risques provoquera un ralentissement généralisé de l'expansion des crédits bancaires internationaux car, dans une situation caractérisée par la persistance d'une offre abondante de capitaux frais, une réduction de l'activité de prêt dans certaines régions du monde pourrait inciter les banques à trouver ailleurs de nouveaux débouchés.

Au cours de la dernière décennie, les banques ont été amenées à jouer un rôle prédominant dans le cadre du financement international; cela signifie que l'observation de leur part de règles de saine gestion en matière de prêts internationaux est importante en soi (pour des raisons de prudence bancaire) mais également pour l'économie mondiale. Dans la situation actuelle, il est sans doute légitime de manifester une prudence accrue avant d'octroyer de nouveaux crédits à un certain nombre de pays avec lesquels les banques sont fortement engagées et qui se trouvent contraints de mettre en œuvre des programmes d'ajustement interne. En même temps, la nécessité pour les banques de faire une distinction entre les besoins justifiés des différents pays en matière de financement extérieur est parfaitement compatible avec l'observation de normes de saine gestion bancaire. En outre, il peut être dangereux de soumettre les pays à un processus d'ajustement trop brutal, tout comme il peut être dangereux, si l'on en juge d'après l'expérience passée, de différer l'ajustement en consentant des crédits de manière trop libérale. Un système bancaire international sain s'efforçant de parer à ces deux dangers est la condition essentielle d'un fonctionnement harmonieux du processus d'ajustement international.

### Origines et emplois des fonds bancaires internationaux

L'année 1981 a été caractérisée par une importante modification dans la répartition géographique des flux bancaires internationaux. Par suite du quasi-tarissement des nouveaux dépôts des pays de l'OPEP, l'offre de fonds aux banques déclarantes par les pays extérieurs à la zone déclarante s'est fortement réduite, revenant de quelque \$58 milliards en 1980 à \$28 milliards, tandis que l'approvisionnement en capitaux frais en provenance de cette zone s'est intensifié (après correction des duplications d'écritures), passant de \$102 milliards à environ \$137 milliards. En revanche, du côté «emplois» du marché, la répartition géographique globale ne s'est guère modifiée d'une année sur l'autre. On a observé une augmentation modeste, de \$87 milliards environ à \$93 milliards, des nouvelles ressources utilisées au sein même de la zone déclarante; par ailleurs, le montant des nouveaux crédits consentis aux pays extérieurs à la zone (quelque \$72 milliards) n'a pas varié par rapport à 1980. De ce fait, si l'on considère globalement les côtés «origines» et «emplois», on constate que le volume net des capitaux frais acheminés par le système bancaire international de la zone déclarante vers le reste du monde s'est accru de manière spectaculaire entre 1980 et 1981, pour passer de \$15 milliards à \$44 milliards.

A l'extérieur de la zone déclarante, les pays en développement non pétroliers sont demeurés les principaux emprunteurs nets et bruts de fonds bancaires internationaux. Les créances identifiées des banques déclarantes sur ces pays ont augmenté de \$41,6 milliards l'an dernier, pour atteindre au total \$230 milliards, soit \$2,5 milliards environ de plus que l'expansion enregistrée en 1980; si l'on tient compte des lacunes d'ordre statistique, telles que les prêts comptabilisés par l'intermédiaire de banques non déclarantes sises dans les centres offshore, ce flux de crédit pourrait facilement avoir dépassé \$45 milliards. Comme à l'accoutumée, les pays d'Amérique latine ont été les principaux destinataires des crédits, avec \$32,6 milliards, ce qui représente plus des trois quarts du total des nouveaux crédits identifiés. Assez paradoxalement sans doute, les nouveaux dépôts des pays en voie de développement ont progressé plus rapidement encore que leurs emprunts l'an dernier, passant de \$4,1 milliards à \$10,4 milliards. Sur une base nette, ces pays ont donc réduit de \$35,1 milliards en 1980 à \$31,2 milliards en 1981 leur recours net aux fonds bancaires internationaux. Les dépôts ont été constitués pour l'essentiel au dernier trimestre de 1981, lorsque le recul momentané des taux d'intérêt aux Etats-Unis et la faiblesse du dollar ont apparemment encouragé un appel anticipé à l'emprunt.

Les statistiques relatives aux pays pris isolément ne sont pas disponibles sur une base corrigée de l'incidence des variations de change et, en termes de données communiquées par les banques, leur couverture est un peu plus étroite que celle des chiffres relatifs aux totaux pour les différentes zones; pour ces deux raisons, elles tendent à sous-évaluer légèrement l'ampleur des mouvements qui se sont produits l'an dernier. On peut néanmoins relever que, au sein des pays en développement, les principaux emprunteurs en 1981 ont été le Mexique (\$14,2 milliards), le Brésil (\$6,5 milliards) et l'Argentine (\$4 milliards). Toutefois, le Mexique a également accru de \$2,7 milliards le montant de ses dépôts auprès des banques

**Répartition géographique des flux bancaires internationaux<sup>1</sup>**

	Flux à taux de change constants en fin de trimestre						Stocks à fin 1981
	1978	1979	1980		1981		
			1 <sup>er</sup> semestre	2 <sup>ème</sup> semestre	1 <sup>er</sup> semestre	2 <sup>ème</sup> semestre	
	en milliards de dollars EU						
<b>Créances des banques sur:</b>							
pays du Groupe des Dix, Suisse,							
Autriche, Danemark et Irlande . . . . .	102,6	112,6	56,0	80,2	41,5	101,6	819,9
<i>dont: zone européenne déclarante</i> . . . . .	75,2	69,7	37,3	67,1	16,6	54,4	568,3
Etats-Unis . . . . .	12,8	28,5	5,0	2,8	10,3	35,7	133,6
Canada . . . . .	5,7	3,1	2,7	1,8	8,9	4,4	36,8
Japon . . . . .	8,9	11,3	11,0	8,5	5,7	7,1	81,2
Centres financiers offshore <sup>2</sup> . . . . .	23,6	32,2	13,6	19,3	24,4	25,9	237,5
Autres pays développés . . . . .	5,7	7,5	7,4	8,1	8,5	8,4	98,9
Europe de l'Est . . . . .	5,6	7,1	2,0	5,0	2,9	1,9	60,8
Pays de l'OPEP <sup>3</sup> . . . . .	16,4	7,2	- 0,9	8,0	- 1,0	5,3	72,0
Autres pays en développement . . . . .	21,8	35,3	14,4	24,8	13,7	27,9	230,1
<i>dont: Amérique latine<sup>4</sup></i> . . . . .	12,9	22,9	10,5	17,9	12,0	20,6	158,5
Non attribués <sup>5</sup> . . . . .	4,0	3,6	1,8	1,9	4,9	1,7	22,8
<b>Total . . . . .</b>	<b>179,7</b>	<b>205,5</b>	<b>94,3</b>	<b>147,3</b>	<b>94,9</b>	<b>172,7</b>	<b>1.542,0</b>
<i>dont: à l'intérieur de la zone</i>							
<i>(chiffres bruts)</i> . . . . .	124,7	143,5	69,3	99,3	67,9	127,7	1.050,0
<i>à l'intérieur de la zone</i>							
<i>(chiffres corrigés des</i>							
<i>duplications d'écritures)<sup>6</sup></i> . . . . .	35,0	63,0	55,0	32,0	38,0	55,0	448,0
<i>à l'extérieur de la zone<sup>7</sup></i> . . . . .	55,0	62,0	25,0	48,0	27,0	45,0	492,0
Montant total des prêts bancaires internationaux (chiffres nets)	90,0	125,0	80,0	80,0	65,0	100,0	940,0
<b>Engagements des banques envers:</b>							
pays du Groupe des Dix, Suisse							
Autriche, Danemark et Irlande . . . . .	110,7	144,5	62,3	94,0	52,8	102,8	948,4
<i>dont: zone européenne déclarante</i> . . . . .	76,3	116,4	35,7	67,3	21,6	52,5	658,6
Etats-Unis . . . . .	27,0	21,7	20,3	16,4	26,7	42,6	228,1
Canada . . . . .	3,0	2,0	3,1	2,5	2,1	2,5	27,4
Japon . . . . .	4,4	4,4	3,2	7,8	2,4	5,2	34,3
Centres financiers offshore <sup>2</sup> . . . . .	24,8	42,0	6,7	20,5	16,6	38,7	219,5
Autres pays développés . . . . .	8,3	7,4	0,6	5,3	- 0,7	4,1	51,1
Europe de l'Est . . . . .	1,6	4,6	- 2,9	3,7	- 5,1	5,2	14,8
Pays de l'OPEP <sup>3</sup> . . . . .	2,9	37,0	24,2	17,4	6,7	- 3,5	156,8
Autres pays en développement . . . . .	14,0	12,4	1,6	2,5	0,3	10,1	98,3
<i>dont: Amérique latine<sup>4</sup></i> . . . . .	7,2	4,7	- 2,3	2,6	1,7	4,8	39,8
Non attribués <sup>5</sup> . . . . .	0,5	4,0	8,2	- 1,5	6,2	4,4	34,1
<b>Total . . . . .</b>	<b>162,8</b>	<b>251,9</b>	<b>100,7</b>	<b>141,9</b>	<b>76,8</b>	<b>161,8</b>	<b>1.523,0</b>
<i>dont: à l'intérieur de la zone</i>							
<i>(chiffres bruts)</i> . . . . .	131,8	183,9	72,7	111,9	70,8	139,8	1.158,0
<i>à l'intérieur de la zone</i>							
<i>(chiffres corrigés des</i>							
<i>duplications d'écritures)<sup>6</sup></i> . . . . .	59,0	57,0	52,0	50,0	59,0	78,0	575,0
<i>à l'extérieur de la zone<sup>7</sup></i> . . . . .	31,0	68,0	28,0	30,0	6,0	22,0	365,0
Montant total des prêts bancaires internationaux (chiffres nets)	90,0	125,0	80,0	80,0	65,0	100,0	940,0

Remarque: les chiffres de ce tableau sont établis en partie sur la base d'estimations. A partir de 1979, les chiffres concernant les banques sises aux Etats-Unis ne comprennent aucun poste relatif aux valeurs de garde, sauf les certificats de dépôt négociables de banques américaines détenus pour le compte de non-résidents. Auparavant, les seuls postes de valeurs de garde exclus concernaient les avoirs de non-résidents en bons et certificats du Trésor. Les flux pour le second semestre de 1981, ainsi que les chiffres de stock pour fin 1981, comprennent les positions extérieures des «facilités bancaires internationales».

<sup>1</sup> Répartition géographique des variations des avoirs et engagements extérieurs des banques situées dans les pays du Groupe des Dix, en Suisse, en Autriche, au Danemark et en Irlande, ainsi que des succursales offshore des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. <sup>2</sup> Antilles néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Panama, Singapour, Vanuatu (ex Nouvelles-Hébrides) et autres Antilles britanniques. <sup>3</sup> Comprend, en outre, Bahreïn, Brunei, Oman, Trinidad et Tobago. <sup>4</sup> Y compris les pays de la zone des Caraïbes ne pouvant pas être considérés comme des centres financiers offshore. <sup>5</sup> Y compris les institutions internationales autres que la BRI. <sup>6</sup> A l'exclusion des dépôts successifs entre banques déclarantes, mais y compris une partie du poste «Non attribué» et les positions vis-à-vis des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. <sup>7</sup> Y compris les positions vis-à-vis de tous les autres centres offshore et le reliquat du poste «Non attribué».



déclarantes. Le Brésil a concentré la plus grande partie de ses emprunts sur le dernier trimestre de 1981 et, à la différence des années précédentes, cet appel au crédit ne s'est pas accompagné d'une réduction parallèle de ses dépôts auprès des banques déclarantes. En dehors de l'Amérique latine, la Corée du Sud est arrivée en tête des pays emprunteurs, le montant net des ressources collectées en 1981 s'élevant à \$3 milliards. En revanche, la Chine a non seulement réduit son endettement brut à l'égard des banques, mais elle a en outre renforcé ses dépôts de \$2,2 milliards, ce qui lui a permis d'améliorer de \$0,3 milliard à \$3 milliards sa position créditrice nette à l'égard des banques déclarantes. Taïwan, qui a accru ses dépôts de \$1,2 milliard, est également devenu fournisseur net de fonds bancaires dans le courant de l'année dernière.

Les pays d'Europe de l'Est, du fait notamment des répercussions de la crise polonaise, n'ont reçu que \$4,8 milliards de nouveaux crédits l'an dernier, contre \$7 milliards en 1980. Les plus gros emprunteurs ont été l'Union Soviétique et la République démocratique allemande. Les nouveaux dépôts des pays d'Europe de l'Est se sont réduits à un niveau presque négligeable. L'Union Soviétique a effectué des retraits massifs sur ses dépôts auprès des banques déclarantes au premier semestre mais, par la suite, grâce à de substantielles ventes d'or, elle est parvenue dans une large mesure à reconstituer ses avoirs.

Les pays développés extérieurs à la zone déclarante, tout comme les pays en développement, ont accusé l'an dernier une détérioration de leur déficit cumulé des paiements courants et ont emprunté \$16,9 milliards de nouveaux fonds, soit \$1,4 milliard de plus qu'en 1980. Comme, dans le même temps, leurs nouveaux dépôts se sont réduits de \$2,5 milliards, pour s'établir à \$3,4 milliards, leur recours global net aux capitaux bancaires internationaux s'est considérablement accentué, passant de \$9,6 milliards à \$13,5 milliards. Les plus gros pays emprunteurs de ce groupe en 1981 ont été l'Espagne, l'Afrique du Sud, l'Australie, le Portugal et la Grèce.

Les pays membres de l'OPEP sont passés, l'an dernier, de la position de pourvoyeurs nets à celle d'utilisateurs nets de fonds bancaires internationaux. Après s'être rapidement contractés dans le courant de 1980, leurs nouveaux dépôts atteignaient encore \$5 milliards au premier trimestre de 1981, avant de tomber à \$1,7 milliard au deuxième; aux troisième et quatrième trimestres, en revanche, on a relevé respectivement \$0,9 milliard et \$2,6 milliards de retraits. Les emprunts de l'OPEP ont suivi l'évolution inverse; alors qu'au premier trimestre ces pays avaient réduit de \$2,4 milliards leur endettement brut à l'égard des banques déclarantes, ils l'ont accru de \$2,9 milliards dans les trois derniers mois de l'année. En conséquence, après avoir été fournisseurs nets de nouveaux fonds au secteur bancaire international, à hauteur de \$7,7 milliards, au premier semestre, les pays membres de l'OPEP sont devenus emprunteurs nets, à concurrence de \$8,8 milliards, au second.

En ce qui concerne le Moyen-Orient, on peut estimer à près de \$20 milliards le montant des nouveaux dépôts bancaires constitués par les pays membres de l'OPEP à faible capacité d'absorption auprès des banques non américaines, ce qui correspond à quelque 25% seulement de leur excédent cumulé des transactions

courantes. Les pays à forte capacité d'absorption, en revanche, ont couvert la majeure partie de leurs besoins de financement par prélèvement sur leurs dépôts auprès du système bancaire international. Selon les estimations, leurs avoirs auprès des banques non américaines ont diminué de \$11 milliards; de plus, ces pays sont sans doute également à l'origine des \$2,4 milliards de retraits effectués par les pays du Moyen-Orient membres de l'OPEP auprès de banques aux Etats-Unis. Dans le même temps, les pays du Moyen-Orient à forte capacité d'absorption n'ont pratiquement pas emprunté de nouvelles ressources auprès des banques déclarantes. En dehors du Moyen-Orient, et avant correction de l'incidence des variations de change, le Nigeria a réduit de \$3,7 milliards ses dépôts auprès des banques déclarantes, tout en obtenant \$1,4 milliard de nouveaux crédits. Le Venezuela a emprunté \$0,9 milliard, mais il a également renforcé ses dépôts de \$2,8 milliards, ce qui lui a permis d'abaisser notablement son endettement net à l'égard des banques déclarantes.

Il convient de préciser que les chiffres mentionnés dans les deux paragraphes précédents ne comprennent pas les nouveaux fonds de l'OPEP acheminés sur le marché bancaire international par l'intermédiaire de comptes fiduciaires auprès de banques suisses. On peut supposer que ces afflux de capitaux ont atteint quelque \$2-3 milliards l'an dernier.

Au sein de la zone déclarante, ce sont les Etats-Unis qui ont apporté la contribution de loin la plus importante aux \$137 milliards de ressources nouvelles. Les avoirs extérieurs des banques sises aux Etats-Unis ont progressé de \$76,5 milliards, chiffre grossi cependant par les duplications d'écritures. Néanmoins, même sur une base avoirs moins engagements, les positions créditrices extérieures de ces banques se sont élargies de \$38,5 milliards, ce qui représente une progression de près de 100%. De plus, le secteur non bancaire des Etats-Unis a renforcé de \$31,2 milliards (+56%) ses dépôts auprès des banques déclarantes situées à l'étranger. Les dépôts des résidents du secteur non bancaire des autres pays déclarants (Japon non compris) ont augmenté de \$20 milliards, et environ \$15 milliards de nouveaux fonds non bancaires ont été acheminés sur le marché par l'intermédiaire de comptes fiduciaires en Suisse. Quelque \$20 milliards sont venus alimenter le marché international par le biais d'exportations de fonds de la part de banques sises dans les autres pays de la zone déclarante.

Avec un montant total d'environ \$93 milliards, les emplois de fonds bancaires internationaux au sein de la zone déclarante se sont maintenus à un niveau très élevé l'an dernier. On peut estimer que les crédits directs aux secteurs non bancaires des pays de la zone déclarante ont progressé de \$60 milliards environ (cette évolution est analysée plus en détail dans la section suivante). Le solde représente essentiellement les ressources extérieures consacrées par les banques déclarantes elles-mêmes à des prêts en monnaie nationale aux résidents. Sur ce plan, le rôle des Etats-Unis a été considérablement moins important que celui qu'ils ont joué comme fournisseur de capitaux au marché. Certes, les créances interbancaires sur les Etats-Unis ont vivement progressé, mais, dans la plupart des cas, ces fonds ont été reprêtés hors des Etats-Unis.

### **Utilisation du secteur bancaire international par les résidents des secteurs non bancaires des pays du groupe des Dix**

Le tableau de la page suivante illustre le rôle du secteur bancaire international en tant que collecteur direct de dépôts et source de crédits des secteurs non bancaires des pays du Groupe des Dix et de Suisse. Il présente également, à titre de comparaison, des données sur la croissance des agrégats monétaires et de crédit au sens large de ces pays, exprimées en dollars EU. Deux constatations s'imposent. En premier lieu, l'accroissement rapide, au cours des deux dernières années, de l'utilisation directe du secteur bancaire international par le secteur non bancaire, à la fois comme source de crédits et collecteur de dépôts. En second lieu, l'expansion de ces activités de dépôt et d'emprunt, qui a revêtu de très vastes proportions dans plusieurs pays par rapport à la croissance des agrégats monétaires et de crédit au sens large dans les divers pays.

Pour évaluer l'importance de l'utilisation accrue du marché bancaire international par les secteurs non bancaires des pays du Groupe des Dix, et notamment ses répercussions sur l'efficacité de la politique monétaire interne, il faut tenir compte de deux éléments. Tout d'abord, les pays qui sont de grands centres financiers internationaux servent également très souvent de domicile à des sociétés multinationales non bancaires ou à leurs filiales ou succursales (telles que les sociétés financières). Bien que ces firmes puissent jouer un rôle majeur de pourvoyeur et d'emprunteur de capitaux bancaires internationaux, elles ne font souvent pas véritablement partie de l'économie du pays d'accueil, et l'incidence de leurs opérations bancaires internationales sur les conditions monétaires et de crédit de ce pays d'accueil peut être très limitée. C'est notamment le cas en Belgique-Luxembourg, où le montant fort élevé des dépôts en devises du secteur non bancaire national auprès des banques résidentes est attribuable en grande partie aux firmes multinationales domiciliées au Luxembourg. Des considérations analogues s'appliquent probablement aux relations entre le secteur non bancaire résident et le secteur bancaire international en Suisse et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni. Ensuite, et abstraction faite du rôle joué par les sociétés multinationales, les emprunteurs non bancaires auprès du secteur bancaire international sont très souvent des entités du secteur public ou des entreprises privées qui, pour des raisons de balance des paiements, ont été encouragées officiellement à collecter des crédits à l'étranger. Dans ces cas-là, on peut difficilement considérer que les emprunts internationaux interfèrent avec les objectifs de la politique interne; bien au contraire, ils tendent plutôt à conférer une marge de manœuvre accrue aux pouvoirs publics. Néanmoins, et en dépit de ces réserves, il est indéniable que l'accumulation de liquidités privées sur le marché international et le recours des résidents à ce marché pour y contracter des emprunts risquent dans certains cas, par leur action sur l'évolution des agrégats monétaires et de crédit internes, de poser des problèmes aux autorités des pays concernés.

Du côté «origines» du marché, l'année 1981 a sans nul doute été caractérisée par la très vive accélération, de \$9,6 milliards à \$31,2 milliards, des nouveaux dépôts bancaires internationaux constitués par le secteur non bancaire des Etats-Unis ainsi que par l'augmentation substantielle de tels dépôts effectués par les

**Le secteur bancaire international<sup>1</sup> comme collecteur de dépôts  
et source de crédits des secteurs non bancaires des pays du Groupe des Dix et de Suisse**

Pays des résidents	Types de positions		Dépôts			Pour mémoire: agrégats monétaires internes (au sens large) <sup>3</sup>	Emprunts			Pour mémoire: crédit interne <sup>4</sup>	
			en monnaie nationale à l'étranger	en monnaies étrangères dans le pays	à l'étranger <sup>2</sup>		en monnaie nationale à l'étranger	en monnaies étrangères dans le pays	à l'étranger <sup>2</sup>		
en milliards de dollars EU <sup>6</sup>											
Allemagne fédérale	Variations	1979	0,3	-0,3	0,4	23,4	-1,0	-	1,2	78,0	
		1980	1,4	0,2	1,2	22,1	9,4	0,2	1,2	67,0	
		1981	1,0	-0,2	0,2	15,4	7,9	-	2,3	58,0	
Belgique-Luxembourg	Stocks à fin	1981	3,7	1,3	3,6	342,9	29,6	1,5	7,6	712,2	
		Variations	1979	0,6	0,9	0,6	3,0	0,1	2,5	0,7	6,1
			1980	1,1	0,7	1,0	2,3	0,1	2,9	2,0	4,7
1981	0,5		3,0	1,2	1,8	-	3,4	2,9	2,2		
Canada	Stocks à fin	1981	2,1	7,2	5,3	44,2	0,2	11,5	7,8	47,0	
		Variations	1979	.	-0,5	-0,3	14,7	.	0,6	0,4	16,1
			1980	.	0,8	0,1	11,7	.	1,8	1,1	11,1
1981	.		-3,4	4,9	23,5	.	9,2	1,7	23,5		
Etats-Unis	Stocks à fin	1981	.	5,6	6,7	148,3	.	21,1	7,3	150,3	
		Variations	1979	15,5 <sup>7</sup>	.	0,5	118,7	2,7	.	1,7	123,1
			1980	9,6 <sup>7</sup>	.	-	214,6	2,3	.	0,3	103,6
1981	30,2 <sup>7</sup>		.	1,0	223,9	5,6	.	-0,2	75,3		
France	Stocks à fin	1981	82,2 <sup>7</sup>	.	4,6	2.192,7	15,8	.	4,4	1.326,9	
		Variations	1979	0,1	0,4	0,8	38,9	0,1	0,1	0,7	45,8
			1980	0,1	0,4	0,5	28,2	0,4	3,7	1,3	44,2
1981	-		-0,2	0,4	29,0	-0,2	1,2	1,8	47,4		
Italie	Stocks à fin	1981	0,3	1,8	3,8	273,9	0,4	8,7	8,5	332,3	
		Variations	1979	-	0,2	0,4	68,8	0,1	2,0	1,0	37,7
			1980	-	-	0,1	56,7	-	7,1	3,7	29,1
1981	-		0,2	0,5	47,1	-	-0,9	7,0	16,7		
Japon	Stocks à fin	1981	-	1,2	2,8	336,3	0,1	14,5	17,4	200,5	
		Variations	1979	-	.	-0,1	129,4	0,3	.	0,2	79,9
			1980	-	.	0,2	136,6	-	.	0,5	89,4
1981	-		.	0,2	164,9	0,2	.	-1,5	112,7		
Pays-Bas	Stocks à fin	1981	0,1	.	0,8	1.671,2	0,5	.	8,6	1.248,3	
		Variations	1979	-	0,3	0,5	3,2	0,2	0,8	0,1	14,6
			1980	-	0,2	1,1	1,8	-	0,5	1,0	10,7
1981	0,2		0,7	0,9	1,7	0,1	0,2	0,5	5,7		
Royaume-Uni	Stocks à fin	1981	0,4	3,1	4,7	42,4	0,6	2,6	4,1	99,1	
		Variations	1979	0,7	2,0	0,2	14,6	0,9	0,9	0,6	22,2
			1980	1,5	2,8	1,2	26,1	-0,1	1,0	0,1	28,9
1981	-0,3		4,8	1,1	17,6	-	4,8	0,5	16,8		
Suède	Stocks à fin	1981	1,9	18,5	6,2	151,3	1,3	27,0	7,1	155,1	
		Variations	1979	.	0,1	-	6,3	.	1,2	-0,1	12,4
			1980	.	-	-	10,5	.	1,4	2,8	14,7
1981	.		0,1	-	7,8	.	2,0	0,5	12,9		
Suisse	Stocks à fin	1981	.	0,5	0,6	63,7	.	7,0	7,6	83,2	
		Variations	1979	0,2 <sup>8</sup>	0,3	3,0	10,1	0,3	-	0,8	8,5
			1980	0,4 <sup>8</sup>	-	2,2	4,7	0,2	0,4	0,7	11,6
1981	0,4 <sup>8</sup>		0,5	3,3	3,8	0,2	-0,5	0,1	10,3		
Total	Stocks à fin	1981	1,9 <sup>8</sup>	3,8	17,0	120,8	1,1	3,2	4,9	107,1	
		Variations	1979	17,4	3,4	6,0	.	3,7	8,1	7,3	.
			1980	14,1	5,1	7,6	.	12,3	19,0	14,7	.
1981	32,0		5,5	13,7	.	13,8	19,4	15,6	.		
Total	Stocks à fin	1981	92,6	43,0	56,1	.	49,6	97,1	85,3	.	

<sup>1</sup> Banques sises dans les pays européens déclarants, au Canada, au Japon et - à partir du troisième trimestre de 1980 - aux Etats-Unis. <sup>2</sup> Y compris les dépôts en monnaie locale de la banque collectrice de dépôts/pourvoyeuse de fonds, sauf dans le cas des banques suisses pour lesquelles on ne dispose pas d'une ventilation secteur bancaire/secteur non bancaire. <sup>3</sup> M<sub>2</sub> pour la Belgique, la France et les Pays-Bas; M<sub>3</sub> pour les autres pays (y compris, en outre, les dépôts du gouvernement pour le Canada, les certificats de dépôt pour le Japon, mais à l'exclusion, pour les Etats-Unis, des dépôts d'un jour sur l'autre en euro-dollars auprès des succursales aux Caraïbes des banques sises aux Etats-Unis); les chiffres ont été ajustés, si nécessaire, pour exclure la composante monnaies étrangères indiquée séparément, sauf au Japon, où ce poste (non publié) reste inclus dans l'agrégat monétaire au sens large. <sup>4</sup> Crédit au secteur privé et crédit net au secteur public ajusté, si nécessaire, pour exclure la composante monnaies étrangères indiquée séparément. <sup>5</sup> Variations à taux de change constants en fin de trimestre. <sup>6</sup> A l'exclusion des comptes fiduciaires. <sup>7</sup> Y compris les dépôts auprès des succursales offshore des banques américaines.

résidents du Royaume-Uni (\$5,6 milliards), de Belgique-Luxembourg (\$4,7 milliards) et de Suisse (\$4,2 milliards). En ce qui concerne les Etats-Unis, l'accumulation de dépôts, qui a représenté l'équivalent d'environ 14% de l'expansion de  $M_3$ , s'est faite essentiellement sous la forme d'un renforcement des dépôts en dollars auprès des banques à l'étranger. Cette évolution s'est produite en dépit du fait que la prime dégagée par les taux d'intérêt des euro-dépôts sur ceux des placements à échéance comparable sur le marché monétaire américain ait été, en moyenne, un peu plus faible qu'en 1980; il est toutefois probable qu'elle ait reflété à la fois le rôle croissant des fonds communs de placement en tant que pourvoyeurs de l'euro-marché et la prise de conscience accrue par le secteur non bancaire américain, en général, des rendements plus élevés procurés par les dépôts sur le marché international. Au Royaume-Uni, la forte progression des dépôts non bancaires, qui ont revêtu essentiellement la forme de dépôts en devises dans les banques résidentes, s'explique sans doute par l'abolition du contrôle des changes à l'automne de 1979. En 1981, la croissance de ces avoirs a en outre été stimulée par le niveau très élevé des taux d'intérêt en dollars et la vigueur de la monnaie américaine sur les marchés de change.

D'une manière plus générale, on peut sans doute dire que, devant la disparition progressive de l'illusion monétaire, les investisseurs ont recherché de plus en plus, ces dernières années, des rendements les mettant à l'abri d'une érosion, par l'inflation et la fiscalité, de la valeur réelle des capitaux placés. Comme les possibilités de relever les taux de rémunération des dépôts sont fréquemment limitées sur les marchés nationaux par des obstacles de nature réglementaire, des rigidités de caractère institutionnel et des conditions de concurrence imparfaites, il n'est guère surprenant que le marché international ait très largement réussi à attirer ce type de capitaux.

Du côté «emplois» du marché, les plus gros emprunteurs du secteur non bancaire au sein du Groupe des Dix ont été, l'an dernier, les résidents du Canada (\$10,9 milliards), d'Allemagne (\$10,2 milliards), de Belgique-Luxembourg (\$6,3 milliards) et d'Italie (\$6,1 milliards). Les nouveaux emprunts directs identifiés des résidents du secteur non bancaire des Etats-Unis sur le marché bancaire international ont été, avec \$5,4 milliards, très inférieurs à l'accroissement de leurs dépôts bancaires internationaux. Toutefois, ce chiffre ne comprend pas le montant des crédits qui ont pu être consentis au secteur non bancaire des Etats-Unis par les succursales des banques américaines et par d'autres guichets bancaires situés dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient; de même, il n'est pas exclu que les entreprises américaines aient contracté des emprunts substantiels par l'intermédiaire de leurs établissements à l'étranger (voir pages 147-148). Si l'on tient compte de ces éléments manquants, les nouveaux crédits consentis au secteur non bancaire américain par les guichets bancaires hors des Etats-Unis ont probablement été de l'ordre de \$12-15 milliards.

Le volume très substantiel des emprunts en euro-devises contractés par les résidents canadiens, essentiellement auprès de banques sises au Canada, a été très largement lié à la politique de «canadianisation» suivie par le gouvernement dans le secteur de l'énergie (voir page 150). Les emprunts en euro-devises des résidents

du secteur non bancaire allemand, la plupart du temps sur le compartiment de l'euro-deutsche mark, ont été essentiellement motivés par le fait que les grandes entreprises allemandes ont profité des taux d'intérêt moins élevés servis, parfois, par les établissements à l'étranger des banques allemandes. Dans la mesure où ces emprunts n'étaient pas liés à des mouvements circulaires de fonds, mais où ils constituaient de véritables importations nettes de capitaux, ils ont certainement été accueillis favorablement pour des considérations de balance des paiements et de taux de change. Ce sont aussi des considérations de balance des paiements qui expliquent le recours aux crédits bancaires internationaux en 1981 de la part d'emprunteurs des secteurs non bancaires de Belgique-Luxembourg, d'Italie, de France et de Suède. Dans ces pays, une grande partie des opérations d'emprunt ont été effectuées directement par des organismes publics ou par le gouvernement lui-même. Au Japon, un recours massif aux emprunts en monnaies étrangères auprès des banques résidentes (dénommés «impact loans») semble s'être produit à la suite de l'assouplissement du contrôle des changes en automne 1980. On ne possède cependant pas d'indications sur le volume de ces opérations.

### **Ventilation par monnaie de l'activité bancaire internationale**

De prime abord, on pourrait penser que l'année 1981 a été celle du dollar sur le marché bancaire international. Aux taux de change courants, le dollar est en effet intervenu à hauteur de 89% dans l'augmentation de la valeur des avoirs extérieurs des banques déclarantes et à concurrence de 99% dans l'accroissement de leurs engagements. Cette prédominance du dollar dans les nouvelles opérations a toutefois résulté, en grande partie, de l'expansion particulièrement rapide des opérations effectuées avec l'étranger, pour la quasi-totalité en dollars, par les banques situées aux Etats-Unis et les succursales offshore des banques américaines ainsi que de l'appréciation de la monnaie américaine.

La situation paraît quelque peu différente si l'on examine l'euro-marché dans sa définition étroite et en éliminant l'incidence de l'appréciation du dollar. Sur une base corrigée des variations de change, les positions en dollars ne représentent que 65,3% de l'expansion des avoirs extérieurs en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes, alors qu'à la fin de 1980 elles entraient pour 69% dans l'encours total des avoirs; ce n'est qu'au passif des bilans des banques que la part du dollar enregistre une légère progression. En outre, l'accroissement des positions en dollars s'est en grande partie concentré sur le quatrième trimestre de 1981, où le dollar a été relativement faible sur les marchés des changes, alors que pendant les neuf premiers mois de l'année la part de marché de la monnaie américaine s'est située bien en dessous de la moyenne. Cette situation s'explique sans doute par le fait que les emprunteurs ont préféré, pendant les périodes où le dollar semblait voué à s'apprécier, contracter des dettes en d'autres monnaies et à des taux d'intérêt sensiblement plus bas que ceux des crédits en dollars.

Ces influences se reflètent également dans la ventilation par monnaie des opérations directes des banques européennes déclarantes avec le secteur non bancaire. Du côté «emplois» de leurs bilans, la part des nouveaux crédits libellés en monnaies autres que le dollar, qui avaient déjà connu une forte expansion en 1980,

**Ventilation par monnaie des flux d'euro-monnaies\***

Années	Dollars			Autres monnaies étrangères						
	Total	à l'égard		Total	à l'égard		deutsche marks	francs suisses	livres sterling	yens
		du secteur non bancaire	des autorités monétaires officielles		du secteur non bancaire	des autorités monétaires officielles				
en milliards de dollars EU à taux de change constants en fin de trimestre										
	Avoirs									
1976	33,8	9,9	1,2	8,1	0,9	0,5	2,6	1,4	0,6	.
1977	38,4	13,8	- 0,4	23,8	6,6	- 0,3	15,5	1,7	2,7	.
1978	71,1	18,7	3,0	26,2	6,0	0,2	16,1	- 1,3	1,4	3,1
1979	88,4	20,1	- 3,5	41,9	7,2	0,1	21,0	10,0	3,1	2,0
1980	90,8	27,3	2,2	40,3	15,1	0,1	13,3	15,1	0,9	2,6
1981	74,8	28,0	- 0,8	39,7	16,3	0,4	14,0	10,3	2,8	6,6
	Engagements									
1976	40,6	5,3	9,5	6,8	2,0	- 1,0	3,1	- 0,5	1,4	.
1977	42,8	4,7	4,6	25,5	2,3	3,0	15,4	3,0	2,3	.
1978	69,7	10,0	- 0,4	24,9	2,3	5,7	13,7	- 0,5	2,7	2,8
1979	88,0	19,9	17,8	59,5	5,0	13,8	28,8	12,0	3,8	5,6
1980	111,7	19,7	2,9	42,3	6,7	3,3	12,7	15,2	7,1	- 1,0
1981	83,2	32,2	- 7,7	36,2	5,8	- 5,4	8,9	16,0	- 0,9	5,8

\* Banques des pays européens déclarants (voir tableaux des pages 158 et 159).

lorsque la monnaie américaine avait commencé à se raffermir sur les marchés des changes, s'est encore élargie. Du côté «origines» du marché, au contraire, la progression des dépôts en monnaies autres que le dollar s'est ralentie, tandis que l'afflux des nouveaux dépôts en dollars s'est fortement accéléré et a atteint, avec \$ 32,2 milliards, un record absolu. Un autre trait caractéristique de l'année dernière a été la réduction de \$ 13,1 milliards des dépôts en euro-monnaies des institutions monétaires officielles. Il ne semble pas toutefois que ces retraits aient été liés essentiellement à des considérations de taux de change, puisque ce chiffre comprend une réduction de \$ 7,7 milliards des dépôts en dollars (voir également chapitre VII, pages 187-189).

En ce qui concerne les monnaies autres que le dollar, la croissance la plus forte en valeur absolue a été, comme d'habitude, celle des avoirs des banques européennes déclarantes en deutsche marks (+\$14 milliards) et en francs suisses (+\$10,3 milliards). Cependant, en termes de taux de croissance, leurs avoirs en yens ont augmenté beaucoup plus rapidement (+\$6,6 milliards, soit un accroissement des deux tiers). Par conséquent, le yen a supplanté quantitativement la livre sterling à l'actif des bilans des banques et pris la troisième place des monnaies autres que le dollar, après le deutsche mark et le franc suisse. Sa part du total du marché, avec moins de 2%, demeure toutefois faible.

### Evolution sur les divers marchés

Les avoirs extérieurs des banques des pays européens déclarants ont enregistré, l'an dernier, une expansion de \$136 milliards, qui a porté leur total à

\$992 milliards, progression inférieure à celle de 1980 (+\$159 milliards). Ce ralentissement a été dû essentiellement à une forte contraction du volume des nouvelles opérations interbancaires au sein de la zone européenne déclarante, tandis que les nouveaux prêts aux secteurs non bancaires ont été légèrement supérieurs à ceux de 1980. On note également un certain tassement du volume des nouveaux crédits octroyés aux pays extérieurs à la zone déclarante élargie, notamment à l'Europe de l'Est. Du côté «origines» des bilans des banques européennes, on constate une diminution marquée des nouveaux dépôts en provenance des pays exportateurs de pétrole et même une réduction des engagements à l'égard de l'Europe de l'Est. Il s'est produit, en revanche, d'importantes entrées de nouveaux fonds, d'une part, par le biais des comptes fiduciaires des banques opérant en Suisse et, de l'autre, en provenance des Etats-Unis.

En ce qui concerne le rôle des divers pays européens déclarants, la principale caractéristique de l'évolution notée en 1981 a été, sans nul doute, la part considérable prise par les banques au Royaume-Uni dans l'expansion totale de l'euro-marché. Les avoirs extérieurs en monnaies étrangères de ces banques ont augmenté de \$74,7 milliards, soit de 23%, ce qui représente 65% du total de l'accroissement enregistré par l'ensemble des banques européennes déclarantes. En comparaison, la progression a été plutôt modeste dans les deux autres grands centres de l'euro-marché, la France et le Luxembourg, où ces avoirs ne se sont accrus que de \$5,2 milliards et \$6 milliards, soit de 4,5% et 7,5% respectivement. Après le Royaume-Uni, ce sont les banques sises en Belgique (\$8,7 milliards) et en Italie (\$6,6 milliards) qui ont enregistré les augmentations les plus fortes de leurs avoirs en euro-monnaies.

Si l'on considère le rôle des banques européennes en tant qu'exportatrices et importatrices nettes de fonds, le changement de loin le plus important est à mettre au compte des banques sises en France, dont la position débitrice extérieure nette en monnaies étrangères s'est accrue de \$9,9 milliards, pour atteindre un total de \$11,9 milliards. Une part notable de ces emprunts semble toutefois avoir été utilisée pour financer l'expansion de \$4,2 milliards de la position créditrice extérieure nette en francs français, liée en grande partie à des opérations commerciales. Les autres principaux importateurs nets de fonds d'origine externe ont été les banques situées en Suède (\$2,2 milliards) et en Belgique (\$1,1 milliard). Les banques de la plupart des autres pays européens déclarants ont été d'importantes exportatrices nettes de capitaux en 1981.

Les créances extérieures des banques opérant aux Etats-Unis ont progressé de \$76,5 milliards, l'an dernier, et leurs engagements de \$38 milliards. Ces exportations massives, en chiffres bruts et nets, de capitaux sont certainement liées en partie au recours à l'option LIBOR dans les contrats de prêts à des résidents aux Etats-Unis et ont donc pu être associées à des mouvements circulaires de fonds. Le cas typique est celui d'une banque prêteuse américaine qui comptabilise le crédit comme créance sur sa succursale à l'étranger; cette dernière peut, à son tour, faire apparaître le crédit en question comme une créance sur la filiale à l'étranger de l'entreprise américaine cliente, les fonds étant réacheminés vers les Etats-Unis par le biais d'opérations comptables au sein même de cette entreprise. Il est toutefois peu probable que ces mouvements circulaires soient à l'origine de la majeure partie



**Variations des positions extérieures des banques situées dans les pays déclarants  
et de certaines succursales offshore des banques américaines**

		Avoirs				Engagements			
		1978	1979	1980	1981	1978	1979	1980	1981
		en milliards de dollars EU à taux de change constants en fin de trimestre							
Allemagne fédérale	Monnaie nationale . .	4,0	4,8	9,7	6,1	12,0	11,8	2,8	1,2
	Monnaies étrangères	2,8	0,8	0,3	3,0	3,1	4,3	0,4	1,8
Autriche	Monnaie nationale . .	0,6	1,1	1,3	1,1	0,3	0,3	0,4	0,2
	Monnaies étrangères	1,5	3,9	2,0	1,3	2,0	4,6	5,4	1,8
Belgique	Monnaie nationale . .	- 0,1	0,1	1,1	-	0,3	1,7	2,2	- 1,1
	Monnaies étrangères	7,2	7,1	14,0	8,7	7,9	9,6	15,8	10,9
Luxembourg	Monnaie nationale . .	0,2	0,4	- 0,1	0,3	-	0,3	0,2	- 0,2
	Monnaies étrangères	10,2	18,8	13,6	6,0	9,0	19,3	12,6	4,2
Danemark	Monnaie nationale . .	-	0,1	0,1	- 0,1	0,1	-	0,1	-
	Monnaies étrangères	0,6	0,9	-	0,8	0,9	0,9	-	0,4
France	Monnaie nationale . .	5,0	4,2	4,0	4,1	0,8	0,7	2,9	- 0,1
	Monnaies étrangères	15,9	18,6	20,9	5,2	12,6	19,4	25,3	15,1
Irlande	Monnaie nationale . .	-	-	-	-	-	-	0,3	0,3
	Monnaies étrangères	- 0,2	-	0,5	0,4	-	-	1,2	0,3
Italie	Monnaie nationale . .	0,3	0,7	- 0,2	-	0,4	0,8	0,4	- 0,1
	Monnaies étrangères	6,9	6,0	2,0	6,6	5,5	7,1	9,0	4,4
Pays-Bas	Monnaie nationale . .	2,2	2,6	1,0	2,4	1,9	2,7	2,7	0,7
	Monnaies étrangères	7,4	7,3	8,2	5,0	8,6	8,2	9,1	4,0
Royaume-Uni	Monnaie nationale . .	1,6	- 0,6	5,6	5,4	0,2	6,0	7,1	4,9
	Monnaies étrangères	37,7	65,6	68,8	74,7	36,0	67,4	69,9	74,1
Suède	Monnaie nationale . .	- 0,1	0,1	0,2	- 0,3	-	0,1	0,3	0,2
	Monnaies étrangères	- 0,1	1,3	1,7	0,2	0,9	3,1	3,3	1,9
Suisse	Monnaie nationale . .	0,9	7,1	5,0	2,5	- 0,5	0,4	5,6	2,3
	Monnaies étrangères	7,4	-	- 1,0	2,6	8,1	3,6	2,0	0,3
Canada	Monnaie nationale . .	0,1	0,1	- 0,1	0,6	0,6	0,4	0,1	1,5
	Monnaies étrangères	4,0	3,0	10,2	2,1	5,5	7,3	10,9	16,5
Japon	Monnaie nationale . .	3,6	5,3	3,4	5,4	2,9	- 3,5	7,2	1,7
	Monnaies étrangères	7,1	8,1	15,0	15,4	5,6	16,1	21,7	19,9
Etats-Unis	Monnaie nationale . .	36,7	18,4	38,7	74,7 <sup>1</sup>	21,2	38,5	7,4	37,2 <sup>1</sup>
	Monnaies étrangères	1,3	- 1,3	2,0	1,8 <sup>1</sup>	1,5	- 0,5	2,0	0,8 <sup>1</sup>
Succursales offshore	Monnaies étrangères <sup>2</sup>	15,0	21,0	13,7	31,6	15,4	21,3	14,3	33,5
Total général	Monnaie nationale . .	55,0	44,4	69,7	102,2	40,2	60,2	39,7	48,7
	Monnaies étrangères	124,7	161,1	171,9	165,4	122,6	191,7	202,9	189,9

<sup>1</sup> Y compris les «facilités bancaires internationales» (IBFI). <sup>2</sup>Y compris de faibles montants dans la monnaie nationale des centres concernés.

des exportations de fonds compatibles par les banques aux Etats-Unis, et il ne fait guère de doute que, sans le rôle d'exportateur net de capitaux joué par le secteur bancaire américain, les pressions à la hausse sur le dollar auraient encore été plus fortes, l'an dernier, et la liquidité sur le marché bancaire international plus resserrée.

Un autre facteur qui contribue à expliquer la forte expansion des avoirs extérieurs bruts des banques aux Etats-Unis a été l'ouverture, le 3 décembre, de

«facilités bancaires internationales» (IBF). Comme les IBF ne sont pas soumises à l'obligation de constituer des réserves et jouissent d'un certain nombre d'autres privilèges sur les plans réglementaire et fiscal, aucune opération avec le secteur non bancaire américain ou avec les banques non affiliées des Etats-Unis autres que les IBF ne peut être comptabilisée par leur intermédiaire. Elles sont cependant reliées au secteur financier intérieur américain par le biais des transactions intrabancaires effectuées avec leur maison mère sur le marché américain. A la fin de 1981, après quatre semaines d'existence seulement, les IBF comptabilisaient \$61,3 milliards d'avoirs extérieurs et \$46,4 milliards d'engagements extérieurs, les succursales et filiales aux Etats-Unis de banques étrangères intervenant pour moitié environ dans ces montants.

Les fonds enregistrés par l'intermédiaire des IBF semblent être provenus essentiellement de quatre sources. En premier lieu, un transfert d'avoirs extérieurs des livres des banques situées aux Etats-Unis vers les IBF, qui s'est traduit par un fléchissement de \$19,2 milliards, en décembre, des avoirs «traditionnels» en dollars sur l'étranger des banques opérant aux Etats-Unis. La deuxième source a été le réacheminement, par l'intermédiaire des IBF, de dépôts comptabilisés auprès des succursales et filiales à l'étranger des banques américaines; en décembre, les banques sises aux Etats-Unis ont fait état d'un accroissement de \$17,3 milliards de leurs engagements en dollars à l'égard de leurs établissements à l'étranger, cependant que les succursales à l'étranger des banques américaines enregistraient dans le même temps une forte contraction de leurs créances sur les résidents de pays autres que les Etats-Unis. Troisièmement, il s'est produit un transfert direct, sans passer par l'intermédiaire de comptes intrabancaires, d'avoirs et d'engagements d'établissements à l'étranger vers les IBF, ou peut-être un accroissement pur et simple des opérations internationales effectuées via les Etats-Unis, non compensé par un fléchissement ailleurs; c'est ainsi que les engagements extérieurs des banques implantées aux Etats-Unis, autres que ceux qu'elles avaient contractés à l'égard de leurs propres établissements à l'étranger, ont connu une progression de \$13,1 milliards en décembre. Enfin, il y a eu, apparemment, une expansion des prêts bancaires internationaux financés au moyen de ressources collectées par les IBF aux Etats-Unis par l'intermédiaire de leurs établissements dans ce pays. La position créditrice extérieure nette en dollars des banques sises aux Etats-Unis (IBF comprises) a accusé au total une augmentation de \$11,6 milliards en décembre. Ainsi, sur les \$61,3 milliards d'avoirs comptabilisés par l'intermédiaire des IBF (y compris un faible montant au titre des positions en monnaies autres que le dollar), \$24,7 milliards tout au plus ont représenté de nouvelles opérations. Une part importante de ce dernier montant d'avoirs aurait certainement été enregistrée même sans l'existence des IBF.

Dans les principaux centres offshore de la zone des Caraïbes et d'Extrême-Orient, les avoirs extérieurs des succursales des banques américaines se sont accrus de \$30,8 milliards (avant correction de l'incidence, assez minime, des variations de cours de change), pour atteindre au total \$171,8 milliards en 1981. Leurs créances sur les Etats-Unis ont progressé à elles seules de \$29,8 milliards et ont consisté, à hauteur de \$10,5 milliards, en créances sur des banques non affiliées et sur le secteur non bancaire américain, tandis que le reliquat de \$19,3 milliards a

représenté des fonds réacheminés vers les maisons mères. La majeure partie de ce reflux, ou, plus exactement, de ce «transfert comptable» aux maisons mères s'est produite au quatrième trimestre et a été liée à l'ouverture des IBF. L'existence de ces zones franches explique également pourquoi, après avoir augmenté de \$6,7 milliards pendant les neuf premiers mois de l'année, les créances des succursales offshore sur les pays en développement non membres de l'OPEP se sont contractées de \$7,5 milliards au quatrième trimestre. Inversement, les créances des banques sises aux Etats-Unis (IBF comprises) sur ces pays en développement, qui n'avaient augmenté que de \$5,2 milliards pendant les trois trimestres précédents, se sont gonflées de \$18,5 milliards durant le quatrième, soit de 34%. Du côté «origines» des bilans des succursales offshore également, le mouvement de loin le plus important a été l'accroissement de \$28,1 milliards des engagements envers les résidents des Etats-Unis, sans lien significatif toutefois avec les IBF. Les engagements à l'égard du secteur non bancaire américain ont progressé, à eux seuls, de près de \$12 milliards, soit de presque 50%.

Les banques situées au Japon ont de nouveau fait état, l'an dernier, d'une expansion rapide de leurs activités internationales. Leurs avoirs extérieurs ont progressé de \$20,8 milliards, pour atteindre un total de \$84,6 milliards. Leurs engagements extérieurs ont continué, eux aussi, de se développer vigoureusement, mais à un rythme nettement moindre toutefois qu'en 1980. De ce fait, la position débitrice extérieure nette des banques, qui s'était élargie de \$10,5 milliards en 1980 en liaison avec les importants besoins de financement des balances des paiements, ne s'est aggravée que de \$0,8 milliard l'an dernier, pour se situer à \$15,8 milliards. La forte croissance des créances des banques japonaises sur l'étranger en 1981 s'explique pour une bonne part par l'assouplissement des réglementations officielles régissant la participation des banques japonaises aux prêts consortiaux internationaux. En outre, les taux d'intérêt relativement bas perçus sur les emprunts en yens, ainsi que la tenue assez faible de la monnaie japonaise sur les marchés des changes, ont contribué à stimuler la demande étrangère de crédits en yens. La forte expansion des engagements extérieurs a été due en partie à la suppression, en décembre 1980, de toutes les restrictions sur les prêts appelés «impact loans», c'est-à-dire les crédits en devises aux résidents. Ces prêts, financés en grande partie par les banques japonaises à l'étranger, semblent avoir connu une vive expansion l'an dernier. En revanche, l'afflux de fonds pétroliers, en particulier sous forme de dépôts en yens, s'est arrêté.

Les banques au Canada ont été fortement importatrices nettes de fonds étrangers l'an dernier. Leurs engagements extérieurs se sont gonflés de \$18 milliards, alors que leurs avoirs n'ont augmenté que de \$2,7 milliards. Outre qu'elles ont été facilitées par des écarts favorables de taux d'intérêt, ces entrées nettes de fonds bancaires ont été dues à deux facteurs particuliers: d'une part, les prêts en monnaies étrangères accordés aux résidents canadiens pour financer la prise de contrôle de sociétés étrangères dans le secteur énergétique; d'autre part, l'imposition, en février 1981, d'un coefficient de réserves obligatoires de 3% sur les dépôts en devises constitués par les résidents canadiens du secteur non bancaire auprès de banques sises au Canada. Cette dernière mesure a entraîné un transfert de ces

dépôts à l'étranger, d'où ils ont été réacheminés vers les banques situées au Canada par l'intermédiaire du marché interbancaire international.

### Les marchés des obligations internationales

Si l'on en juge par le volume de l'activité, l'année 1981 a été très bonne pour les marchés des obligations internationales. Après quatre ans de croissance hésitante, le montant brut des nouvelles émissions s'est fortement accru (+\$9,8 milliards), pour atteindre \$47,8 milliards. L'expansion a porté à la fois sur les émissions d'euro-obligations, qui se sont gonflées de près d'un tiers, à \$26,5 milliards,

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

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Euro-émissions				Emissions étrangères			
		Total	dont			Total	dont		
			dollars EU	deutsche marks	placements privés		aux Etats-Unis	en Suisse	placements privés
en millions de dollars EU									
Europe occidentale . . . . .	1979	7.360	3.760	2.220	2.570	5.830	970	4.160	2.680
	1980	9.070	4.860	2.110	1.580	5.930	610	3.380	1.550
	1981	7.580	5.230	860	660	5.450	640	3.070	1.400
	1982/I	4.430	3.550	590	.	1.610	-	630	.
Canada . . . . .	1979	1.400	830	30	30	2.730	2.070	510	570
	1980	1.440	1.150	60	-	1.740	1.500	160	310
	1981	5.010	4.060	130	20	5.950	4.800	870	1.040
	1982/I	1.630	1.150	60	.	1.430	700	690	.
Etats-Unis . . . . .	1979	2.870	2.780	60	430	1.210	-	60	-
	1980	4.390	3.960	120	260	1.370	-	200	120
	1981	5.850	5.700	30	70	700	-	700	470
	1982/I	3.730	3.650	-	.	530	-	380	.
Autres pays développés <sup>2</sup> . . . . .	1979	1.780	780	960	330	3.810	80	3.500	3.210
	1980	2.260	1.220	780	350	2.620	-	2.310	1.830
	1981	3.240	2.500	230	200	3.050	320	2.370	1.920
	1982/I	1.170	940	10	.	1.250	-	1.010	.
Reste du monde <sup>3</sup> . . . . .	1979	1.900	1.360	410	210	1.190	140	300	350
	1980	1.180	750	390	-	570	80	140	100
	1981	2.320	2.060	90	210	1.120	440	90	350
	1982/I	1.090	920	130	.	300	-	100	.
Organismes internationaux	1979	2.040	700	1.090	1.400	5.210	1.110	950	4.050
	1980	1.710	1.360	-	1.050	5.720	550	1.280	2.880
	1981	2.490	1.700	40	460	5.040	1.380	1.030	570
	1982/I	640	510	-	.	1.280	-	320	.
Total des émissions placées . . . . .	1979	17.350	10.210	4.770	4.970	19.980	4.370	9.480	10.860
	1980	20.050	13.300	3.460	3.240	17.950	2.740	7.470	6.790
	1981	26.490	21.250	1.380	1.620	21.310	7.580	8.130	5.750
	1982/I	12.690	10.720	790	.	6.400	700	3.130	.

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

et sur les émissions étrangères sur les marchés nationaux, qui se sont accrues de 19%, pour ressortir à \$21,3 milliards.

Cette vive expansion des émissions d'obligations est intervenue dans des conditions peu favorables à maints égards aux marchés des capitaux: taux d'intérêt à long terme en hausse pendant la majeure partie de l'année, courbes de rendements inversées, instabilité marquée des taux d'intérêt à court terme et des taux de change, enfin, incertitude croissante sur les plans politique et économique. Il semble toutefois que ce soit précisément cette instabilité et cet environnement défavorable qui ont mieux fait ressortir les avantages du marché international par rapport aux marchés nationaux — à savoir sa plus grande souplesse, ainsi que son caractère informel et innovateur.

Le marché international a également bénéficié de la fermeté du dollar EU, qui a renforcé l'attrait des obligations libellées dans cette monnaie pour les investisseurs non américains. De plus, les investisseurs étrangers, apparemment moins pessimistes que leurs homologues américains au sujet des perspectives d'évolution des taux d'intérêt dans ce pays, ont été très fortement attirés, à certains moments, par le niveau sans précédent des rendements des titres en dollars. Cela explique en partie pourquoi le coût des emprunts sur le marché des obligations en euro-dollars a été plus bas, pendant une bonne partie de l'année, que sur le marché des Etats-Unis, facteur qui a vivement stimulé les emprunteurs nord-américains. Evidemment, la fermeté du dollar et le niveau exceptionnellement élevé des taux d'intérêt sur cette monnaie n'avaient rien de tentant pour les emprunteurs non américains. Néanmoins, la détérioration des positions de liquidités, le niveau encore plus élevé des taux d'intérêt à court terme et le fait que le marché de l'euro-deutsche mark a été par moments pratiquement fermé ne leur ont souvent guère laissé d'autre choix.

Ces diverses influences se sont fidèlement reflétées dans la ventilation par monnaie et dans la répartition géographique des emprunts obligataires lancés l'an dernier, ainsi que dans les catégories d'instruments utilisés. La ventilation par monnaie a été surtout caractérisée par le dynamisme du compartiment du dollar. Les émissions en euro-dollars sont passées de \$13,3 milliards en 1980 à \$21,3 milliards, soit une expansion supérieure à celle de l'ensemble du marché des euro-obligations. Les émissions étrangères aux Etats-Unis se sont fortement développées, passant de \$2,7 milliards à \$7,6 milliards, malgré le climat relativement déprimé du marché intérieur américain.

Pour les émissions étrangères sur le marché allemand et les émissions en euro-DM, en revanche, l'année 1981 n'a pas été très favorable. Leur volume global n'a représenté, avec \$2,6 milliards, que 30% du chiffre de 1980. Pendant les premiers mois de 1981, le marché a été pratiquement fermé, en grande partie pour des considérations de balance des paiements, mais, même après sa réouverture à la mi-avril, l'activité est restée faible. Les investisseurs étaient rebutés par les rendements, sensiblement inférieurs à ceux des obligations en dollars, et par la faiblesse du deutsche mark à l'égard de la monnaie américaine, tout comme l'étaient les emprunteurs, par le seul fait de devoir offrir des coupons rémunérés à des taux d'intérêt records depuis la fin de la guerre. Le marché a toutefois commencé à se ranimer au quatrième trimestre, lorsque les taux d'intérêt à court terme ont

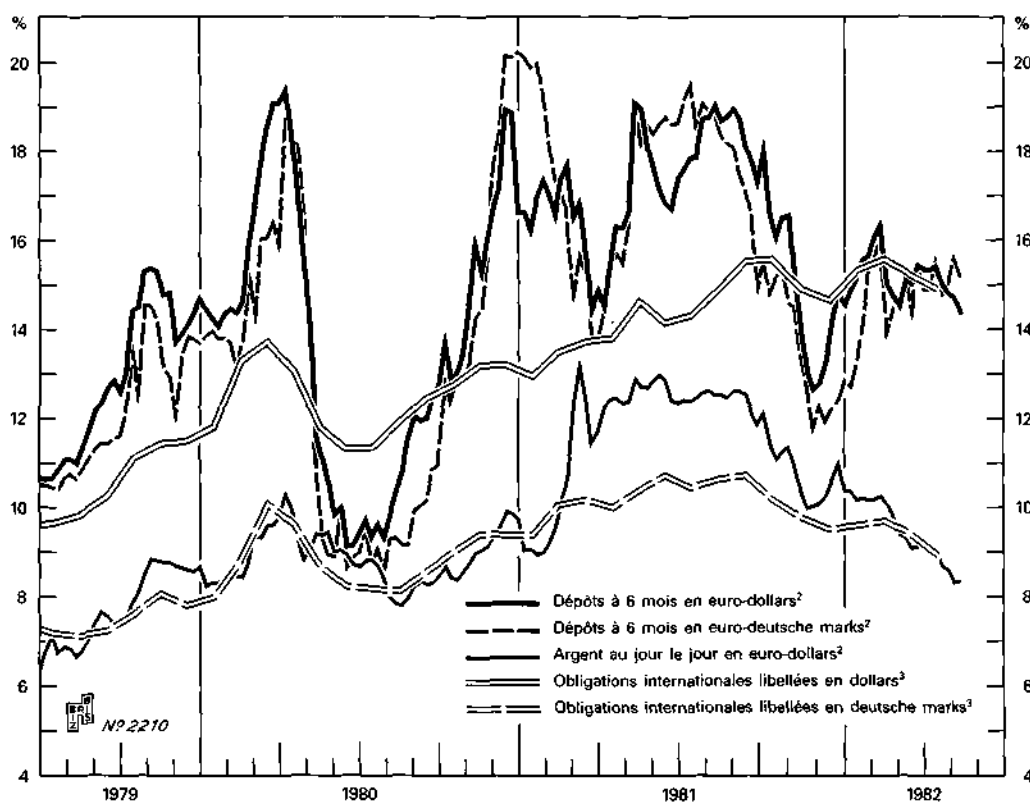
nettement baissé et que l'amélioration fondamentale de la balance des paiements de l'Allemagne a laissé espérer que les taux d'intérêt allemands pourraient acquérir une plus grande autonomie par rapport à l'évolution des taux américains.

Bien que souffrant d'une certaine manière des mêmes handicaps que le deutsche mark, les autres compartiments du marché des obligations internationales se sont assez bien tenus. En Suisse, les émissions étrangères ont progressé de \$0,7 milliard, pour atteindre \$8,1 milliards, tandis qu'au Japon leur expansion a été de \$1,2 milliard et leur montant total de \$2,7 milliards.

L'an dernier, les marchés des obligations internationales ont une nouvelle fois démontré leur aptitude à prospérer dans l'adversité, grâce à l'adaptation de leurs instruments aux modifications des préférences de leur clientèle. Devant les incertitudes persistantes entourant les évolutions futures de l'inflation et des taux d'intérêt, les «notes» à taux flottant ont encore accru leur proportion du marché; cela s'est vérifié tant sur le compartiment du dollar, où leur part s'est élargie jusqu'à un tiers du montant total l'an dernier, que sur celui du franc suisse, à une échelle beaucoup plus réduite toutefois. De plus, en ce qui concerne les émissions classiques, le marché a cherché à stimuler l'intérêt des investisseurs par une série d'innovations, telles que les obligations «à coupons zéro» — qui semblent, pour des raisons fiscales, avoir particulièrement séduit les investisseurs japonais — les émissions «warrant» et les émissions «à guichet ouvert».

En ce qui concerne les groupes d'emprunteurs, l'année écoulée a été principalement caractérisée par l'accroissement sensible de la part des ressources collectées par les emprunteurs nord-américains, l'augmentation très importante des montants absorbés par les pays en développement, à la fois directement et par l'intermédiaire des organismes internationaux de développement, et la réduction prononcée de la part des emprunteurs européens. Comme les taux d'intérêt étaient encore plus élevés au Canada qu'aux Etats-Unis, les émissions lancées à l'étranger par les emprunteurs canadiens sont passées de \$3,2 milliards en 1980 à \$11 milliards l'an dernier et ont été à l'origine de la majeure partie de l'expansion vigoureuse des émissions étrangères aux Etats-Unis. Les entreprises américaines ont porté de \$4,4 milliards à \$5,9 milliards leur recours au financement euro-obligataire, mais, en raison de la faiblesse du compartiment du deutsche mark, elles ont moins recouru aux marchés nationaux étrangers. Les pays en développement non membres de l'OPEP se sont procuré \$3 milliards, soit deux fois plus qu'en 1980, le Mexique intervenant à lui seul pour les trois quarts dans ce montant. Les organismes de développement ont obtenu \$5 milliards, soit \$1,2 milliard de plus qu'en 1980, de sorte que la part de marché des obligations émises par les pays en voie de développement ou pour leur compte est passée de 14% à 17%. Les pays d'Europe de l'Est ont été absents du marché l'an dernier. Ceux de l'Europe occidentale ont absorbé \$2 milliards de fonds de moins qu'en 1980, et leur part dans le total des ressources collectées sur le marché s'est contractée, passant de près de 40% à 27% seulement. Cette diminution a été due principalement à la réduction des emprunts des pays scandinaves (autres que la Finlande). Après le Canada et les Etats-Unis, le troisième pays emprunteur a été le Japon: les organismes japonais ont lancé \$4,9 milliards de nouvelles émissions, dont la moitié environ sous forme d'obligations convertibles.

Taux des dépôts en euro-monnaies et rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Les rendements des obligations sont calculés à l'échéance moyenne. <sup>2</sup> Moyennes hebdomadaires des cours quotidiens. <sup>3</sup> Moyennes mensuelles.

Malgré le volume considérable des émissions, la situation du marché a été plutôt instable pendant la majeure partie de l'année écoulée et l'activité s'est fortement concentrée sur les périodes de baisse temporaire des taux d'intérêt à court terme. Le redressement, notamment dans le compartiment des obligations classiques en dollars, a été particulièrement prononcé au quatrième trimestre, lorsque les rendements des obligations en dollars ont fléchi par rapport au niveau record de près de 16% atteint en septembre et que la courbe des rendements est temporairement redevenue normale.

Bien que les taux d'intérêt aient repris leur ascension vers la fin de 1981 et au début de 1982, l'activité d'émission a continué de se développer considérablement au premier trimestre. Dans le secteur des euro-obligations, en particulier, le volume des nouveaux emprunts, avec \$ 12,7 milliards, a représenté près du double de la moyenne trimestrielle de 1981 et dépassé d'un tiers celle du quatrième trimestre. En raison d'une baisse prononcée de l'activité d'émission sur le marché américain, que n'a pas compensée entièrement la forte expansion sur le marché suisse, le volume des emprunts obligataires étrangers a été un peu plus réduit qu'au dernier trimestre de 1981. La persistance des incertitudes au sujet des taux d'intérêt

s'est traduite par un nouvel élargissement de la part des émissions d'obligations à taux variable et d'obligations convertibles. Le fait marquant a toutefois été la progression spectaculaire des émissions «à coupons zéro» pendant les deux premiers mois de l'année, avant que les autorités japonaises n'interdisent l'accès de ces titres aux investisseurs japonais, tandis que le volume des autres émissions d'obligations classiques en dollars s'est fortement contracté. Dans le secteur des euro-obligations, où les nouvelles émissions offertes par les sociétés américaines ont constitué de loin le facteur le plus expansionniste, l'activité d'émission a continué de porter principalement sur le compartiment du dollar.



**Répartition géographique des positions extérieures des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore des banques américaines<sup>1</sup>**

	1978	1979	1980	1981			
	décembre	décembre	décembre	mars <sup>2</sup>	juin	sept.	décembre
en milliards de dollars EU							
<b>Créances des banques sur:</b>							
pays du Groupe des Dix, Suisse, Autriche, Danemark et Irlande	467,6	588,3	704,4	717,2	702,6	743,8	819,9
<i>dont: zone européenne déclarante</i>	360,3	437,8	522,8	523,9	499,7	519,5	568,3
Etats-Unis	53,0	81,9	89,0	90,7	97,3	111,5	133,6
Canada	16,0	19,2	23,5	26,5	32,1	35,8	36,8
Japon	38,3	49,4	69,1	76,1	73,5	77,0	81,2
Centres financiers offshore <sup>3</sup>	124,4	157,1	188,8	202,7	210,6	225,3	237,5
Autres pays d'Europe occidentale	50,4	58,7	70,1	71,4	71,7	73,6	77,1
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	13,5	13,7	15,6	16,1	16,9	19,2	21,8
Europe de l'Est	47,5	55,9	59,8	58,8	57,1	58,7	60,8
Pays de l'OPEP <sup>4</sup>	56,4	64,1	70,0	66,3	65,9	68,5	72,0
Autres pays en voie de développement	119,7	155,8	193,3	198,1	201,2	212,3	230,1
<i>dont: Amérique latine<sup>5</sup></i>	79,0	102,6	129,2	132,9	136,7	145,7	158,5
Moyen-Orient	6,5	7,8	9,7	9,2	10,0	9,9	11,5
Autres pays d'Asie	22,9	31,0	38,5	38,4	39,6	40,5	43,1
Autres pays d'Afrique	11,3	14,3	15,9	15,6	14,9	16,2	17,0
Non attribué <sup>6</sup>	13,6	17,6	19,9	21,0	20,7	21,4	22,8
<b>Total</b>	<b>893,1</b>	<b>1.111,0</b>	<b>1.321,9</b>	<b>1.349,6</b>	<b>1.346,7</b>	<b>1.422,8</b>	<b>1.542,0</b>
<i>dont: à l'intérieur de la zone (chiffres bruts)</i>	586,1	738,0	884,9	911,6	906,7	961,8	1.050,0
<i>à l'intérieur de la zone (chiffres corrigés des duplications d'écritures)<sup>7</sup></i>	228,0	292,0	373,0	382,0	385,0	414,0	448,0
<i>à l'extérieur de la zone<sup>8</sup></i>	307,0	373,0	437,0	438,0	440,0	461,0	492,0
<b>Total net des prêts bancaires internationaux</b>	<b>535,0</b>	<b>665,0</b>	<b>810,0</b>	<b>820,0</b>	<b>825,0</b>	<b>875,0</b>	<b>940,0</b>
<b>Engagements des banques envers:</b>							
pays du Groupe des Dix, Suisse, Autriche, Danemark et Irlande	533,9	686,4	823,9	838,4	830,8	879,7	948,4
<i>dont: zone européenne déclarante</i>	404,7	528,8	613,9	612,6	591,8	613,5	658,6
Etats-Unis	101,9	123,8	159,9	169,8	185,2	204,8	228,1
Canada	15,8	17,8	23,1	23,0	24,9	27,0	27,4
Japon	11,5	16,0	27,0	33,0	28,9	34,4	34,3
Centres financiers offshore <sup>3</sup>	97,8	140,3	166,0	171,3	179,8	198,8	219,5
Autres pays d'Europe occidentale	35,4	42,6	46,4	44,5	42,4	45,6	47,7
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	2,7	3,5	3,9	4,0	3,5	3,4	3,4
Europe de l'Est	10,6	15,4	15,6	11,4	9,3	10,8	14,8
Pays de l'OPEP <sup>4</sup>	82,5	120,3	159,7	161,5	158,0	157,3	156,8
Autres pays en voie de développement	75,8	88,7	91,4	88,6	87,5	89,4	98,3
<i>dont: Amérique latine<sup>5</sup></i>	32,5	37,8	36,0	34,5	34,0	35,4	39,8
Moyen-Orient	13,9	15,7	18,3	18,5	18,7	18,0	19,3
Autres pays d'Asie	22,1	26,0	27,3	26,3	25,9	27,0	29,2
Autres pays d'Afrique	7,3	9,2	9,8	9,3	8,9	9,0	10,0
Non attribué <sup>6</sup>	17,7	22,2	27,6	27,6	29,4	28,7	34,1
<b>Total</b>	<b>856,4</b>	<b>1.119,4</b>	<b>1.334,5</b>	<b>1.347,3</b>	<b>1.340,7</b>	<b>1.413,7</b>	<b>1.523,0</b>
<i>dont: à l'intérieur de la zone (chiffres bruts)</i>	624,4	816,4	981,5	1.000,3	1.002,7	1.068,7	1.158,0
<i>à l'intérieur de la zone (chiffres corrigés des duplications d'écritures)<sup>7</sup></i>	303,0	362,0	457,0	473,0	487,0	530,0	575,0
<i>à l'extérieur de la zone<sup>8</sup></i>	232,0	303,0	353,0	347,0	338,0	345,0	365,0
<b>Total net des prêts bancaires internationaux</b>	<b>535,0</b>	<b>665,0</b>	<b>810,0</b>	<b>820,0</b>	<b>825,0</b>	<b>875,0</b>	<b>940,0</b>

Remarque: les chiffres de ce tableau sont établis en partie sur la base d'estimations. Les chiffres concernant les banques sises aux Etats-Unis ne comprennent aucun poste relatif aux valeurs en garde, sauf les certificats de dépôt négociables de banques américaines détenus pour le compte de non-résidents. Les chiffres de décembre 1981 comprennent les positions extérieures des «facilités bancaires internationales».

<sup>1</sup> Les succursales offshore des banques américaines dont les positions extérieures sont comprises dans ces chiffres sont celles qui se trouvent aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. <sup>2</sup> Depuis mars 1981, ces chiffres comprennent également les positions extérieures d'un certain nombre de maisons de titres sises aux Etats-Unis, dont les avoirs et les engagements se sont élevés à \$2,8 milliards et \$0,2 milliard respectivement, essentiellement à l'égard de la zone déclarante. <sup>3</sup> Antilles néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Panama, Singapour, Vanuatu (ex Nouvelles-Hébrides) et autres Antilles britanniques. <sup>4</sup> Comprend, en outre, Bahreïn, Brunei, Oman, Trinidad et Tobago. <sup>5</sup> Y compris les pays de la zone des Caraïbes ne pouvant pas être considérés comme des centres financiers offshore. <sup>6</sup> Y compris les institutions internationales autres que la BRI. <sup>7</sup> A l'exclusion des dépôts successifs entre les banques déclarantes, mais y compris une partie du poste «Non attribué» et les positions à l'égard des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. <sup>8</sup> Y compris les positions à l'égard des autres centres offshore ainsi que le solde du poste «Non attribué».

**Ventilation par monnaie des positions extérieures  
en monnaies étrangères des banques situées dans les pays européens déclarants**

En fin de mois	Dollars			Autres monnaies étrangères						
	Total	à l'égard		Total	à l'égard		deutsche marks	francs suisses	livres sterling	yens
		du secteur non bancaire	des autorités moné- taires offi- cielles		du secteur non bancaire	des autorités moné- taires offi- cielles				
en millions de dollars EU										
<b>Avoirs</b>										
1977 décembre	268.430	65.550	3.870	116.410	31.670	1.610	70.350	23.640	5.310	1.720
1978 décembre	339.520	84.250	6.880	162.450	42.950	2.060	97.430	27.890	7.300	5.400
1979 mars . . . .	327.200	85.570	4.050	162.340	42.870	1.580	94.860	26.000	8.260	6.090
juin . . . . .	351.050	90.780	4.120	177.700	44.130	1.760	104.850	31.480	8.290	5.750
septembre	384.190	96.710	3.490	199.160	49.370	1.990	116.870	37.250	9.420	5.740
décembre	427.960	104.320	3.380	211.770	52.140	2.200	124.430	38.660	11.140	6.280
1980 mars . . . .	438.960	108.630	4.350	204.220	54.230	2.190	115.710	38.010	11.590	8.000
juin . . . . .	456.730	118.310	3.690	234.750	62.950	2.140	129.830	46.240	13.650	9.590
septembre	465.620	124.740	3.520	234.710	64.820	2.140	127.430	47.230	13.440	10.320
décembre	518.730	131.620	5.540	232.510	61.880	2.230	122.930	49.620	12.970	10.560
1981 mars . . . .	525.670	135.920	5.480	236.140	63.110	2.700	123.970	51.400	13.030	12.120
juin . . . . .	533.020	140.750	5.170	217.010	60.160	1.930	108.570	52.400	12.300	12.340
septembre	550.050	149.150	5.150	231.120	67.250	2.200	115.630	56.020	12.570	14.180
décembre	593.530	159.650	4.730	246.520	71.240	2.410	120.280	60.020	13.120	16.430
<i>Pour mémoire:</i>										
<i>positions à l'égard des résidents</i>										
1977 décembre	93.510	30.560	.	35.710	10.640	.	.	.	.	.
1978 décembre	106.530	32.690	.	49.550	13.500	.	.	.	.	.
1979 décembre	126.570	34.850	.	69.610	20.270	.	.	.	.	.
1980 décembre	169.560	42.200	.	85.400	29.860	.	.	.	.	.
1981 mars . . . .	182.300	43.560	.	83.090	27.930	.	.	.	.	.
juin . . . . .	178.440	41.320	.	79.300	26.170	.	.	.	.	.
septembre	188.770	43.270	.	83.330	28.410	.	.	.	.	.
décembre	193.430	48.960	.	88.690	30.130	.	.	.	.	.
<b>Engagements</b>										
1977 décembre	278.840	34.330	49.250	117.360	12.230	17.970	68.680	22.720	6.870	2.670
1978 décembre	348.590	44.340	48.900	162.220	16.570	27.020	93.080	27.890	10.320	6.190
1979 mars . . . .	336.550	47.810	53.100	165.890	18.770	27.520	93.250	26.840	11.990	7.180
juin . . . . .	359.930	51.820	56.660	185.430	18.780	29.000	104.630	32.270	13.050	7.840
septembre	392.420	58.640	63.760	212.040	21.570	36.540	117.790	38.280	14.550	8.820
décembre	436.630	64.190	66.740	229.200	22.480	41.620	127.940	40.710	15.180	10.330
1980 mars . . . .	450.050	68.680	63.400	225.990	23.500	40.260	118.250	41.680	19.350	10.920
juin . . . . .	474.000	71.380	67.690	254.490	26.860	43.420	133.000	49.240	22.930	10.020
septembre	486.110	74.410	72.370	255.760	26.410	44.650	130.470	51.690	23.070	10.130
décembre	548.360	83.900	69.650	252.140	27.480	41.490	125.260	51.620	23.820	11.240
1981 mars . . . .	558.870	91.540	67.000	250.310	28.980	37.600	122.340	54.520	22.260	11.940
juin . . . . .	565.350	93.980	65.010	226.640	25.530	32.390	103.150	56.420	18.280	11.770
septembre	583.110	104.800	62.390	238.080	27.690	30.870	107.910	61.330	17.540	12.380
décembre	631.520	116.110	61.920	259.970	29.740	31.240	117.130	68.110	18.330	16.180
<i>Pour mémoire:</i>										
<i>positions à l'égard des résidents</i>										
1977 décembre	75.310	12.280	.	30.400	5.460	.	.	.	.	.
1978 décembre	87.690	14.690	.	45.060	7.440	.	.	.	.	.
1979 décembre	108.910	17.180	.	63.940	9.280	.	.	.	.	.
1980 décembre	148.100	20.480	.	66.570	10.240	.	.	.	.	.
1981 mars . . . .	161.460	22.950	.	68.330	10.900	.	.	.	.	.
juin . . . . .	161.220	25.850	.	65.720	9.940	.	.	.	.	.
septembre	171.470	26.330	.	70.660	12.200	.	.	.	.	.
décembre	173.140	24.990	.	72.100	13.510	.	.	.	.	.

**Avoirs et engagements extérieurs des banques situées  
dans les divers pays déclarants et de certaines succursales offshore  
des banques américaines**

			1979	1980	1981			
			décembre	décembre	mars	juin	septembre	décembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	47.620	51.820	47.690	42.740	43.590	51.060
		Dollars EU . . . . .	14.360	14.190	14.250	12.680	14.300	17.120
		Autres monnaies étrangères . . . . .	7.350	7.320	7.360	6.440	6.480	6.690
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	54.330	50.690	48.150	41.600	42.070	45.020
		Dollars EU . . . . .	16.430	16.790	18.340	15.530	16.020	19.200
		Autres monnaies étrangères . . . . .	7.000	6.710	6.050	5.500	5.680	5.620
Autriche	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	4.160	4.840	4.770	4.330	4.840	5.230
		Dollars EU . . . . .	6.610	7.220	7.460	7.940	8.230	8.100
		Autres monnaies étrangères . . . . .	7.130	7.790	7.400	7.270	7.600	7.500
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	1.090	1.360	1.310	1.200	1.240	1.330
		Dollars EU . . . . .	6.870	8.010	8.260	8.980	9.030	8.660
		Autres monnaies étrangères . . . . .	11.040	14.040	12.710	12.220	12.870	14.030
Belgique	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	3.330	3.280	2.930	2.640	2.740	2.740
		Dollars EU . . . . .	23.310	33.430	34.230	35.590	35.250	36.840
		Autres monnaies étrangères . . . . .	16.380	18.930	20.760	19.560	20.650	21.960
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	6.590	8.000	6.270	5.760	5.510	5.590
		Dollars EU . . . . .	22.200	32.940	33.580	34.580	34.690	36.510
		Autres monnaies étrangères . . . . .	21.350	24.990	27.020	25.850	27.250	28.940
Luxembourg	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	1.400	1.330	1.250	1.190	1.290	1.340
		Dollars EU . . . . .	29.300	33.620	36.040	35.660	34.220	34.970
		Autres monnaies étrangères . . . . .	50.100	53.690	53.260	48.220	49.820	52.120
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	1.030	1.130	940	830	770	710
		Dollars EU . . . . .	32.950	38.000	39.810	39.480	38.640	38.330
		Autres monnaies étrangères . . . . .	42.680	45.500	45.100	39.840	40.580	44.030
Danemark	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	150	220	130	130	130	130
		Dollars EU . . . . .	1.860	2.140	1.900	2.130	1.990	2.140
		Autres monnaies étrangères . . . . .	1.960	1.500	1.810	1.760	1.840	2.080
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	410	510	540	520	510	540
		Dollars EU . . . . .	1.900	1.980	2.000	2.110	2.040	2.270
		Autres monnaies étrangères . . . . .	1.420	1.360	1.510	1.470	1.340	1.360
France	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	23.180	24.430	23.330	21.530	22.910	23.040
		Dollars EU . . . . .	71.740	87.690	82.210	80.590	79.490	88.520
		Autres monnaies étrangères . . . . .	28.700	31.080	30.930	27.730	30.070	31.920
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	6.610	8.610	7.960	6.070	5.540	6.600
		Dollars EU . . . . .	61.100	81.450	80.840	79.880	80.920	92.390
		Autres monnaies étrangères . . . . .	38.500	40.250	38.820	33.630	36.010	39.860
Irlande	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	.	140	90	90	100	110
		Dollars EU . . . . .	360	540	560	550	560	430
		Autres monnaies étrangères . . . . .	1.090	1.440	1.480	1.480	1.570	1.700
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	.	1.940	1.850	1.710	1.740	1.920
		Dollars EU . . . . .	740	740	1.040	930	1.030	1.040
		Autres monnaies étrangères . . . . .	1.260	2.450	2.240	2.030	1.880	2.070
Italie	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	1.320	1.000	810	840	850	710
		Dollars EU . . . . .	21.190	23.250	16.520	16.580	16.620	27.840
		Autres monnaies étrangères . . . . .	7.130	6.440	6.320	6.040	6.210	7.730
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	2.900	2.900	2.310	2.110	2.130	2.240
		Dollars EU . . . . .	25.400	31.740	24.150	24.080	22.540	34.620
		Autres monnaies étrangères . . . . .	9.850	11.880	11.090	10.550	10.740	12.140
Pays-Bas	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	11.390	11.310	11.220	11.140	11.920	12.290
		Dollars EU . . . . .	23.010	27.960	28.760	29.070	29.390	29.780
		Autres monnaies étrangères . . . . .	21.470	22.850	23.150	20.400	22.130	23.550
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	10.860	12.190	11.390	9.900	10.540	11.260
		Dollars EU . . . . .	23.320	28.980	29.610	30.770	31.020	30.660
		Autres monnaies étrangères . . . . .	21.260	23.420	22.870	19.920	20.890	22.980

Suite du tableau page suivante.

			1979	1980	1981			
			décembre	décembre	mars	juin	septembre	décembre
			en millions de dollars EU					
Royaume-Uni	Avoirs	Monnaie nationale	15.490	22.670	23.270	20.730	20.950	23.190
		Dollars EU	211.760	262.790	278.700	288.220	304.290	320.060
		Autres monnaies étrangères	58.240	70.850	73.660	69.080	75.100	81.170
	Engagements	Monnaie nationale	19.230	27.660	26.700	24.920	25.160	26.870
Dollars EU		219.990	276.990	292.350	300.130	317.160	335.680	
Autres monnaies étrangères		61.980	69.730	71.640	65.480	69.930	77.890	
Suède	Avoirs	Monnaie nationale	1.030	1.200	910	940	1.000	720
		Dollars EU	2.950	4.330	4.610	4.130	4.080	4.280
		Autres monnaies étrangères	1.830	2.120	2.140	2.240	2.210	2.180
	Engagements	Monnaie nationale	900	1.000	930	1.000	920	860
Dollars EU		4.620	6.850	7.340	7.330	7.890	8.030	
Autres monnaies étrangères		3.190	3.910	3.970	3.940	4.280	4.190	
Suisse	Avoirs	Monnaie nationale	27.170	29.480	28.980	28.440	29.050	31.720
		Dollars EU	21.510	21.570	20.430	19.880	21.630	23.450
		Autres monnaies étrangères	10.390	8.500	7.870	6.790	7.440	7.920
	Engagements	Monnaie nationale	7.440	11.950	11.980	11.460	12.220	14.240
Dollars EU		21.110	23.890	21.550	21.550	22.130	24.130	
Autres monnaies étrangères		9.670	7.900	7.290	6.210	6.630	6.860	
Total pour les pays européens déclarants	Avoirs	Monnaie nationale	136.240	151.720 <sup>1</sup>	145.380	134.740	139.370	152.280
		Dollars EU	427.960	518.730	525.670	533.020	550.050	593.530
		Autres monnaies étrangères	211.770	232.510	236.140	217.010	231.120	246.520
	Engagements	Monnaie nationale	111.390	127.940 <sup>1</sup>	120.330	107.080	108.350	117.180
Dollars EU		436.630	548.360	558.870	565.360	583.110	631.520	
Autres monnaies étrangères		229.200	252.140	250.310	226.640	238.080	259.970	
Canada	Avoirs	Monnaies nationale	580	640	720	740	960	1.080
		Dollars EU	22.990	31.820	30.240	33.130	33.850	33.470
		Autres monnaies étrangères	2.030	3.020	2.930	2.790	3.290	3.330
	Engagements	Monnaie nationale	3.080	2.990	3.360	3.280	3.490	4.510
Dollars EU		28.170	38.250	41.100	50.510	53.410	53.640	
Autres monnaies étrangères		1.560	2.360	2.730	2.630	2.720	3.230	
Etats-Unis <sup>2</sup>	Avoirs	Monnaie nationale	133.920	172.580	182.380 <sup>3</sup>	197.360	209.880	250.140
		Monnaies étrangères	2.420	4.210	4.260 <sup>3</sup>	3.670	4.130	5.170
		Engagements	128.180	136.530	130.310 <sup>3</sup>	138.120	151.510	173.000
	Engagements	Monnaies étrangères	1.920	3.750	3.300 <sup>3</sup>	3.030	2.870	3.740
Avoirs		Monnaie nationale	11.350	16.960	17.210	17.570	18.570	21.000
		Dollars EU	30.350	43.980	52.360	47.520	57.620	56.030
	Autres monnaies étrangères	3.730	4.730	5.200	5.190	6.190	7.580	
Engagements	Monnaie nationale	3.820	12.340	11.780	11.760	12.960	13.170	
	Dollars EU	43.900	60.440	66.660	67.500	76.380	79.120	
	Autres monnaies étrangères	2.770	7.440	8.710	7.210	7.990	8.100	
Succursales offshore des banques américaines <sup>4</sup>	Avoirs	Monnaies étrangères <sup>5</sup>	127.640	141.000	147.150	153.980	167.730	171.830
	Engagements	Monnaies étrangères <sup>5</sup>	128.840	142.990	149.880	157.640	172.840	175.790
Total général	Avoirs	Monnaie nationale	282.090	341.900	345.690	350.410	368.780	424.500
		Monnaies étrangères	828.890	980.000	1.003.950	998.310	1.053.980	1.117.460
	Engagements	Monnaie nationale	246.470	278.800	265.780	260.240	276.310	307.860
		Monnaies étrangères	872.990	1.055.730	1.081.560	1.080.510	1.137.400	1.215.110

<sup>1</sup> Comprend, à compter de décembre 1980, les positions extérieures des banques situées en Irlande. <sup>2</sup> Les chiffres concernant les banques sises aux Etats-Unis ne comprennent aucun poste relatif aux valeurs en garde, sauf les certificats de dépôt négociables de banques américaines détenus pour le compte de non-résidents; les chiffres de décembre 1981 comprennent les positions extérieures des «facilités bancaires internationales». <sup>3</sup> Depuis mars 1981, ces chiffres comprennent également les positions extérieures d'un certain nombre de maisons de titres. Selon l'ancienne formule de couverture des déclarations, les chiffres à fin mars 1981 étaient les suivants: avoirs en monnaie nationale: \$179.600 millions; avoirs en monnaies étrangères: \$4.170 millions; engagements: \$130.110 millions et \$3.270 millions respectivement. <sup>4</sup> Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. <sup>5</sup> Y compris de faibles montants dans la monnaie nationale des centres concernés.

## VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

### Faits saillants

Dans le domaine monétaire international, les événements les plus importants de l'année 1981 et des premiers mois de 1982, qui font l'objet de ce chapitre, se sont produits sur les marchés des changes. Entre janvier 1981 et la mi-avril 1982, le taux de change effectif du dollar s'est apprécié de 26%, par suite essentiellement du niveau élevé des taux d'intérêt aux États-Unis, alors que les taux de change effectifs de la plupart des autres monnaies du Groupe des Dix se sont dépréciés, dans des proportions moindres toutefois. De plus, cette période a été marquée par une instabilité considérable des cours de change du dollar qui s'est traduite par trois mouvements prononcés du dollar par rapport aux autres grandes monnaies, s'étendant chacun sur plusieurs mois, ainsi que par des fluctuations à plus court terme et, la plupart du temps, une augmentation de la variabilité moyenne quotidienne des cours au comptant. Le chapitre examine également la variabilité au jour le jour du cours de change au comptant du dollar depuis fin 1972.

Dans quelques cas importants – notamment ceux du dollar, du deutsche mark et du yen –, les variations cumulées des taux de change nominaux depuis la fin de 1980 sont allées à l'encontre de celles des balances des paiements courants des pays en cause. De plus, les variations des taux nominaux se sont accompagnées de modifications des taux de change réels et, en mars 1982, les taux de change réels du dollar, du deutsche mark et du yen n'étaient guère éloignés de leurs niveaux de fin 1972. Le chapitre examine l'évolution des taux de change réels de ces monnaies pendant toute la période écoulée depuis cette date; la question y est posée de savoir si ces mouvements ont été nécessaires du point de vue du processus d'ajustement international, s'il a pu y avoir «surréaction» et quels coûts économiques ont pu en résulter.

Le chapitre passe également en revue l'évolution du mécanisme de change du SME. Après une période d'un an et demi environ où la faiblesse du deutsche mark a contribué à la stabilité des taux de change nominaux au sein du système, malgré la persistance de divergences dans les taux d'inflation nationaux, les cours-pivots des monnaies participantes ont fait l'objet de trois réalignements depuis mars 1981. En ce qui concerne l'évolution future, la stabilité du système ne pourra être assurée que si les taux d'inflation des participants convergent vers le bas.

Sur le marché de l'or, la période sous revue a été marquée par une nouvelle baisse, de près de 50%, du cours de l'or sur le marché, qui est passé d'un peu plus de \$600 l'once en janvier 1981 à un minimum de \$312 l'once en mars 1982. Cette nouvelle baisse du cours a été liée, au niveau de l'offre, à un accroissement sensible des ventes de l'Union Soviétique sur le marché et, côté demande, à la fermeté du dollar, au coût financier élevé de la détention d'or, au recul des prix du pétrole et aux progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation.

Enfin, le chapitre décrit l'évolution de la liquidité internationale en 1981. D'une manière générale, la situation dans ce domaine s'est détériorée en termes

réels: le cours auquel les réserves d'or pouvaient être mobilisées a fortement diminué, les avoirs autres que l'or se sont quelque peu réduits au total et, dans maints pays, l'endettement international s'est encore accru. Un trait caractéristique de 1981 a été l'augmentation de la part relative des réserves de devises détenues aux Etats-Unis, au détriment des actifs déposés auprès de banques opérant sur l'euro-marché. Cette évolution peut s'expliquer notamment par la répartition par pays des gains et des pertes de réserves de change, l'attrait des placements sur le marché américain des obligations et par une perception accrue, de la part de certaines autorités monétaires, des risques liés à la détention de réserves auprès des banques internationales.

### **Evolution des taux de change**

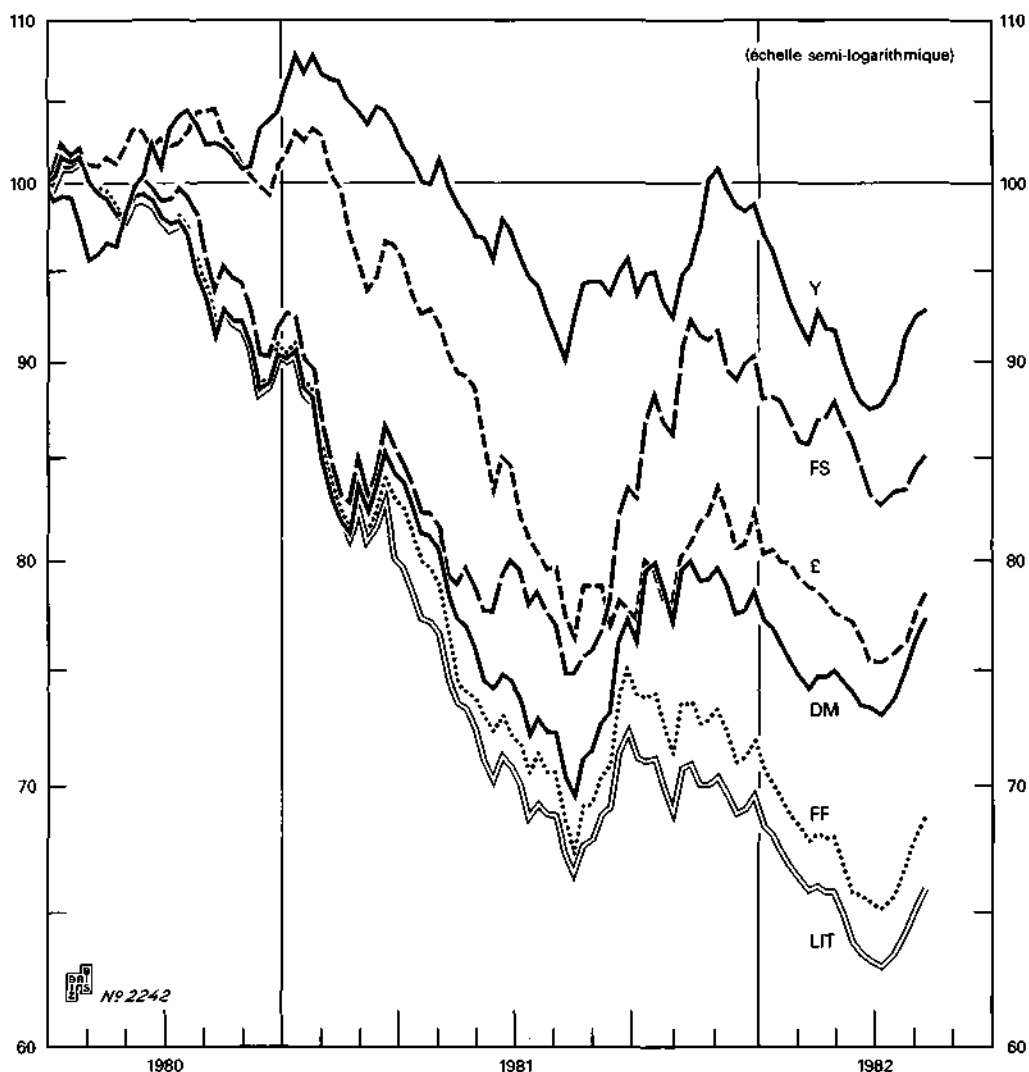
Durant la période sous revue, l'évolution des marchés des changes a été essentiellement caractérisée par trois éléments. En premier lieu, le dollar EU a enregistré une nouvelle et importante appréciation: en termes effectifs, il a progressé de 26,1% entre le début de janvier 1981 et avril 1982, cependant que son appréciation bilatérale vis-à-vis des autres grandes monnaies a été encore plus vaste qu'en 1980; en effet, non seulement il s'est encore raffermi par rapport aux monnaies du continent européen, mais il s'est également revalorisé notablement par rapport à la livre sterling et au yen, monnaies à l'égard desquelles il avait perdu du terrain en 1980. Sur la base des taux effectifs également, les autres grandes monnaies (à l'exception du franc suisse et du dollar canadien) se sont dépréciées pendant la période considérée, mais leur fléchissement a été moindre que l'appréciation du dollar. En deuxième lieu, une profonde instabilité a continué de régner sur le marché du dollar. Trois revirements marqués se sont produits, sur des périodes allant de quatre à sept mois, ainsi que d'autres mouvements à plus court terme; enfin, le cours du dollar au comptant a enregistré des fluctuations quotidiennes prononcées. En troisième lieu, au sein du mécanisme de taux fixes du SME, la période de stabilité des taux de change nominaux qui avait caractérisé les derniers mois de 1979 et l'année 1980 a été suivie, à partir de mars 1981, par trois réaligements des cours des monnaies participantes.

L'appréciation du dollar par rapport aux autres grandes monnaies a présenté, sur l'ensemble de la période considérée, un contraste frappant avec l'évolution des balances des paiements courants. Au quatrième trimestre de 1981, la balance des opérations courantes des Etats-Unis avait cessé d'être excédentaire et celle de l'Allemagne d'être déficitaire. Le déficit des transactions courantes du Japon avait fait place à un excédent dès le deuxième trimestre, tandis qu'au Royaume-Uni l'excédent a plus que doublé en 1981. Si ces modifications des situations fondamentales expliquent en partie l'affaiblissement temporaire du dollar au second semestre de 1981, l'appréciation de la monnaie américaine et son instabilité sur l'ensemble de la période considérée ont été surtout provoquées par l'ampleur et les fluctuations des écarts de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et les autres pays.

Durant la première des trois grandes phases de l'évolution du dollar sur le marché des changes, à savoir du début de janvier au début d'août 1981, son taux de change effectif s'est apprécié de plus de 25%. Le deutsche mark et le franc suisse se

### Variations des taux de change bilatéraux par rapport au dollar EU dans certains pays industriels, 1980-82

Moyennes hebdomadaires, indices: fin juin 1980 = 100

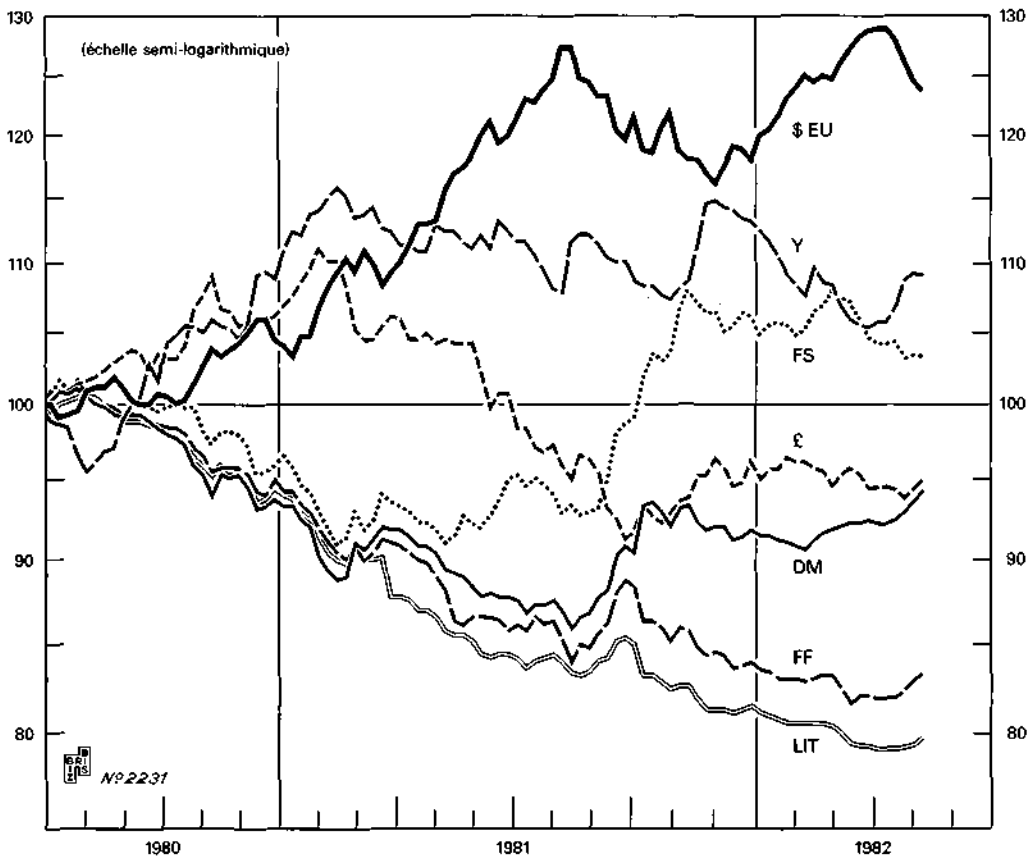


sont dépréciés d'environ 25% et 21% respectivement par rapport au dollar, tandis que la livre sterling fléchissait de 27% et le yen de 18%. Ce sont cependant la lire (qui a été dévaluée de 6% en mars par rapport aux autres monnaies participant au mécanisme de change du SME) et le franc français qui ont enregistré les plus fortes dépréciations à l'égard du dollar, avec une baisse de 27% dans chaque cas. Pendant cette période, le dollar a bénéficié de l'incidence favorable d'un certain nombre de facteurs: solidité persistante de la balance américaine des paiements courants, signes d'un ralentissement de l'inflation aux Etats-Unis, effet psychologique exercé sur le marché par l'orientation résolument anti-inflationniste adoptée par la nouvelle Administration américaine et, la plupart du temps, importants écarts favorables de taux d'intérêt.

Au cours de ces sept mois, on a toutefois noté trois fluctuations prononcées, de plus courte durée, des cours de change du dollar. La première, qui s'est produite entre le début de janvier et la mi-février 1981, s'est traduite par une dépréciation d'environ 15% du deutsche mark et du franc suisse par rapport au dollar, malgré le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt favorables au dollar; entre la fin de janvier et la mi-février 1981, la prime dégagée par les taux de l'euro-dollar à trois mois par rapport à ceux du deutsche mark et du franc suisse est revenue, en effet, de 10 et 13 points de pourcentage respectivement à moins de 7½ et de 11 points. La faiblesse du deutsche mark au début de 1981 a été accentuée par le déficit persistant de la balance allemande des paiements courants et par les événements survenus en Pologne. En revanche, grâce au renforcement de la situation des paiements extérieurs du Royaume-Uni et du Japon, la baisse de la livre sterling et du yen à l'égard du dollar, entre le début de janvier et la mi-février 1981, a été beaucoup plus modérée (7,3% et 3,9% respectivement) que celle des monnaies des pays d'Europe continentale.

A la mi-février, un relèvement des taux d'intérêt en Allemagne et dans d'autres pays d'Europe continentale, accompagné d'un recul des taux américains, a

Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-82  
Moyennes hebdomadaires, indices: fin juin 1980 = 100





entraîné un renversement momentané de la situation. Entre la mi-février et la mi-mars, les écarts de taux d'intérêt à court terme favorables au dollar sur l'euro-marché par rapport à ceux du deutsche mark et du franc suisse se sont amenuisés à 2% et 6¼% respectivement, et ces deux monnaies ont regagné 10% environ vis-à-vis du dollar. A partir du début d'avril, cependant, les taux d'intérêt en dollars et, avec eux, les écarts de taux en faveur de la monnaie américaine, ont recommencé à s'accroître et, malgré des interventions massives des autres banques centrales, un nouveau mouvement de hausse du dollar s'est amorcé, pour se poursuivre, avec une interruption en juin, jusqu'aux premiers jours d'août 1981. Entre la mi-mars et le début d'août, le deutsche mark a fléchi de 20% à l'égard du dollar, pour tomber à environ DM 2,57 — son niveau le plus bas depuis juillet 1976, supérieur de 10% seulement à celui de fin mars 1973. Outre l'incidence de l'évolution des taux d'intérêt, un certain nombre d'autres facteurs ont joué en faveur du dollar: en Allemagne, la lenteur de l'amélioration de la balance des paiements courants; en France, l'effet psychologique exercé sur le marché par le résultat de l'élection présidentielle; enfin, en Belgique, la persistance de difficultés de caractère politique et économique, et notamment le déficit considérable de la balance des paiements courants.

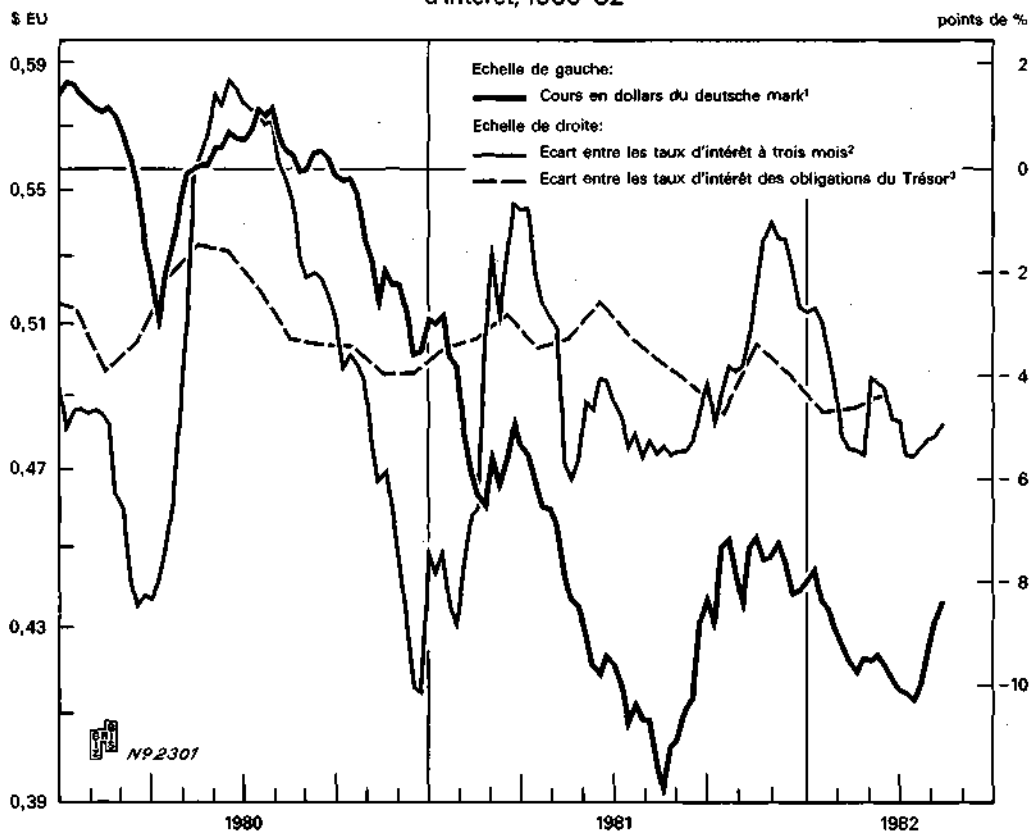
Si les autres grandes monnaies ont suivi une évolution plus ou moins parallèle à celles des monnaies participant au mécanisme de change du SME, on relève néanmoins certaines différences non négligeables dans l'ampleur de leur dépréciation par rapport au dollar. La livre sterling, qui a fléchi de 22½% vis-à-vis du dollar entre la mi-mars et le début d'août, a été influencée, à partir de juin, par le bas niveau des prix du pétrole et par des considérations de taux d'intérêt. Le franc suisse et le yen, en revanche, ont moins régressé à l'égard du dollar que les autres grandes monnaies. Jusque dans les premiers jours de mai, le franc suisse a baissé parallèlement au deutsche mark; il s'est notablement redressé ensuite par rapport aux autres monnaies européennes, en raison de nouveaux relèvements du taux d'escompte officiel et du taux des avances sur titres, le 11 mai, ainsi que de l'afflux de capitaux en provenance de France après l'élection présidentielle. Fin juin, il était remonté à FS 0,85 vis-à-vis du deutsche mark, alors qu'il se situait à environ FS 0,925 au début de mars. Par la suite, le franc a de nouveau baissé à l'égard du dollar, dans le sillage des monnaies du SME, son cours au comptant atteignant FS 2,21 au début d'août, soit quelque 16% au-dessous du niveau de la mi-mars. Du fait de la réduction à 6¼% du taux d'escompte officiel en mars 1981, les taux d'intérêt japonais sont devenus les plus faibles de tous les pays développés, et leur écart le plus important par rapport aux taux d'intérêt américains. Grâce, cependant, à la bonne tenue de la balance des paiements courants et à la diminution du taux d'inflation, déjà modeste, le yen s'est moins déprécié par rapport au dollar que les grandes monnaies européennes: entre la mi-mars et le début d'août, il a fléchi de quelque 15%, pour s'établir à Y 243½.

La deuxième grande phase de l'évolution du dollar sur le marché des changes, allant des premiers jours d'août aux environs de la fin de novembre, a vu le dollar perdre une partie du terrain précédemment gagné et son taux de change effectif fléchir de 10,3%. Un certain nombre de facteurs ont contribué à ce brusque revirement sur le marché des changes. La position du dollar était devenue, de

toute façon, techniquement vulnérable après sa forte appréciation antérieure. En outre, les balances des paiements courants avaient évolué dans un sens moins favorable au dollar, la position des Etats-Unis s'étant détériorée alors que celles du Japon et de l'Allemagne continuaient à se renforcer. En même temps, la confiance manifestée précédemment par le marché à l'égard de la politique économique de l'Administration Reagan se trouvait ébranlée et l'automne fut marqué par une forte baisse du loyer de l'argent aux Etats-Unis et une réduction prononcée des écarts de taux d'intérêt favorables au dollar.

Le deutsche mark a commencé à gagner du terrain par rapport au dollar à la mi-août, et, au début d'octobre, il s'était raffermi de près de 18% par rapport à son creux du mois d'août, pour atteindre environ DM 2,18. Le redressement du franc suisse a été plus prononcé et durable, grâce en partie au nouveau relèvement, au début de septembre, du taux d'escompte officiel et du taux des avances sur titres de la Banque Nationale Suisse; cet ajustement – le quatrième depuis le début de février 1981 – a porté ces taux respectivement à 6% et 7½%, niveaux élevés par référence au passé. A la mi-novembre 1981, le cours au comptant du franc suisse par

Allemagne et Etats-Unis: variations du cours de change au comptant et des écarts de taux d'intérêt, 1980-82



¹ Moyennes hebdomadaires des cotations journalières au comptant (échelle semi-logarithmique). ² Taux inter-bancaire en Allemagne moins taux des CD aux Etats-Unis (moyennes hebdomadaires). ³ Taux d'intérêt des obligations d'Etat allemandes à 10 ans moins taux d'obligations analogues aux Etats-Unis (moyennes mensuelles).

rapport au dollar se situait à FS 1,76, soit à 26% au-dessus du minimum d'août, et avait ainsi retrouvé son niveau de fin 1980. Les mouvements différents du deutsche mark et du franc suisse vis-à-vis du dollar pendant cette période entraînèrent une nouvelle appréciation du franc par rapport au mark entre août et novembre 1981, le cours passant de plus de FS 0,87 à FS 0,79, niveau le plus haut depuis septembre 1978.

La troisième grande phase de l'évolution du dollar sur le marché des changes a commencé en décembre 1981 et s'est poursuivie jusqu'à la mi-avril 1982. Elle a été marquée par un nouveau redressement (+11,9%) du taux de change effectif du dollar qui a compensé, et au-delà, la baisse enregistrée en août-novembre 1981. La principale raison du regain de vigueur du dollar a été l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt en sa faveur. A fin novembre 1981, la prime dégagée par les taux de l'euro-dollar à trois mois par rapport aux taux correspondants du deutsche mark, du franc suisse et du yen s'était amenuisée à 1½, 2¼ et 4½ points de pourcentage respectivement. Une nouvelle remontée des taux d'intérêt américains se produisit ensuite, parallèlement à une baisse du loyer de l'argent dans les autres pays. A la mi-avril 1982, l'écart favorable au dollar entre les taux d'intérêt à trois mois sur l'euro-marché avait atteint 6½ points de pourcentage par rapport au deutsche mark, 10½ points à l'égard du franc suisse et 9 points vis-à-vis du yen.

Le deutsche mark, le franc suisse et la livre sterling ont suivi une évolution presque parallèle par rapport au dollar au cours de cette troisième phase, puisque leurs cours ont baissé respectivement de 9,2%, 11,3% et 10,9%. Il est à noter que le fléchissement du deutsche mark à l'égard du dollar pendant cette période a été relativement limité, malgré l'élargissement considérable des écarts de taux d'intérêt provoqué en partie par l'abaissement délibéré du loyer de l'argent en Europe. Grâce à l'amélioration de la balance des paiements courants de l'Allemagne, les autorités allemandes ont retrouvé une certaine marge de manœuvre pour mener une politique de taux d'intérêt indépendante. Durant cette période, le yen a été particulièrement faible par rapport au dollar et son cours au comptant a baissé de 14% entre fin novembre et début avril, pour se situer à près de Y 249, son niveau

Variations des taux de change nominaux, janvier 1981-avril 1982

Monnaies	Cours au comptant par rapport au dollar	Taux de change effectifs
	variations (en %) entre début janvier 1981 et mi-avril 1982	
Dollar EU . . . . .		+ 26,1
Franc belge . . . . .	- 32,2	- 16,6
Lire . . . . .	- 31,1	- 16,0
Franc français . . . . .	- 29,2	- 13,5
Livre sterling . . . . .	- 27,7	- 12,5
Deutsche mark . . . . .	- 20,4	- 1,8
Yen . . . . .	- 19,6	- 6,4
Franc suisse . . . . .	- 11,8	+ 8,0
Dollar canadien . . . . .	- 3,7	+ 12,1

le plus bas depuis avril 1980. Cette faiblesse du yen a résulté pour beaucoup de sorties massives de capitaux, traduisant en partie les écarts de taux d'intérêt et en partie des exportations de capitaux induites par la perspective d'un durcissement de la réglementation fiscale au Japon.

Si l'on considère l'ensemble de la période allant du début de janvier 1981 à la mi-avril 1982, on constate que l'appréciation cumulée du taux de change effectif du dollar a été légèrement supérieure à 26%. A l'opposé, les taux effectifs du franc belge, de la lire, du franc français et de la livre sterling ont enregistré des pourcentages de dépréciation de 16½% à 12½% environ, et leurs cours par rapport au dollar se sont affaiblis dans des proportions allant de 32% à 28%. La valeur externe du deutsche mark et celle du yen ont beaucoup moins fléchi, surtout sur la base des taux de change effectifs. En outre, si ces deux monnaies se sont dépréciées dans des proportions très voisines à l'égard du dollar, le taux de change effectif du yen a reculé davantage que celui du deutsche mark. Cette différence a été due en partie à la relation plus étroite existant entre l'économie japonaise et celle des Etats-Unis et en partie à la hausse de la valeur du deutsche mark vis-à-vis des monnaies des autres pays du SME qui sont d'importants partenaires commerciaux de l'Allemagne. Le franc suisse, grâce à sa progression à l'égard de toutes les autres monnaies européennes, deutsche mark compris, s'est apprécié en fait, en termes de taux de change effectifs, de 8% entre janvier 1981 et avril 1982, alors que son recul par rapport au dollar a été relativement modéré. Par suite du niveau élevé des taux d'intérêt et des entrées nettes de fonds au Canada, la baisse du dollar canadien par rapport au dollar EU a encore été bien inférieure à celle du franc suisse, de sorte que son taux de change effectif s'est apprécié de 12% environ.

A partir de la mi-avril, le fléchissement progressif du loyer de l'argent aux Etats-Unis, engendré par la faiblesse persistante de l'économie américaine et l'espoir de voir les pouvoirs publics adopter une ligne plus restrictive en matière budgétaire, a modifié la situation du marché. Malgré l'assouplissement simultané de la politique monétaire dans un certain nombre d'autres pays industriels, le taux de change effectif du dollar a reculé de près de 5% entre la mi-avril et la deuxième semaine de mai. Sur une base bilatérale, la dépréciation du dollar s'échelonnait entre 4½% par rapport au franc suisse et 6½% à l'égard du yen. Vers la mi-mai, toutefois, le dollar a de nouveau donné des signes de raffermissement.

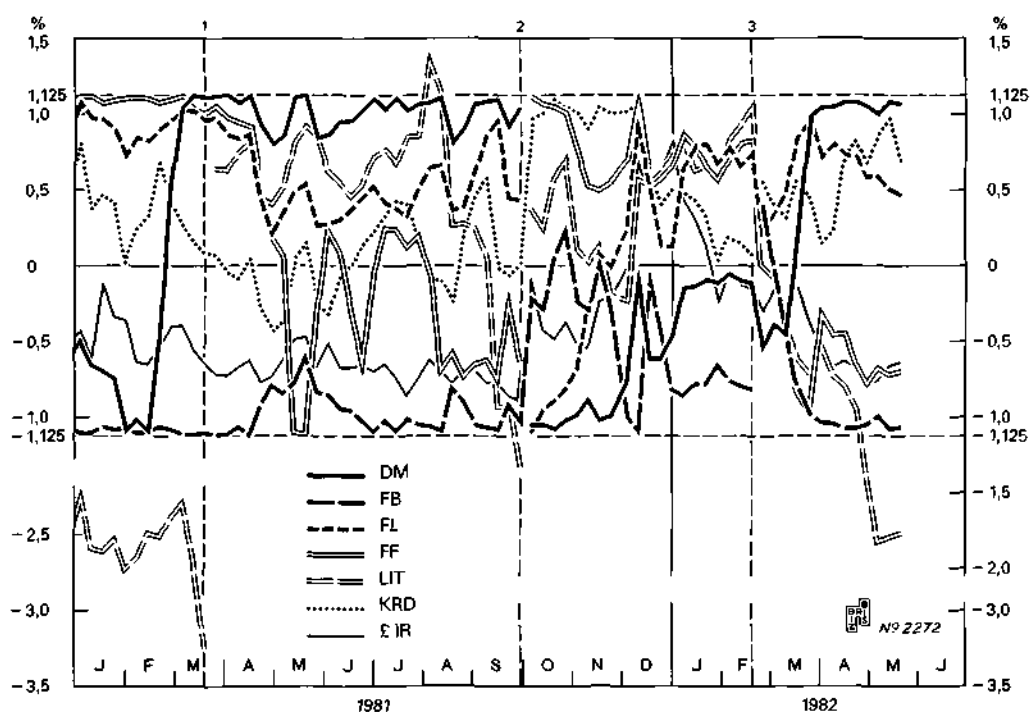
Après une période de stabilité des cours-pivots nominaux des pays participants, qui avait débuté dans les derniers mois de 1979 et s'était poursuivie pendant toute l'année 1980, les relations de change entre les monnaies participant au *mécanisme de change du Système monétaire européen* ont fait l'objet depuis lors de trois réalignements. Avec effet au 23 mars 1981, la lire a été dévaluée de 6% par rapport à toutes les autres monnaies participantes. Au début d'octobre 1981, le deutsche mark et le florin ont été réévalués de 5,5% vis-à-vis de la couronne danoise, du franc belge et de la livre irlandaise, tandis que les cours-pivots du franc français et de la lire ont été ajustés en baisse de 3% par rapport à ces trois monnaies. Puis, avec effet au 22 février 1982, le franc belge et la couronne danoise ont été dévalués de 8,5% et de 3% respectivement par rapport aux autres monnaies participantes.

Si l'on considère l'évolution intervenue pendant la période sous revue, on peut distinguer un certain nombre de phases différentes. La première, qui comprend le mois de janvier 1981 et la première quinzaine de février, a constitué en fait un prolongement à la situation qui avait prévalu durant la majeure partie de 1980, et qui avait été principalement caractérisée par la faiblesse persistante du deutsche mark, le franc français et le florin étant alors les monnaies les plus fortes du système. Pendant les sept premières semaines de 1981, le deutsche mark a subi des pressions considérables et a atteint par moments son point inférieur d'intervention, ce qui a nécessité un soutien substantiel, tandis que le franc français et le florin se maintenaient au sommet de la bande. La monnaie la plus faible du système à cette époque, ainsi que pendant une bonne partie de toute la période examinée, a été le franc belge.

A la mi-février, sous l'effet du durcissement sensible de la politique monétaire allemande, le deutsche mark s'est immédiatement mis à monter au sein de la bande du SME, tout comme à l'égard du dollar. Avant la mi-mars, il avait atteint son point supérieur d'intervention par rapport au franc belge, et il est resté la monnaie la plus forte du système pendant la majeure partie de cette deuxième

#### Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1981-82

Moyennes hebdomadaires, en %, des monnaies participantes par rapport à leurs points d'intervention



<sup>1</sup> Avec effet au 23 mars 1981, la lire a été dévaluée de 6% vis-à-vis de toutes les autres monnaies participantes.  
<sup>2</sup> Avec effet au 5 octobre 1981, le deutsche mark et le florin ont été réévalués de 5,5%, le franc français et la lire dévalués de 3% à l'égard de la couronne danoise, du franc belge et de la livre irlandaise.  
<sup>3</sup> Avec effet au 22 février 1982, le franc belge et la couronne danoise ont été dévalués de 8,5% et de 3% respectivement vis-à-vis de toutes les autres monnaies participantes.

phase, qui a duré jusqu'au réalignement des cours-pivots en octobre. Le raffermissement du deutsche mark a bientôt été suivi, vers la fin de mars, d'une dévaluation de 6% de la lire, tandis qu'à partir d'avril le franc français s'est affaibli de façon prononcée, atteignant son point inférieur d'intervention à la mi-mai, après l'élection présidentielle. Dans le courant du mois, le franc s'est ensuite redressé, en raison de l'incidence des mesures de contrôle des changes et des relèvements des taux d'intérêt internes. Le florin, bien qu'affecté dans une certaine mesure par la fermeté du deutsche mark, s'est maintenu dans la moitié supérieure de la bande, de même que la lire, qui a bénéficié de l'amélioration (en partie saisonnière) de la balance italienne des paiements. Au début d'août, lorsque la tendance s'est retournée sur le marché du dollar, le franc français a de nouveau amorcé un mouvement de baisse, bientôt suivi par la lire. Ces deux monnaies, ainsi que la livre irlandaise et le franc belge, ont été les plus faibles du système durant les semaines qui ont précédé le réalignement d'octobre.

Le réalignement des cours-pivots a marqué le début d'une nouvelle phase de l'évolution. Le deutsche mark et le florin sont descendus au bas de la bande, la première de ces deux monnaies étant soumise à des pressions particulièrement fortes qui ont nécessité d'importantes interventions officielles. Le franc français, en revanche, s'est immédiatement établi à son point supérieur d'intervention après le réalignement et est resté pendant quelques mois l'une des monnaies les plus fortes du système, en compagnie de la couronne danoise et de la lire. Le redressement du franc belge a été plus limité et plus éphémère. En octobre, il se situait vers le milieu de la bande, pour retomber ensuite à son point inférieur d'intervention au début de décembre. Vers la fin de l'année, le deutsche mark a commencé à se raffermir, tout en restant dans la moitié inférieure de la bande.

Durant les premiers mois de 1982, le franc belge a été la monnaie la plus faible du système, tandis que la lire, le franc français et le florin étaient les plus fortes. Pendant cette période, toutefois, la bande de fluctuation des monnaies du SME s'est sensiblement réduite par rapport au maximum autorisé de 2¼%. Ainsi, les dévaluations du franc belge et de la couronne danoise, en février, ne sont pas intervenues durant une période d'intenses pressions sur ces monnaies au sein du système; elles ont plutôt été effectuées, en ce qui concerne le franc belge, dans le cadre d'une politique de stabilisation à plus long terme et, pour ce qui est de la couronne danoise, à titre préventif.

Immédiatement après le réalignement, les deux monnaies dévaluées ont gagné le sommet de la bande. Le franc belge a très vite recommencé à s'affaiblir, et la couronne danoise a fait de même vers la fin de mars. Dans le même temps, le deutsche mark et le florin étaient redevenus les monnaies les plus fortes, la couronne danoise étant la seule autre monnaie à figurer dans la moitié supérieure de la bande. Au cours de la seconde quinzaine de mars, le deutsche mark a atteint son point supérieur d'intervention, au voisinage duquel il s'est maintenu jusqu'à la mi-mai. Dès la fin de mars, le franc belge s'est de nouveau sensiblement affaibli et a touché à plusieurs reprises son point inférieur d'intervention. Le franc français est tombé à son point inférieur d'intervention à la mi-mars, pour se redresser ensuite quelque peu, sous l'effet des nouveaux relèvements des taux d'intérêt

internes et du renforcement du contrôle des changes. La lire a été également soumise à de fortes pressions à partir de la mi-mars et des mesures analogues de soutien ont été prises par les autorités italiennes.

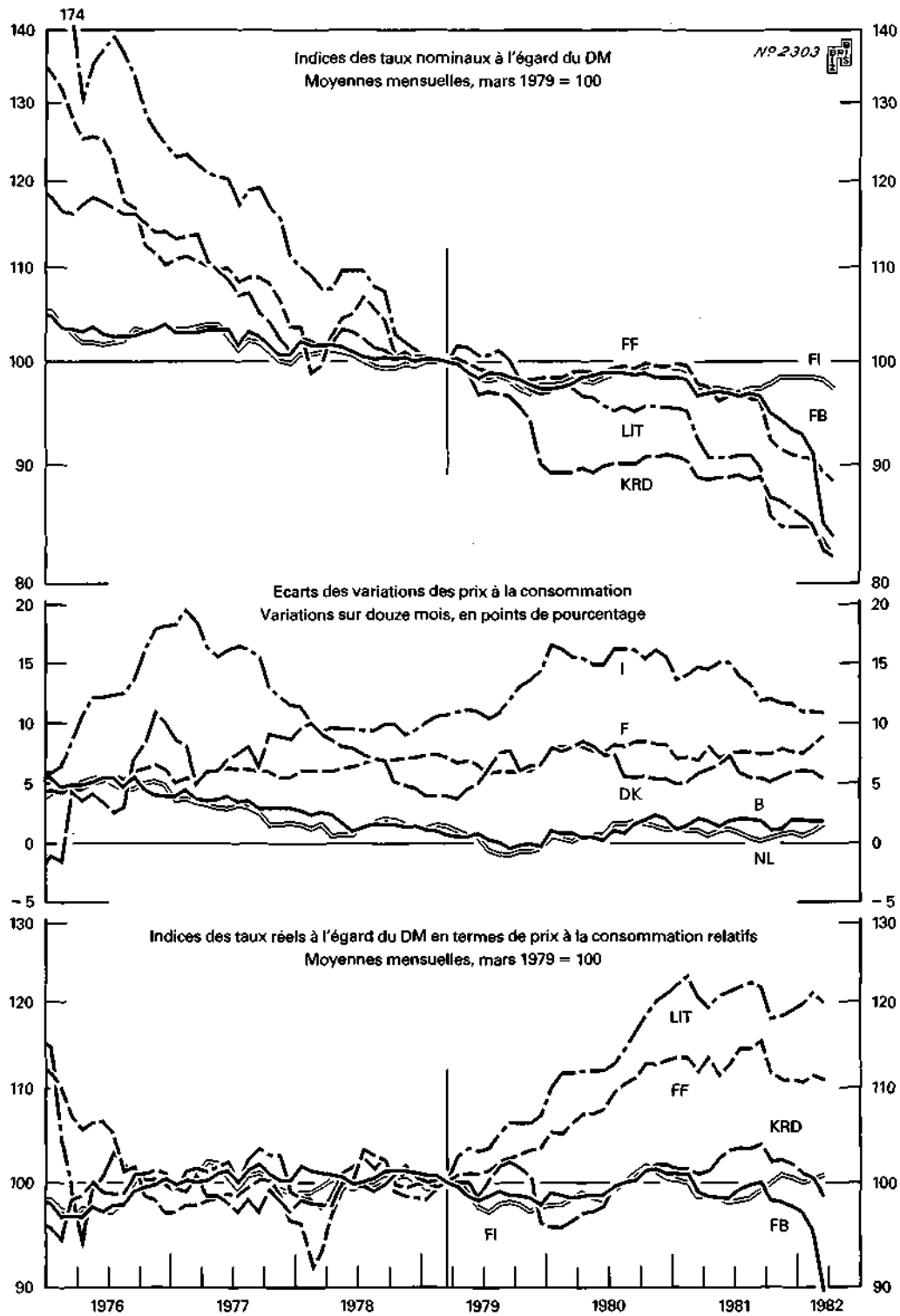
Mars 1982 a marqué la fin de la troisième année d'existence du Système monétaire européen. Dans quelle mesure peut-on dire que le système a atteint son objectif, tel qu'il est précisé dans le communiqué publié par les chefs de gouvernement des pays de la CEE après leur réunion de juillet 1978 à Brème, à savoir «établir une coopération monétaire plus étroite aboutissant à une zone de stabilité en Europe»? Une telle zone de stabilité monétaire implique une stabilité raisonnable des taux de change nominaux au sein du SME; autrement dit, les modifications des cours-pivots déclarés des monnaies participantes, lorsqu'elles se produisent, ne devraient être ni trop importantes ni trop fréquentes. Il faut donc que deux conditions soient réunies: d'une part, les taux nationaux d'inflation doivent converger vers le bas au sein de la zone couverte par le système, sans quoi on enregistrera des mouvements des taux de change réels qui nécessiteront des ajustements des cours-pivots nominaux d'une ampleur incompatible avec l'objectif d'une stabilité raisonnable; d'autre part, les relations entre les taux de change nominaux au sein du système ne doivent pas être déstabilisées par des perturbations externes à celui-ci, notamment par de fortes divergences dans les relations entre les diverses monnaies participantes et le dollar.

En ce qui concerne l'objectif de stabilité des taux de change nominaux, le premier des graphiques de la page suivante montre qu'il a été atteint dans une mesure raisonnable pendant les quelque trente premiers mois d'existence du système, c'est-à-dire jusqu'en octobre 1981. Les relations nominales entre la lire, le franc français et la couronne danoise, d'une part, et le deutsche mark, de l'autre, ont été beaucoup plus stables pendant cette période qu'avant mars 1979, tandis que les relations entre les monnaies du Benelux et le deutsche mark ont connu une stabilité du même ordre que celle qui prévalait dans le cadre de l'ancien bloc de flottement concerté des monnaies européennes à l'égard du dollar. Depuis octobre 1981, cette stabilité relative des taux de change nominaux au sein du système s'est amoindrie, deux réalignements des cours-pivots ayant eu lieu en moins de six mois.

Le deuxième de ces graphiques montre que la stabilité relative des taux de change nominaux jusque vers la fin de 1981 ne s'est pas accompagnée d'une réelle convergence des taux d'inflation nationaux depuis mars 1979, sauf pour les pays du Benelux, où elle existait déjà au moment de l'instauration du système. La période de stabilité raisonnable des taux nominaux, qui a duré jusque dans les derniers mois de 1981, a résulté, dans une large mesure, de la faiblesse du deutsche mark, l'incidence de l'évolution des balances des paiements l'ayant momentanément emporté sur celle des écarts de taux d'inflation. Lorsque le deutsche mark a recommencé à se raffermir au sein du système, après février 1981, il n'a guère fallu attendre pour que les divergences des taux de change réels, représentés dans le troisième graphique, commencent à provoquer des tensions dans les relations de change nominales, qui conduisirent aux réalignements effectués.

Si l'on considère les effets des réalignements des taux de change nominaux de 1981 et du début de 1982 sur la grille des taux de change réels au sein du système,

Evolution des taux de change nominaux et réels des autres monnaies du SME par rapport au deutsche mark et des écarts de taux d'inflation entre les autres participants du SME et l'Allemagne, 1976-82





on voit, d'après le troisième graphique, que les taux de change réels du franc français et de la lire par rapport au deutsche mark se situent encore sensiblement au-dessus de leurs niveaux de mars 1979, tandis que la dévaluation du franc belge en février 1982 a entraîné le taux de change réel de cette monnaie à l'égard du deutsche mark en dessous de son niveau de mars 1979. En ce qui concerne le franc français et la lire, alors que les ajustements en baisse de ces monnaies en 1981 étaient liés aux écarts de taux d'inflation, il est également possible qu'en mars 1979 le taux de change réel de ces monnaies par rapport au deutsche mark ait été relativement favorable. La dévaluation du franc belge en février 1982, en revanche, n'a pas été liée aux écarts de taux d'inflation. Elle a plutôt été rendue nécessaire par trois années de déficits croissants de la balance des paiements courants, dus à l'inadaptation des structures industrielles aux difficultés engendrées par une période de stagnation économique internationale; cette situation a fait du franc belge la monnaie la plus faible du système pendant la majeure partie de la période commencée en mars 1979, contraignant les autorités à intervenir massivement sur le marché des changes et à relever les taux d'intérêt à un niveau élevé par rapport aux besoins de l'économie interne.

En ce qui concerne la protection des monnaies des pays participants à l'égard des chocs extérieurs, la relative stabilité des taux de change nominaux au sein du système au cours des trois dernières années offre un contraste marqué, même après octobre 1981, avec les variations des taux de change de ces monnaies à l'égard du dollar. De même, les fluctuations quotidiennes des cours de change au sein du système ont été beaucoup plus faibles que par rapport au dollar. L'absence de chocs extérieurs néfastes à la stabilité du système depuis mars 1979 s'explique par la fermeté du dollar par rapport au deutsche mark durant la majeure partie de cette période. La sensibilité du système aux perturbations externes ne sera véritablement mise à l'épreuve que si une nouvelle période de faiblesse prolongée du dollar par rapport au deutsche mark s'instaure.

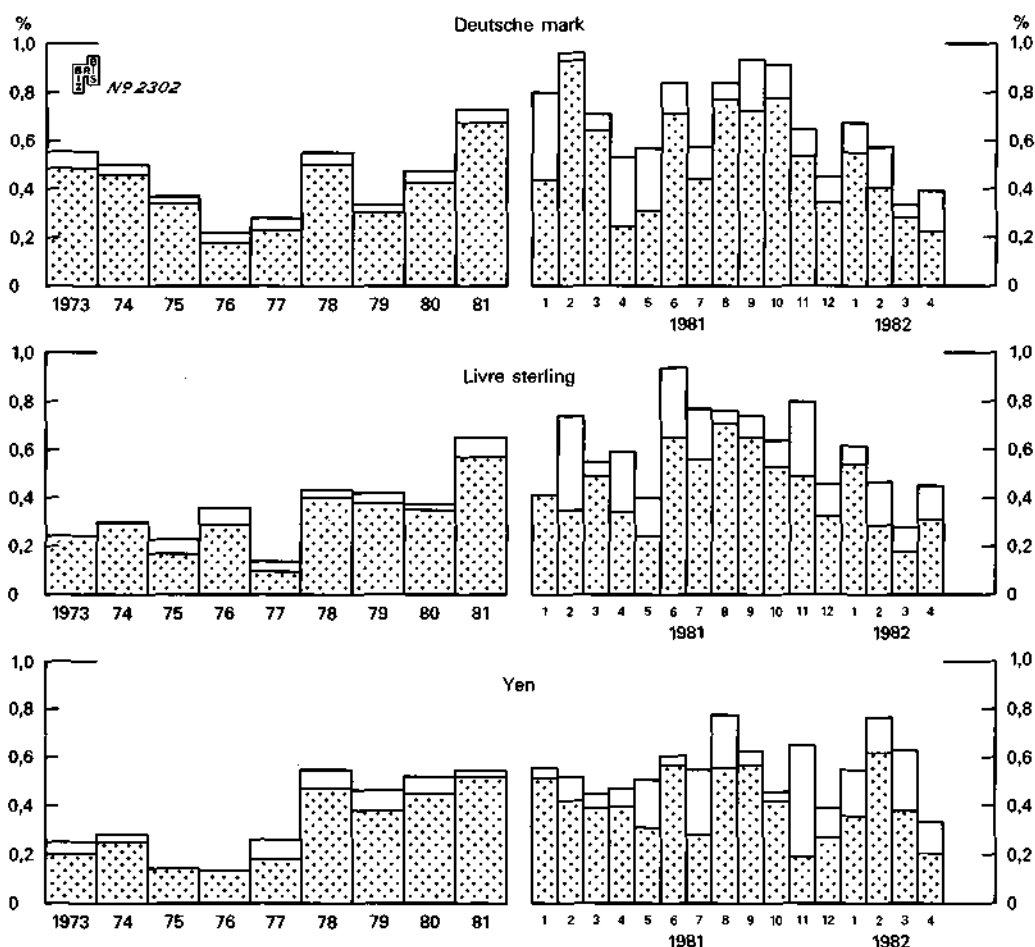
En fin de compte, si l'on doit formuler une appréciation sur le fonctionnement du mécanisme de change du SME pendant les trois premières années de son existence, on peut dire que la plupart du temps la faiblesse de la balance des paiements de l'Allemagne a permis une stabilité raisonnable des taux de change nominaux, malgré certains écarts prononcés entre les taux d'inflation des pays participants. Pour l'avenir, cependant, la stabilité devra résulter de l'obtention, et du maintien, d'une convergence à la baisse des taux d'inflation.

### **Variabilité quotidienne des cours de change au comptant du dollar**

Outre les amples fluctuations des cours de change du dollar examinées précédemment dans ce chapitre, qui portaient sur des périodes de un à sept mois, on a également constaté une variabilité prononcée à court terme du dollar, d'un jour à l'autre et dans la même journée. Le graphique ci-après indique, pour 1981 et les quatre premiers mois de 1982, les moyennes mensuelles des variations quotidiennes des cours au comptant du deutsche mark, du yen et de la livre sterling par rapport au dollar, ainsi que les moyennes annuelles de ces variations pour les

### Variabilité quotidienne de certains cours de change au comptant du dollar, 1973-82

Moyennes annuelles et mensuelles



Remarque: la variabilité est définie comme la moyenne des variations quotidiennes (en %) des cours de change au comptant, corrigée pour tenir compte de l'asymétrie des variations en pourcentage dans les cas d'appréciation et de dépréciation. Les parties en grisé sont corrigées d'un «facteur tendanciel», afin d'éliminer la part de la variation mensuelle ou annuelle pouvant être attribuée à la variation totale au cours du mois ou de l'année en question.

années 1973-81. Ces moyennes mensuelles et annuelles sont présentées à la fois sous une forme brute et en données corrigées, afin d'éliminer l'influence d'une tendance mensuelle ou annuelle.

En ce qui concerne, tout d'abord, les moyennes annuelles pour l'ensemble de la période écoulée depuis la mise en flottage du dollar, si l'évolution des trois monnaies représentées dans le graphique a été, pour une part, assez différente, on ne décèle, par contre, aucune diminution tendancielle à plus long terme de l'amplitude quotidienne des fluctuations. Pour les trois monnaies en cause, la variation moyenne d'un jour à l'autre du cours du dollar a été plus forte en 1981 qu'en 1973, première année du flottage. Sur le marché au comptant DM/\$, par exemple, la proportion du nombre total des jours de bourse pendant lesquels le cours a varié de 1/2% ou plus s'est élevée à 54% en 1981, contre 34% en 1973. On pourrait en

inférer que l'instabilité quotidienne des cours est, en quelque sorte, un aspect intrinsèque du système des taux flottants.

Néanmoins, pendant les premières années du flottement, on avait constaté, notamment sur le marché au comptant DM/\$, que les opérateurs avaient acquis une habileté croissante dans l'art de faire fonctionner sans heurts un système de taux de change flottants. Après 1973, et l'effervescence initiale provoquée par le passage du système des parités à celui des taux de change flottants, l'ampleur moyenne des fluctuations quotidiennes sur le marché DM/\$ se réduisit progressivement jusqu'en 1976. Ensuite, le nouvel affaiblissement du dollar au second semestre de 1977 et en 1978 s'accompagna d'une réapparition de fluctuations quotidiennes moyennes de même ampleur qu'en 1973. La mise en œuvre par les autorités américaines, à la fin de 1978, d'une politique plus active à l'égard du taux de change du dollar fut à son tour suivie d'une nouvelle diminution de la variabilité quotidienne du cours au comptant DM/\$ en 1979; cette variabilité s'accrut de plus belle en 1980 et en 1981, années marquées par un raffermissement considérable du dollar et, depuis le début de 1981, par l'adoption de la part des autorités américaines d'une attitude généralement «non interventionniste» à l'égard du dollar. En 1978, puis en 1981, l'accroissement de la variabilité journalière des cours au comptant DM/\$ s'est accompagné d'une évolution analogue des cours au comptant £/\$ et Y/\$.

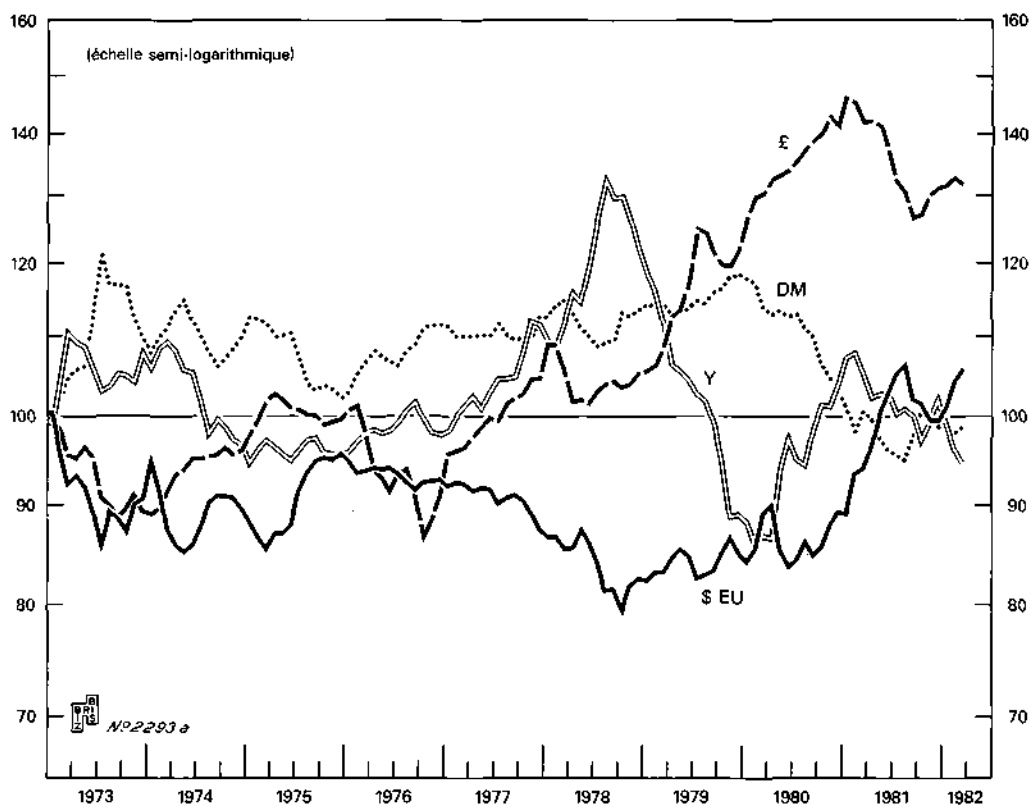
Dans le courant de 1981, c'est en février que la variabilité quotidienne a été la plus forte sur le marché au comptant DM/\$, lors du renversement temporaire du mouvement de raffermissement du dollar, puis en août-octobre, lorsque le dollar, après avoir atteint son cours maximum à l'égard du deutsche mark, a amorcé son fléchissement. Il est à noter que, depuis le début de 1982, la variabilité quotidienne des trois cours représentés sur le graphique a eu tendance à diminuer, notamment dans le cas du cours au comptant DM/\$. Entre le troisième trimestre de 1981 et le premier trimestre de 1982, la proportion du nombre total de jours de bourse pendant lesquels le taux DM/\$ a varié de moins de ½% est passée de 36% à 60%. Il est encore trop tôt pour juger si ce phénomène revêt un caractère temporaire ou s'il implique, entre autres, que les marchés s'accommodent au fil du temps de la politique américaine d'absence quasi totale d'intervention.

### **Variations des taux de change réels et des positions concurrentielles internationales**

Les variations des taux de change nominaux des grandes monnaies en 1981-82, telles qu'indiquées au tableau de la page 166, se sont accompagnées de nouvelles modifications des taux de change réels. Les graphiques ci-après retracent l'évolution des taux de change effectifs réels du dollar EU, du deutsche mark, du yen et de la livre sterling tant durant cette période que depuis la fin de 1972, juste avant l'effondrement définitif du système des taux fixes de Bretton Woods. Le premier graphique représente les taux de change effectifs de ces quatre monnaies, corrigés des mouvements relatifs des prix de gros des produits industriels dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, et le second leurs taux effectifs corrigés des mouvements relatifs des coûts salariaux unitaires. Comme les indices à partir

Variations des taux de change effectifs réels en termes de prix relatifs de gros des produits industriels pour certains pays industrialisés, 1973-82

Moyennes mensuelles, indices: décembre 1972 = 100



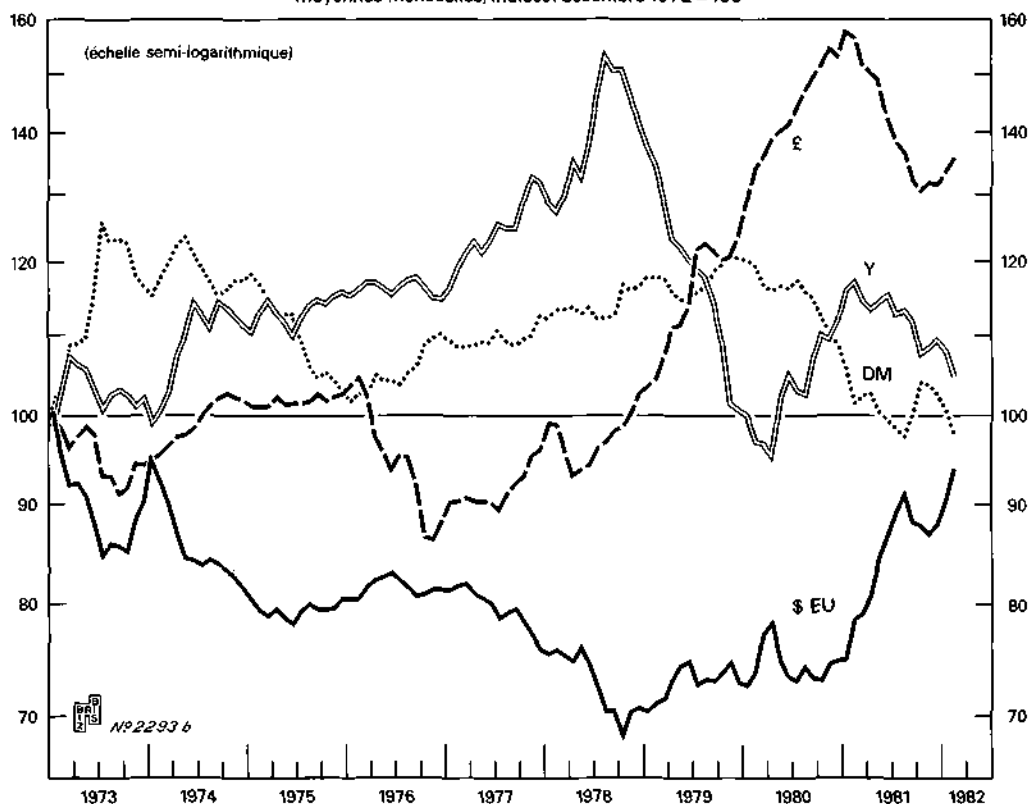
desquels ces calculs sont effectués sont loin d'être rigoureusement exacts, ou intégralement comparables sur le plan international, les variations de taux apparaissant sur les graphiques ont une valeur plutôt indicative et ne sauraient prétendre à la précision.

Depuis la fin de 1980, le dollar a enregistré la variation de taux de change réel de loin la plus forte, en s'appréciant d'un peu plus de 21% en termes de prix relatifs de gros des produits industriels et de 25½% en termes de coûts salariaux unitaires relatifs. La dépréciation de la livre sterling en termes réels a atteint 17% sur la base des coûts salariaux unitaires relatifs et 9½% sur celle des prix relatifs de gros. La dépréciation du taux de change réel du yen a été à peu près la même sur les deux bases (11-12%). Dans le cas du deutsche mark, au contraire, le fléchissement en valeur réelle a été assez modeste (5½% en termes de coûts salariaux unitaires et 3% seulement en termes de prix de gros).

Alors que la dépréciation du yen, et celle de la livre sterling, depuis la fin de 1980, constituaient un renversement des tendances précédentes, l'appréciation du dollar et la dépréciation du deutsche mark n'ont fait que prolonger des mouvements amorcés antérieurement. De fait, à fin mars 1982, le taux de change réel du dollar avait progressé, sur les deux bases indiquées dans les graphiques, d'un peu

Variations des taux de change effectifs réels en termes de coûts salariaux unitaires relatifs dans certains pays industrialisés, 1973-82

Moyennes mensuelles, indices: décembre 1972 = 100



plus de 35% depuis octobre 1978. Dans le cas du deutsche mark, le mouvement de baisse en 1981 et au premier trimestre de 1982 a porté la dépréciation cumulée du taux de change réel depuis la fin de 1979 à 15½% en termes de prix de gros et à 15% en termes de coûts salariaux unitaires.

Considérés dans le contexte de l'évolution observée depuis la fin du système de taux de change fixes, ces mouvements du dollar et du deutsche mark représentent la continuation des larges fluctuations des taux de change réels qui ont caractérisé les neuf dernières années. Pour l'ensemble de cette période, l'examen des graphiques met en relief deux phénomènes: l'ampleur des mouvements des taux de change réels des quatre monnaies considérées, et le fait qu'à la fin de mars 1982, à l'exception de la livre sterling, les taux de change réels de ces monnaies n'étaient pas loin de leurs niveaux de fin 1972.

En elles-mêmes, les variations des taux de change réels constituent un élément essentiel du processus d'ajustement international lorsque la balance des paiements d'un pays accuse un important déséquilibre. On peut également affirmer que la nécessité de ces variations a eu plutôt tendance à s'accroître qu'à diminuer depuis le début des années soixante-dix, en raison des chocs pétroliers, de l'instabilité accrue des taux d'intérêt et des divergences d'évolutions économiques et non économiques entre les divers pays considérés. De fait, certaines variations des taux

de change réels intervenues au cours des neuf dernières années ont favorisé les ajustements indispensables des balances des paiements. C'est ainsi qu'au début de la période représentée dans les graphiques le dollar était clairement surévalué et le deutsche mark manifestement sous-évalué, car il y avait peu de possibilités d'éliminer le déficit américain et l'excédent allemand des paiements courants sans engendrer une dépréciation du dollar et une appréciation du deutsche mark en termes réels.

Il est tout aussi clair, cependant, qu'une part importante des variations des taux de change réels depuis la fin de 1972 n'était pas justifiée du point de vue du processus d'ajustement. L'exemple le plus probant est l'appréciation réelle de la livre sterling entre la fin de 1976 et le début de 1981, qui a été de près de 70% en termes de prix de gros et de plus de 80% en termes de coûts salariaux unitaires. Dans le cas du deutsche mark, son appréciation en termes réels depuis fin 1972 ressortait à environ 20% en 1979 et a sans aucun doute contribué (avec le second choc pétrolier) à l'apparition de l'important déficit de la balance des paiements courants de l'Allemagne, tandis que la dépréciation qui s'ensuivit était, en août 1981, manifestement trop marquée. Les fluctuations du taux de change réel du yen au cours des neuf dernières années ont été plus amples que celles du deutsche mark. En août 1978, l'appréciation réelle du yen, qui se montait, par rapport à fin 1972, à plus de 50% en termes de coûts salariaux unitaires relatifs, était devenue excessive, tout comme sa dépréciation ultérieure qui, sur la même base, dépassait 35% en avril 1980. Enfin, si le dollar était quelque peu surévalué à la fin de 1972, on s'accordait généralement à reconnaître près de six ans plus tard, c'est-à-dire vers la fin de 1978, que la baisse de son taux de change réel, légèrement supérieure à 30% en termes de coûts salariaux unitaires relatifs, avait été trop forte.

Il ne fait guère de doute que les mouvements exagérés des taux de change réels sont dus en partie au fait suivant: dès lors que les taux de change nominaux se mettent à bouger, ils ont tendance à déclencher des forces qui favorisent l'apparition de nouveaux mouvements dans la même direction. Autrement dit, les mouvements des taux de change ont tendance à s'auto-alimenter, et ce pour diverses raisons. D'abord, par suite de l'inélasticité des courbes de l'offre et de la demande de biens et de services échangés avec l'extérieur, les mouvements de taux de change appropriés pour corriger les déséquilibres des paiements courants tendent, à court terme, à amplifier ces déséquilibres et à provoquer de nouveaux mouvements des taux de change, en hausse ou en baisse selon le cas. Ensuite, les effets exercés par d'amples mouvements de baisse des taux de change nominaux sur les prix intérieurs ont tendance, dans certains cas, à déclencher un cercle vicieux accélération de l'inflation/baisse des taux de change. Enfin, les opérateurs du marché des changes ne connaissent pas le taux d'équilibre à plus long terme d'une monnaie et, même s'ils le connaissaient, ils ne pourraient pas se permettre d'agir en conséquence, car les risques de pertes à court terme sont trop élevés, surtout dans des périodes caractérisées, comme l'ont été ces neuf dernières années, par de profondes incertitudes et des modifications sensibles sur les plans économique et politique.

Certains considèrent que la variabilité des taux de change depuis le début des années soixante-dix est imputable dans une large mesure à l'attitude des autorités.

Les tenants de cette thèse estiment, par exemple, que les interventions officielles sur les marchés des changes sont déstabilisatrices, car elles nuisent au bon fonctionnement du marché. Il n'est pas facile d'étayer ce jugement à l'aide de faits précis. Il est vrai que, dans certains cas, les interventions massives des pouvoirs publics sur les marchés des changes n'ont pas empêché d'importants mouvements des monnaies. Mais on ne saurait prétendre pour autant que ces interventions ont été elles-mêmes la cause de l'instabilité. La décision prise par les autorités américaines à la fin de 1978 d'intervenir activement sur le marché des changes était dictée par l'observation de «surréactions» en l'absence d'interventions officielles, tandis que l'attitude adoptée plus récemment (au début de 1981) par l'Administration actuelle de s'abstenir pratiquement de toute intervention sur le marché des changes a été suivie d'une augmentation, plutôt que d'une atténuation, de l'instabilité des cours du dollar.

Par conséquent, si l'instabilité des taux de change des neuf dernières années ne se justifiait pas pour une large part du point de vue du processus d'ajustement international, on peut néanmoins se demander si elle a été réellement très néfaste. Sur ce point, les opinions sont partagées, car l'incidence de l'instabilité monétaire sur l'économie n'est pas quantifiable; tout au plus peut-on l'évaluer. Cependant, si l'on examine cette question d'une manière plus générale, on peut difficilement imaginer que des fluctuations très amples de prix qui, du point de vue macro-économique, sont aussi importants que les taux de change — et, pour les pays considérés individuellement, plus importants que le prix du pétrole — puissent n'impliquer aucun coût pour l'économie.

Un élément de ces coûts est lié aux incertitudes suscitées par les fluctuations du cours de change. Si l'on ne peut prévoir avec une certaine précision l'évolution du cours de change, comment pourrait-on opérer une affectation optimale des ressources par le biais du mécanisme des prix? De surcroît, les incertitudes en matière de taux de change peuvent, en augmentant la prime de risque, freiner les décisions des investisseurs potentiels, tant sur le plan national qu'à l'étranger, compte tenu des répercussions considérables que peut avoir une erreur de jugement de l'évolution des cours de change.

Un autre coût, dont on possède des preuves plus concrètes, est lié aux conséquences de mouvements excessifs des cours de change. Une «surréaction» à la baisse des taux de change rend plus difficile, comme on l'a dit précédemment, la poursuite de politiques anti-inflationnistes, tandis qu'une «surréaction» dans l'autre sens peut avoir des répercussions défavorables sur l'activité économique.

Un autre danger de la «surréaction» des taux de change est qu'elle peut être la source de nouveaux déséquilibres et d'une instabilité accrue des taux de change. Ce point est particulièrement d'actualité, puisque les taux de change effectifs réels du dollar, du deutsche mark et du yen ne sont guère éloignés de leurs niveaux de fin 1972. A cette époque, la grille des taux de change avait joué un rôle important dans l'effondrement du système de taux de change fixes. La question est de savoir si la grille actuelle des taux est susceptible de se maintenir plus durablement ou si d'autres grands mouvements des cours des monnaies sont appelés à se produire.

### Production d'or et marché de l'or

La période sous revue a été caractérisée par la poursuite de la baisse sensible des cours de l'or, amorcée au début de 1980. Les cours sur le marché de Londres ont fléchi de près de 50%, revenant d'un peu plus de \$600 l'once de fin au début de janvier 1981 à \$312 à la mi-mars 1982. Du côté de l'offre, les pressions à la baisse des cours ont résulté de l'accroissement, évalué à 185 tonnes métriques entre 1980 et 1981, du volume global de l'or disponible à des fins non monétaires; du côté de la demande, elles ont été engendrées par le niveau élevé des taux d'intérêt, la vigueur corrélative du dollar, le tassement des prix du pétrole ainsi que par la modération des taux d'inflation et des anticipations inflationnistes dans les pays industriels.

La production mondiale d'or (à l'exclusion de celle de l'URSS, des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine et de la Corée du Nord) s'est légèrement accrue d'une année à l'autre, selon les estimations, passant de 945 tonnes à 957 tonnes; pourtant, la production de l'Afrique du Sud a fléchi de 17 tonnes, pour s'établir à 658 tonnes, ce qui représente son niveau le plus bas des vingt-deux dernières années. Par rapport à 1970, la part de l'Afrique du Sud dans le total de la production d'or indiqué dans le tableau est tombée de 79% à 69%. En dehors de l'Afrique du Sud, l'augmentation de la production totale d'or peut être évaluée à 29 tonnes pour 1981, sur lesquelles 11 tonnes représentent l'accroissement de l'extraction aux Etats-Unis.

En Afrique du Sud, la production d'or a diminué en 1981, en dépit de la progression modeste (légèrement supérieure à 2%) du tonnage traité. Le prix moyen perçu par l'industrie minière sud-africaine est revenu de \$616 à

Production d'or dans le monde (estimations)

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1978	1979	1980	1981
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud . . . . .	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	706,4	705,4	675,1	657,6
Canada . . . . .	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	54,0	51,1	50,6	49,5
Etats-Unis . . . . .	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	31,1	30,2	29,6	40,6
Brésil . . . . .	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	22,0	25,0	35,0	35,0
Philippines . . . . .	5,1	34,9	-	14,9	18,7	18,2	16,7	20,4	23,4
Colombie . . . . .	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,0	10,0	17,0	17,7
Australie . . . . .	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	20,0	18,2	16,9	17,5
Papouasie- Nouvelle-Guinée	.	.	.	.	0,7	23,4	19,7	14,3	17,2
Rép. Dominicaine . . .	.	.	.	.	-	10,8	11,0	11,5	12,8
Chili . . . . .	0,8	10,4	7,2	4,1	1,6	3,3	4,3	6,5	11,4
Zimbabwe . . . . .	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	10,8	11,8	11,3	11,3
Ghana . . . . .	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	12,5	11,1	11,0	10,4
Pérou . . . . .	3,8	8,7	4,9	4,4	3,3	3,9	4,7	6,0	7,2
Mexique . . . . .	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,2	6,3	6,9	5,2
Total . . . . .	522,7	964,4	612,4	685,7	1.232,2	931,6	925,5	910,1	916,8
Autres pays . . . . .	47,3	200,6	53,6	68,3	38,8	34,4	31,5	34,9	40,2
Production mondiale (estimations)*	570,0	1.165,0	666,0	754,0	1.271,0	966,0	957,0	945,0	957,0

\* Non compris l'URSS, les autres pays d'Europe de l'Est, la Chine et la Corée du Nord.



\$462 l'once entre 1980 et 1981, tandis que les coûts moyens de production se sont accrus de 18%. De ce fait, et malgré la dépréciation de 22% du rand par rapport au dollar, les bénéfices moyens avant impôt tirés de l'extraction de l'or se sont contractés de 33% en 1981, après avoir été multipliés par sept au cours des quatre années précédentes.

Ce sont essentiellement les pays communistes qui ont été à l'origine de l'accroissement de l'offre d'or l'an dernier sur le marché, leurs ventes ayant atteint un montant estimé à 300 tonnes, contre 90 tonnes en 1980. L'Union Soviétique a procédé à d'importantes cessions d'or dans la seconde moitié de 1981 pour reconstituer ses réserves de change, qui s'étaient fortement contractées au premier semestre. L'incidence des variations de l'encaisse officielle des pays occidentaux sur l'offre globale d'or sur le marché ne peut être estimée qu'approximativement, puisque certaines transactions officielles sont effectuées hors du marché. Parmi ces transactions figuraient notamment, en 1981, les swaps d'or conclus par l'Afrique du Sud avec des banques commerciales. Si l'on admet que ces opérations de swap ont été à l'origine de la contraction de 90 tonnes de l'encaisse-or de l'Afrique du Sud l'an dernier, on peut évaluer à 80 tonnes en 1981 le total des prélèvements officiels d'or opérés sur le marché par les pays occidentaux, contre 45 tonnes l'année précédente. Les réserves métalliques déclarées des pays exportateurs de pétrole se sont accrues de 49 tonnes en 1981 (l'Indonésie et la Libye ayant notamment renforcé les leurs de 22 tonnes et de 15½ tonnes respectivement) et celles des pays en développement non pétroliers d'Amérique latine de 32 tonnes, dont 18 tonnes pour la Colombie et 10 tonnes pour le Brésil. Si l'on considère le montant total de la production, des ventes des pays communistes et des transactions officielles des pays occidentaux sur le marché, on peut estimer que le volume total d'or disponible à des fins non monétaires est passé approximativement de 990 tonnes à 1.175 tonnes entre 1980 et 1981. Un fait marquant de l'année a été le gonflement, de 36 tonnes à 173 tonnes, des importations d'or opérées par le Japon à des fins non monétaires.

L'évolution des cours de l'or sur le marché a été caractérisée, pendant la période sous revue, par une tendance générale à la baisse, mais aussi par de très amples fluctuations des prix du métal liées, dans une certaine mesure, aux

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1978	1979	1980	1981
	en tonnes métriques			
Production . . . . .	965	955	945	955
Ventes des pays communistes (estimations) . . . . .	450	290	90	300
Variation de l'encaisse officielle du monde occidental résultant de transactions sur le marché (estimations)* (-= accroissement) . . . . .	310	625	- 45	- 80
Total (=absorption non monétaire, estimations) . . . . .	1.725	1.870	990	1.175

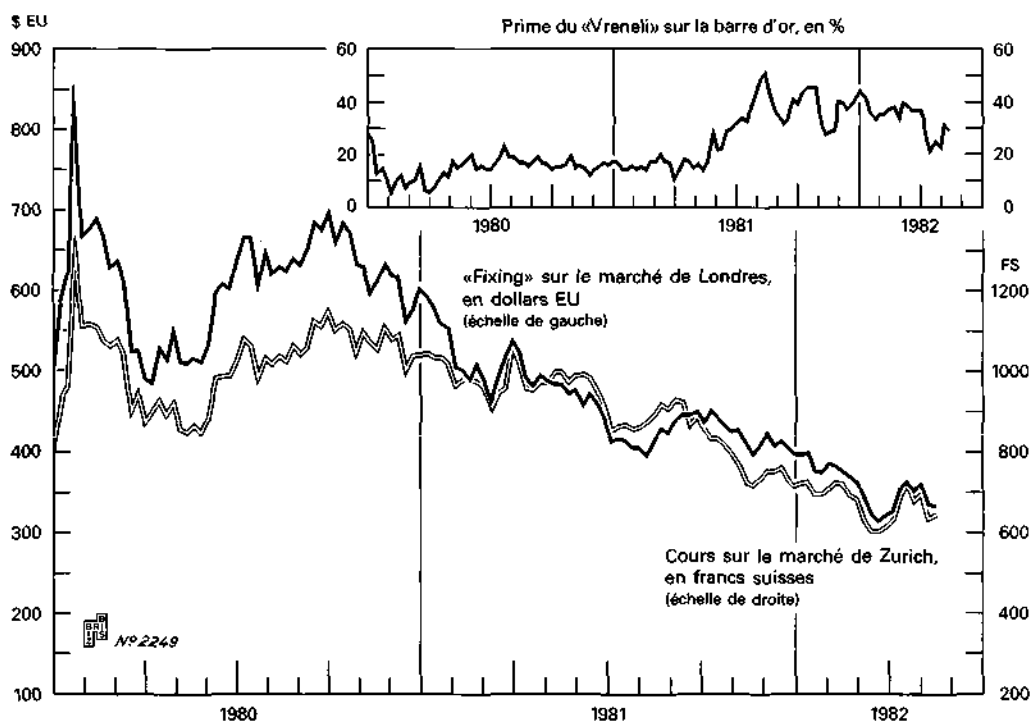
\* Les variations des réserves d'or de l'Afrique du Sud ont été exclues des mouvements de l'encaisse officielle du monde occidental pour toutes les années indiquées dans les tableaux; on estime, en effet, qu'elles reflètent en grande partie l'exécution ou le dénouement d'opérations de swap d'or conclues entre la Banque de Réserve d'Afrique du Sud et des banques commerciales d'autres pays. De plus, la variation de l'encaisse officielle en 1978 exclut 65 tonnes de métal transférées du ministère japonais des Finances à la Banque du Japon et qui n'étaient pas comptabilisées précédemment dans les statistiques sur les réserves mondiales d'or.

variations des taux de change du dollar. A la fin de 1980, le cours du métal jaune sur le marché de Londres (fixing) s'établissait à environ \$590 l'once. Les cotations progressèrent ensuite légèrement, pour franchir tout juste le cap des \$600 le 6 janvier 1981, soit le niveau le plus élevé pour la période examinée. La hausse des taux d'intérêt sur le dollar et la libération des otages américains détenus en Iran ramenèrent ensuite les cotations à \$457 au début de mars. Vers la fin du même mois, le prix de l'or remonta à près de \$550, sous l'effet d'un recul temporaire des taux d'intérêt sur le dollar et de l'apparition de tensions en Pologne; sans toutefois se maintenir à ce niveau, les cours restèrent supérieurs à \$500 jusque vers la mi-avril. Un nouveau mouvement de baisse lié à la vigueur persistante du dollar s'amorça au milieu de mai et, le 8 juillet, le «fixing» revint au-dessous de \$400 pour la première fois depuis novembre 1979. Au début d'août, lorsque les cours de la monnaie américaine atteignirent un niveau record par rapport aux principales devises, le prix de l'or était à peine supérieur à \$390.

Par suite de l'affaiblissement ultérieur du dollar sur le marché des changes, le cours de l'or remonta à \$464 à la fin de septembre, en dépit de la reprise des ventes d'or par l'Union Soviétique. A partir de ce moment et jusqu'à la mi-mars 1982, la tendance générale a de nouveau été à la baisse, sous l'effet d'importantes cessions d'or réalisées par l'Union Soviétique vers la fin de 1981 et d'un nouveau raffermissement du dollar. Au début de janvier 1982, les cours sont redescendus au-dessous de \$400, passant par un minimum de \$312 le 15 mars. A la suite du

### Cours de l'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1980-82

Chiffres du vendredi, par once de fin



déclenchement de la crise entre le Royaume-Uni et l'Argentine, les cotations sont remontées à \$ 367 à la mi-avril, pour revenir cependant à quelque \$ 325 l'once vers la fin de mai.

### Réserves et liquidité internationale

L'évolution des réserves globales en 1981 a fait apparaître un contraste marqué par rapport aux années précédentes. En dollars courants, les réserves totales des divers pays, compte non tenu des encaisses-or, ont diminué de \$ 19,3 milliards, pour s'établir à \$ 396,3 milliards, alors qu'elles s'étaient accrues de \$ 56,9 milliards en 1980. En outre, la valeur des réserves métalliques, calculée aux prix du marché, a fléchi de \$ 180,3 milliards pour se situer à \$ 379,9 milliards, après avoir augmenté de \$ 260 milliards en 1979 et de \$ 66,3 milliards en 1980.

Ces données, exprimées en dollars courants, donnent une idée exagérée de l'évolution des réserves réelles l'an dernier et du contraste entre les années 1980 et 1981. C'est de toute évidence le cas des encaisses-or. En l'absence d'un prix officiel de l'or, les variations des cours du marché tendent à surestimer l'ampleur de celles du pouvoir d'achat effectif des réserves métalliques globales. Cette observation vaut tant pour l'année 1979 et les premières semaines de 1980, où le cours de l'or est monté en flèche, que pour la période ultérieure, où il s'est inscrit nettement en baisse. Néanmoins, les divers pays détenteurs de métal jaune peuvent mobiliser dans une certaine mesure leur encaisse, soit en cédant de l'or au marché, soit en contractant des emprunts contre or à des prix dérivés du marché. Quant à savoir jusqu'à quel point ces pays peuvent utiliser sans risque leurs avoirs officiels autres que l'or pour financer leur déficit des paiements, cela dépend en partie de la valeur sur le marché de leurs réserves métalliques. Pour toutes ces raisons, le recul des cours de l'or en 1981 a exercé, sans aucun doute, une incidence négative sur les positions de liquidité internationale d'un grand nombre de pays.

Pour ce qui concerne les réserves autres que l'or, toute appréciation de leur évolution en dollars courants durant l'année 1981 doit nécessairement prendre en considération les variations de leur pouvoir d'achat en dollars. C'est ainsi que le fléchissement de 4½% du montant global des avoirs officiels non métalliques, calculé en dollars courants, s'est accompagné d'un recul de 3% (d'un quatrième trimestre à l'autre) de la valeur unitaire en dollars des exportations dans le monde, sous l'effet conjoint de l'appréciation de la devise américaine et de la baisse des cours mondiaux des matières premières, alors qu'en 1980 la valeur en dollars courants des réserves globales autres que l'or et la valeur unitaire en dollars des exportations mondiales s'étaient accrues de 16% et de 13% respectivement.

Aussi le contraste observé entre 1980 et 1981 dans l'évolution des réserves globales a-t-il été beaucoup moins prononcé, en réalité, que ne le laissent supposer les chiffres exprimés en dollars courants. Néanmoins, les réserves globales ont enregistré une certaine diminution en valeur réelle l'an dernier; de plus, l'endettement extérieur de nombreux pays s'est encore fortement alourdi, en particulier celui des pays en développement non pétroliers vis-à-vis du système bancaire international. A cet égard, du fait de l'appréciation du dollar en 1981, les données relatives à l'endettement, exprimées en dollars courants, sous-estiment la

Variations des réserves globales, 1979-81

Zones et périodes	Encaisses-or		Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Ecus	Total (à l'exclusion de l'or)
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU*					
<b>Ensemble</b>							
<b>Groupe des Dix et Suisse</b>							
1979	- 95,1	199,2	- 31,2	- 2,2	3,7	42,1	12,4
1980	- 1,1	47,9	9,6	3,1	- 0,9	20,9	32,7
1981	- 0,6	- 140,4	- 11,0	2,3	2,3	- 13,6	- 20,0
Montants à fin 1981	739,0	295,6	107,6	14,4	12,5	49,4	183,9
<b>Autres pays développés</b>							
1979	0,7	28,2	1,1	- 0,2	0,3	0,7	1,9
1980	2,5	7,7	3,4	0,6	- 0,1	- 0,1	3,8
1981	- 2,6	- 19,3	- 2,2	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,2
Montants à fin 1981	94,1	37,6	34,7	1,7	1,6	0,4	38,4
<b>Pays en développement autres que les pays exportateurs de pétrole</b>							
1979	1,8	21,4	8,7	0,4	1,1		10,2
1980	2,9	6,3	- 0,9	1,0	- 0,6		- 0,5
1981	1,0	- 13,5	0,6	- 0,3	0,8		1,1
Montants à fin 1981	74,4	29,8	70,5	1,9	2,8		75,2
<b>Ensemble des pays importateurs de pétrole</b>							
1979	- 92,6	248,8	- 21,4	- 2,0	5,1	42,8	24,5
1980	4,3	61,9	12,1	4,7	- 1,6	20,8	36,0
1981	- 2,2	- 173,2	- 12,6	1,8	3,5	- 13,8	- 21,1
Montants à fin 1981	907,5	363,0	212,8	18,0	16,9	49,8	297,5
<b>Pays exportateurs de pétrole</b>							
1979	0,4	11,2	15,5	- 1,8	0,8		14,5
1980	3,4	4,4	19,4	1,3	0,2		20,9
1981	1,6	- 7,1	- 0,2	1,5	0,5		1,8
Montants à fin 1981	42,2	16,9	89,8	6,8	2,2		98,8
<b>Ensemble des pays</b>							
1979	- 92,2	260,0	- 5,9	- 3,8	5,9	42,8	39,0
1980	7,7	66,3	31,5	6,0	- 1,4	20,8	56,9
1981	- 0,6	- 180,3	- 12,8	3,3	4,0	- 13,8	- 19,3
Montants à fin 1981	949,7	379,9	302,6	24,8	19,1	49,8	396,3

\* Encaisses-or évaluées aux prix du marché.

détérioration de l'état de la liquidité internationale des pays considérés. Etant donné le fléchissement de la valeur unitaire en dollars des exportations mondiales, l'accroissement de l'endettement extérieur en dollars, qui avait été essentiellement nominal au cours des années précédentes, a correspondu dans tous les cas à une augmentation en termes réels l'an dernier.

Si l'on considère à la fois les réserves et l'endettement international, il ne fait donc aucun doute que la situation globale de la liquidité internationale s'est détériorée en 1981. Le facteur qui a surtout été à l'origine de cette évolution a été le niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis. En premier lieu, il a largement contribué à la vigueur de la balance des paiements de ce pays l'an dernier en provoquant d'importantes entrées de capitaux non bancaires, de sorte qu'en dépit des prêts massifs consentis par les banques américaines aux non-résidents, il n'y a

pas eu de fortes sorties nettes de dollars des Etats-Unis vers le reste du monde. En deuxième lieu, la cherté du loyer de l'argent aux Etats-Unis a constitué un facteur important dans le raffermissement de la monnaie américaine sur les marchés des changes, ce qui a entraîné une diminution de la valeur en dollars des autres devises entrant dans la composition des réserves de change. En dernier lieu, le maintien de taux d'intérêt élevés sur le dollar a contribué, par ses répercussions sur les cours de l'or, à la contraction de la valeur réelle des encaisses métalliques et à la réduction du montant total des réserves en Ecus créées par voie de swaps d'or.

Si l'on décompose les variations des réserves l'an dernier par élément d'actif, on constate que la diminution de \$ 180,3 milliards du montant total des encaisses-or, évaluées en dollars courants aux prix du marché, a naturellement porté surtout sur les pays du Groupe des Dix et la Suisse, qui ont enregistré une baisse de \$ 140,4 milliards. En volume, l'encaisse-or globale est restée dans l'ensemble pratiquement inchangée l'an dernier, après s'être accrue de 7,7 millions d'onces l'année précédente. Les avoirs en or des pays en développement non pétroliers et des pays exportateurs de pétrole se sont renforcés de 2,6 millions d'onces au total, alors qu'ils se sont contractés de 3,2 millions d'onces dans les pays développés.

Le fléchissement de \$ 19,3 milliards en 1981 des réserves globales autres que l'or s'est concentré sur les avoirs en devises et en Ecus, qui ont diminué respectivement de \$ 12,8 milliards et \$ 13,8 milliards, tandis que les positions créditrices globales envers le FMI et le montant total des avoirs en DTS des divers pays, calculés en dollars courants, ont progressé respectivement de \$ 3,3 milliards et \$ 4 milliards.

En ce qui concerne les réserves en devises, la diminution de \$ 12,8 milliards enregistrée l'an dernier a été essentiellement le fait des pays du Groupe des Dix, dont les avoirs détenus sous cette forme se sont contractés de \$ 11 milliards. On peut considérer toutefois que la réduction globale des réserves en devises a été imputable en 1981 pour près des quatre cinquièmes à la baisse, engendrés par l'appréciation de la devise américaine, de la valeur au change des actifs de réserve détenus en monnaies autres que le dollar. C'est ainsi que le fléchissement de \$ 0,2 milliard du montant total des avoirs en devises des pays exportateurs de pétrole tient compte de la contraction de plus de \$ 3 milliards de la valeur en dollars de leurs avoirs en monnaies de réserve autres que la devise américaine, tandis que l'augmentation de \$ 0,6 milliard du montant total des réserves en devises des pays en développement non pétroliers s'est ressentie pour sa part du fléchissement de quelque \$ 2,5 milliards de la valeur en dollars de leurs autres avoirs en devises.

La diminution de \$ 13,8 milliards des avoirs en Ecus en 1981 a correspondu dans une large mesure à la réduction du volume d'Ecus créés par voie de swaps contre or. De plus, les avoirs en Ecus de certains pays membres du SME se sont réduits parallèlement à leurs réserves brutes en dollars et en raison de remboursements de crédits à très court terme libellés en Ecus.

L'augmentation de \$ 3,3 milliards des positions créditrices des pays envers le Fonds monétaire international a représenté la contre-valeur de DTS 4,5 milliards. L'utilisation accrue du dollar dans les transactions du Fonds a renforcé de

DTS 2,1 milliards la position créditrice des Etats-Unis envers cette institution, tandis que la position créditrice de l'Arabie Saoudite envers le FMI s'est améliorée de DTS 1,5 milliard, accroissement qui correspond, à hauteur de DTS 1,1 milliard, au relèvement de la quote-part de ce pays. L'augmentation des positions créditrices globales envers le Fonds, l'an dernier, s'explique en grande partie par les tirages nets des pays membres, qui se sont élevés au total à DTS 5 milliards en 1981, soit près de quatre fois le montant de l'année précédente (DTS 1,3 milliard). L'utilisation plus intense des ressources du FMI a résulté de l'application de la directive sur «l'accès élargi» adoptée en septembre 1980. Dans le cadre de cette orientation, le total des nouveaux engagements de prêts assumés par le Fonds s'est développé plus fortement encore que celui des nouveaux tirages nets entre 1980 et 1981, passant de DTS 7 milliards à DTS 15,2 milliards. Les nouveaux engagements de prêts les plus importants ont été assumés l'an dernier à l'égard de l'Inde, de la Yougoslavie et de la Roumanie, pour des montants s'établissant respectivement à DTS 5 milliards, 1,7 milliard et 1,1 milliard. L'octroi effectif de ces crédits dépend de l'obtention, par les emprunteurs, d'un certain nombre de résultats économiques spécifiques. Eu égard aux difficultés de la situation économique actuelle dans le monde, certains pays peuvent éprouver quelques difficultés à satisfaire ces exigences, et le versement d'une partie de ces fonds risque ainsi de se trouver différé.

L'accroissement de \$4 milliards, en 1981, des avoirs en DTS des divers pays a représenté la contre-valeur de DTS 4,6 milliards. Il a résulté essentiellement de la troisième et dernière allocation générale de DTS 4 milliards aux pays membres, effectuée conformément à la Résolution prise en décembre 1978 par le Conseil des gouverneurs du Fonds. De plus, les transferts nets du Compte de ressources générales du FMI aux pays membres se sont élevés au total à DTS 0,6 milliard. On peut noter, enfin, que l'année 1981 a été caractérisée par une vive augmentation (de DTS 1,7 milliard à 2,7 milliards) de l'utilisation des DTS dans les transactions entre pays membres du Fonds.

Si l'on examine la répartition par groupe de pays des mouvements des réserves non métalliques survenus l'an dernier, on constate que les avoirs déclarés des pays exportateurs de pétrole ont enregistré une progression de \$1,8 milliard, tandis que les réserves autres que l'or du reste du monde se sont contractées de \$21,1 milliards.

La très faible progression des réserves non métalliques des pays exportateurs de pétrole en 1981 n'est pas proportionnée à l'excédent global de leurs opérations courantes, évalué à quelque \$60 milliards. Cependant, l'évolution en cours d'année de leurs réserves déclarées (accroissement de \$7,2 milliards au premier semestre, suivi d'une diminution de \$5,4 milliards au second) a effectivement reflété, bien que de manière imparfaite, la détérioration progressive du solde positif de leurs paiements courants. De plus, la contraction de l'excédent de la balance des opérations courantes des pays de l'OPEP a engendré des divergences d'évolution considérables dans les réserves des différents pays exportateurs de pétrole. Les réserves déclarées de l'Arabie Saoudite ont progressé de \$8,8 milliards et celles du Venezuela et des Emirats Arabes Unis de \$1,6 milliard et \$1,2 milliard respectivement. En revanche, deux pays de ce même groupe ont opéré l'an dernier

des ponctions importantes sur leurs réserves: le Nigeria, dont les avoirs de change sont tombés de \$10,2 milliards à \$3,9 milliards et la Libye, où ils sont revenus de \$13,1 milliards à \$9 milliards.

La contraction des réserves autres que l'or enregistrée l'an dernier dans le reste du monde s'est concentrée, à hauteur de \$20 milliards, sur l'ensemble Groupe des Dix et Suisse. Les réserves cumulées des pays européens membres du Groupe des Dix ont diminué de \$27,4 milliards, soit de 17% environ. Cette perte de réserves a résulté pour près de moitié de la réduction, à concurrence de \$13,6 milliards, des avoirs en Ecus de ces pays, attribuable essentiellement à la diminution de la valeur marchande de la fraction de leurs réserves métalliques faisant l'objet de swaps contre Ecus. En outre, leurs avoirs en devises se sont inscrits en recul de \$14,7 milliards l'an dernier. Ce fléchissement a été principalement le fait de trois pays: le Royaume-Uni (-\$4,6 milliards), l'Allemagne (-\$3,6 milliards) et la France (-\$3,1 milliards). La perte de réserves accusée par le Royaume-Uni a été due essentiellement au remboursement de dettes extérieures du secteur public, dont un crédit de \$2,5 milliards contracté en 1974 par le gouvernement britannique sur le marché de l'euro-dollar. En revanche, les pertes en devises de l'Allemagne et de la France ont été imputables à des interventions sur le marché des changes. Aux deuxième et troisième trimestres de 1981, en effet, ces deux pays ont soutenu leur monnaie sur le marché des changes en procédant à des cessions massives de dollars, dont ils ont récupéré une partie vers la fin de l'année à la faveur de l'affaiblissement de la devise américaine par rapport aux monnaies européennes.

En ce qui concerne les autres pays membres du Groupe des Dix, on a relevé un accroissement sensible des réserves du Japon et des Etats-Unis. Les encaisses non métalliques du Japon se sont accrues de \$3,6 milliards en 1981, dont plus de \$3 milliards sont venus renforcer les avoirs en devises. Les gains de réserves de ce pays ont résulté en partie d'interventions officielles effectuées en tout début d'année, lorsque le yen s'appréciait sur le marché des changes, et en partie des intérêts perçus sur le stock de leurs avoirs en devises.

Les réserves non métalliques des Etats-Unis ont progressé de \$3,3 milliards en 1981. Cette évolution s'explique, et au-delà, par l'augmentation de \$3,7 milliards des créances sur le FMI, y compris les DTS. En revanche, les avoirs en devises des Etats-Unis se sont légèrement réduits, à concurrence de \$0,4 milliard, bien que le dollar ait été la monnaie de loin la plus forte parmi les principales devises. Les Etats-Unis ont remboursé, en outre, la contre-valeur de \$2,4 milliards de titres à moyen terme du Trésor fédéral libellés en deutsche marks et en francs suisses en 1981, au moyen surtout des ressources acquises par suite des interventions officielles du début de l'année sur le marché des changes.

Le fléchissement modeste de \$2,2 milliards des réserves officielles non métalliques du groupe des «Autres pays développés» a été réparti sur un grand nombre de pays. La situation a été quelque peu différente dans le groupe des pays en développement non pétroliers. Globalement, et comme l'année précédente, leurs encaisses non métalliques n'ont guère varié. On a toutefois constaté des mouvements assez amples, mais divergents, dans les réserves de certains pays de ce

groupe. Deux d'entre eux — Taïwan et la Chine — ont enregistré des gains de réserves substantiels (+\$4,5 milliards et +\$2,5 milliards respectivement). L'Argentine et l'Inde ont accusé, pour leur part, des pertes s'élevant respectivement à \$3,5 milliards et \$1,9 milliard. Un faible gain de \$0,8 milliard a été réalisé par le Brésil, dont les avoirs autres que l'or s'étaient fortement contractés au cours des deux années précédentes, revenant de \$11,8 milliards à \$5,8 milliards. On ne dispose pas de statistiques récentes sur les réserves du Mexique. La situation des réserves des pays en développement non pétroliers a eu globalement tendance à s'améliorer au cours de l'année 1981, la contraction de \$4,1 milliards au premier trimestre ayant fait place à un gain de \$5,8 milliards pour les trois derniers mois.

Au premier trimestre de 1982, alors qu'une détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis se faisait attendre et que le dollar était par conséquent très ferme, la situation de la liquidité internationale a eu tendance à se resserrer. Les réserves en devises des pays du Groupe des Dix (autres que les Etats-Unis) ont diminué de quelque \$10 milliards, chiffre qui surestime cependant l'ampleur réelle du fléchissement, du fait de l'incidence des variations de change et du dénouement d'opérations de fin d'année avec les banques commerciales. Parallèlement, la faiblesse persistante des cours de l'or a entraîné une nouvelle réduction, de \$76 milliards, de la valeur des encaisses métalliques officielles du monde occidental, calculée aux prix du marché. Les engagements déclarés des Etats-Unis envers les institutions monétaires officielles ont diminué de \$3,3 milliards, ce qui donnerait à penser que les pertes de réserves en devises des pays du Groupe des Dix ont été compensées dans une certaine mesure par des gains réalisés ailleurs.

L'un des traits marquants de l'évolution des réserves l'an dernier a été l'accroissement notable de la part des réserves globales de devises identifiées comme étant détenues aux Etats-Unis, au détriment des réserves placées sur le marché bancaire international, et notamment auprès des euro-banques. A la fin de 1980, 47,5% du montant total des avoirs en devises indiqué dans le tableau ci-après se trouvaient déposés aux Etats-Unis et 40,6% auprès de banques opérant dans les centres de l'euro-marché (y compris certaines succursales offshore des banques américaines) sur lesquels des données sont présentées dans le tableau. En 1981, ces dépôts officiels sur le marché des euro-monnaies se sont contractés de \$18,5 milliards, revenant ainsi à \$109,5 milliards, ce qui représente un renversement de la tendance observée au cours des trois années précédentes. Parallèlement, les réserves détenues aux Etats-Unis, mesurées par les engagements déclarés de ce pays envers les autorités monétaires étrangères, se sont encore gonflées (+\$4 milliards), pour atteindre \$161,1 milliards. De ce fait, la part identifiée du montant global des avoirs en devises détenus aux Etats-Unis s'est élevée à 51%, tandis que celle des réserves conservées sur l'euro-marché est tombée à 36,2%.

Pour une part, ce revirement a été plus apparent qu'effectif. La contraction de \$9 milliards, en dollars courants, des dépôts officiels sur l'euro-marché en monnaies autres que le dollar peut être attribuée pour plus de la moitié à l'appréciation de la devise américaine, l'an dernier, par rapport aux autres devises internationales. Néanmoins, même après élimination de l'incidence de ce facteur, on



**Structure des placements des réserves en devises, 1977-81**

Rubriques	Fin 1977	Fin 1978	Fin 1979	Fin 1980	Fin 1981
	montants, en milliards de dollars EU				
<b>1. Dépôts auprès des banques situées dans certains pays européens<sup>1</sup>, au Canada et au Japon:</b>					
a) sur les marchés nationaux	7,6	9,3	8,8	17,6	16,3
Deutsche marks . . . . .	2,2	3,1	3,4	4,8	3,3
Francs suisses . . . . .	1,3	0,6	0,6	1,6	2,7
Yens . . . . .	0,9	2,7	0,9	4,6	5,4
Livres sterling . . . . .	1,6	1,2	1,9	3,0	2,2
Autres monnaies . . . . .	1,6	1,7	2,0	3,6	2,7
b) sur l'euro-marché . . . . .	71,0	80,1	115,0	122,4	104,5
Dollars . . . . .	53,0	52,8	73,3	79,4	70,5
Deutsche marks . . . . .	12,0	16,8	24,1	24,5	19,1
Francs suisses . . . . .	3,2	4,6	6,0	8,0	6,9
Yens . . . . .	0,9	2,2	4,2	2,2	2,2
Livres sterling . . . . .	0,3	0,7	1,5	2,2	1,1
Autres monnaies . . . . .	1,6	3,0	5,9	6,1	4,7
<b>2. Dépôts auprès de certaines succursales offshore des banques américaines<sup>2</sup></b>	4,4	5,7	6,4	5,6	5,0
<b>Total 1 + 2</b>	<b>83,0</b>	<b>95,1</b>	<b>130,2</b>	<b>145,6</b>	<b>125,8</b>
<i>dont: en dollars</i>	57,2	58,2	79,0	84,4	75,0
<i>en autres monnaies</i>	25,8	36,9	51,2	61,2	50,8
<b>3. Réserves en devises identifiées comme étant détenues aux Etats-Unis (= engagements déclarés des Etats-Unis envers les autorités monétaires étrangères)</b>	126,0	157,0	143,3	157,1	161,1

Remarque: les chiffres du tableau comprennent les variations dues aux fluctuations de change de la valeur en dollars des réserves détenues en autres monnaies.

<sup>1</sup> Allemagne, Autriche, Belgique-Luxembourg, Danemark, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

<sup>2</sup> Sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour.

constate une diminution réelle des euro-dépôts officiels en monnaies autres que le dollar. Fait plus important, les dépôts officiels en euro-dollars ont fléchi de \$9,4 milliards en 1981, revenant de \$84,4 milliards à \$75 milliards.

Le changement intervenu dans l'importance relative du marché américain et de l'euro-marché en tant que centres de placement des réserves apparaît encore plus prononcé, si l'on exclut du calcul les avoirs en devises des pays membres du Groupe des Dix (à l'exception de ceux des Etats-Unis), qui sont pour l'essentiel détenus sur le marché américain. Les réserves globales en devises du Groupe des Dix (Etats-Unis non compris) ont diminué de \$10,6 milliards en 1981; si l'on considère que ce fléchissement a porté en très grande partie sur les avoirs en dollars détenus aux Etats-Unis, on peut estimer que l'augmentation en 1981 des réserves détenues aux Etats-Unis par les pays extérieurs au Groupe des Dix, calculées sur la base des engagements publiés des Etats-Unis à l'égard des autorités monétaires étrangères, a été de l'ordre de \$12-14 milliards. Ce montant est du même ordre de grandeur que la contraction du total des dépôts officiels sur l'euro-

marché indiqué sur le tableau précédent, déduction faite de la fraction imputable aux variations de la valeur en dollars des dépôts officiels en euro-monnaies autres que le dollar.

Quels sont les facteurs qui ont pu être à l'origine de cette modification dans l'importance relative du marché américain et de l'euro-marché en tant que centres de placement des réserves des pays extérieurs au Groupe des Dix? En premier lieu, il se peut que la répartition géographique des gains et des pertes de réserves ait joué un rôle dans ce domaine. Vraisemblablement, les pays exportateurs de pétrole qui ont opéré des ponctions sur leurs réserves en 1981 l'ont fait en grande partie en réduisant leurs avoirs sur l'euro-marché, tandis que l'Arabie Saoudite, qui est entrée pour une part importante dans l'excédent global dégagé par la balance des opérations courantes des pays de l'OPEP en 1981, a sans doute placé une forte proportion de ce surplus sur le marché américain. En deuxième lieu, la rémunération très élevée offerte aux Etats-Unis par les valeurs à revenu fixe à plus long terme ainsi que la vigueur du dollar sur les marchés de change ont probablement conduit certaines banques centrales à modifier leur stratégie en matière de placement des réserves et à se détourner des compartiments dollar et non-dollar de l'euro-marché au profit du marché financier américain. Ce changement a pu permettre aux banques centrales d'obtenir de hauts rendements sur leurs réserves en dollars pendant une durée plus longue que si elles les avaient placées sous forme de dépôts à terme, ou de réaliser des plus-values en capital à la faveur de la baisse des taux du marché financier américain. En troisième lieu, certaines banques centrales ont sans doute considéré l'an dernier qu'elles s'exposaient à un risque accru en conservant leurs réserves en devises au sein du système bancaire international. Une preuve directe de cette attitude nous est fournie non seulement par la contraction des dépôts officiels sur l'euro-marché, mais également par le fait que, même aux Etats-Unis, les avoirs officiels étrangers sous forme de dépôts bancaires ont enregistré un léger fléchissement en 1981, de l'ordre de \$ 1 milliard, tandis que les portefeuilles officiels de valeurs à moyen et à long terme du Trésor américain et de titres non émis par le Trésor se sont gonflés de près de \$ 13 milliards.

En conclusion, on peut dire que ce changement d'orientation relatif des réserves en devises au profit des Etats-Unis a eu certaines répercussions sur la liquidité globale du reste du monde. Malgré les liens étroits entre l'euro-marché et le marché américain, l'arbitrage entre les deux n'est pas parfait, si bien que les transferts de réserves officielles d'un marché à l'autre n'entraînent pas des mouvements entièrement compensateurs de capitaux privés en sens inverse. Après plusieurs années caractérisées, comme on l'a vu, par des transferts de réserves du marché américain vers celui des euro-monnaies, le mouvement opéré l'an dernier en direction des Etats-Unis aura eu tendance à renforcer les autres facteurs qui ont contribué à la contraction de la liquidité internationale dans le reste du monde.

## 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 Suisse, la Banque a organisé des rencontres périodiques entre représentants des 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. Le Comité permanent des euro-monnaies, conformément au mandat qui lui a été confié en avril 1980 par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix de surveiller systématiquement l'évolution bancaire internationale, a continué de tenir, chaque trimestre, des réunions au cours desquelles il a examiné cette évolution et évalué son importance pour l'économie mondiale, les économies des divers pays et la solidité du système bancaire international dans son ensemble.

La Banque a poursuivi sa participation, en qualité d'observateur, aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international sur le 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 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 qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres du Groupe, ainsi qu'au Groupe de travail No 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données statistiques relatives au financement des excédents et des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix. Elle a également poursuivi la collecte, le contrôle et la diffusion de données statistiques concernant le marché des euro-monnaies et a continué d'être associée à d'autres travaux effectués par le Groupe des Dix et par l'OCDE, en servant, en particulier, de secrétariat au Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, institué par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix en décembre 1974.

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 systématiquement les séances des gouverneurs; un groupe spécialisé dans le

domaine des marchés des changes et des politiques d'intervention sur ces marchés (depuis le début de 1976, la composition de ce groupe varie selon la nature des travaux: ou il se limite aux pays de la CEE lorsqu'il traite par exemple du Système monétaire européen, ou il s'étend à d'autres pays industrialisés, tels que le Canada, les Etats-Unis, le Japon, la Norvège, la Suède et la Suisse); un groupe est chargé d'examiner périodiquement les politiques monétaires menées par les Etats membres et leur coordination au niveau communautaire, et également d'étudier spécialement certaines questions, par exemple, en 1981, les politiques d'endettement extérieur des pays de la CEE et le financement des déficits du secteur public par les banques centrales des pays de la CEE; enfin, un groupe a pour tâche de promouvoir l'harmonisation des instruments de politique monétaire utilisés par les Etats membres (ce groupe est commun au Comité monétaire de la CEE et au Comité des gouverneurs).

Comme au cours des années précédentes, ces comités et groupes se sont réunis à de nombreuses reprises en 1981-82, le plus souvent à Bâle, en vue généralement de préparer les délibérations des gouverneurs. En effet, le Comité des gouverneurs et le Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire, dans le cadre de leurs compétences et dans l'exercice de leurs missions, qui sont voisines et complémentaires, s'appuient sur les travaux des comités et groupes précités pour prendre diverses décisions relatives aux arrangements monétaires entre banques centrales ou pour élaborer des rapports et des avis, périodiquement ou à propos de questions spécifiques. Les documents des gouverneurs sont destinés, le plus souvent, aux ministres des Finances des pays de la CEE ou à la Commission des Communautés européennes.

Au cours de l'exercice 1981-82, une grande partie de l'activité du Comité des gouverneurs et, partant, de ses sous-comités et groupes d'experts a concerné la gestion du Système monétaire européen (SME) mis en place le 13 mars 1979. Il s'est agi en particulier:

- de veiller à l'application correcte des dispositions régissant ce système;
- de renforcer, comme le requiert le bon fonctionnement du SME, la coordination des politiques de change et des politiques monétaires internes menées par les banques centrales de la CEE.

Le Comité a également continué ses travaux sur l'évolution possible du SME. Les conditions politiques et économiques n'étant pas réunies pour permettre la mise en œuvre de la phase institutionnelle définitive prévue par la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978, ces travaux ont eu essentiellement pour but de dresser un bilan du fonctionnement du SME depuis sa mise en place et d'examiner, à la lumière de cette expérience de trois années, les possibilités d'apporter des aménagements techniques aux mécanismes du système. Enfin, compte tenu des répercussions sur les Etats membres de l'évolution des taux de change et des taux d'intérêt en dehors de la CEE, le Comité des gouverneurs s'est penché sur les possibilités d'une meilleure coordination des politiques menées dans ces domaines par certains pays tiers et par les pays de la Communauté.

La Banque a continué d'assurer le secrétariat du Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse. Au cours de l'exercice 1981-82, les membres du Groupe ont procédé à un échange d'informations sur les réseaux de transmission de données en usage ou en cours de réalisation et sur les travaux que mènent diverses instances, en particulier l'Organisation internationale de normalisation (ISO), dans le but de faciliter l'interconnexion de ces réseaux. Le Groupe a, en outre, entamé une deuxième révision du livre sur la sécurité et la fiabilité des systèmes électroniques de paiements, jugeant notamment que les questions spécifiques que posent la multiplication des mini-ordinateurs et des micro-ordinateurs et la généralisation de leur emploi par le grand public méritaient d'être prises plus largement en considération. Enfin, un effort de réflexion a également été entrepris sur les conséquences que l'emploi combiné des ressources de l'informatique et des télécommunications pour l'exécution des travaux de bureau ne manquera pas d'avoir, à terme, sur l'organisation des banques centrales.

Depuis l'été 1981, la Banque assure le secrétariat d'un nouveau Groupe d'experts sur les systèmes de paiements dont les membres appartiennent aux banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse. Le Groupe s'est réuni chaque trimestre, depuis octobre 1981, pour examiner les changements en cours et prévus dans les systèmes de paiements nationaux et internationaux par suite de l'application de technologies nouvelles, ainsi que les répercussions éventuelles de ces changements sur la structure des systèmes bancaires et sur les banques centrales elles-mêmes. Le Groupe s'efforcera, en particulier, de déterminer si l'application de technologies nouvelles aux systèmes de paiements risque d'influencer la conduite de la politique monétaire.

La banque de données de la BRI a été conçue et mise au point pour répondre aux besoins des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse, ainsi qu'à ceux de la BRI elle-même. Sous l'égide du Groupe d'experts des banques centrales sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques, dont la BRI assume le secrétariat, de nouveaux progrès ont été accomplis tant en ce qui concerne les procédures de notification que les techniques d'utilisation de ce service centralisé. Au cours de l'exercice, les travaux préparatoires à l'extension de l'échange de séries chronologiques macro-économiques entre les banques centrales et la BRI se sont poursuivis. Des progrès ont également été effectués dans l'automatisation de la transmission et de l'utilisation des statistiques sur les euro-monnaies.

Etant donné les bons résultats obtenus au cours de la première année de fonctionnement de la banque de données sur le propre ordinateur de la Banque, des améliorations techniques ont été apportées en vue de parvenir progressivement à offrir une vaste gamme de services. En outre, des liaisons par télécommunications ont été établies entre les centres de données de la plupart des banques centrales et celui de la BRI. Ce réseau permettra, le moment venu, l'échange rapide d'informations entre les participants, ce qui constitue l'un des principaux objectifs du projet.

## 2. Opérations de la Banque

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1982, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.\*

\* \*  
\*

Le total du bilan au 31 mars 1982 s'établit à	F 19.056.758.395
contre, au 31 mars 1981,	F 19.726.245.562
La diminution est ainsi de	F 669.487.167

Alors que le total du bilan à la fin des deux exercices précédents avait varié considérablement, le mouvement net enregistré au cours du dernier exercice social est beaucoup moins important. Sans la perte de valeur, exprimée en franc or, des monnaies autres que le dollar EU, le changement aurait été encore plus faible.

Les cours de change de ces monnaies au début et à la fin de l'exercice ont, en effet, varié sensiblement, à l'exception de celui du franc suisse qui est resté pratiquement inchangé. Entre ces deux dates cependant, la valeur en franc or du franc suisse, comme celle des autres monnaies, a subi de fortes fluctuations.

En cours d'exercice, le total du bilan atteignait son chiffre le plus bas, soit 18.440 millions de francs, à fin août 1981, le plus élevé, soit 20.214 millions de francs, à fin décembre 1981, un taux de variation nettement moins important que dans le courant de l'exercice 1980-81.

BRI: évolution du total du bilan au cours des trois derniers exercices

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs		en pourcentage
1980	24.409	+ 5.308	+ 28
1981	19.726	- 4.683	- 19
1982	19.057	- 669	- 3

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);

\* Dans le texte ci-après, l'expression «francs» (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indication contraire. 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 au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or=\$EU 1,941 49...); tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

- 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 1.290 millions de francs au 31 mars 1982, contre 1.190 millions au 31 mars 1981, soit une progression de 100 millions.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

BRI: évolution de la composition des ressources  
au cours des trois derniers exercices  
(après la répartition proposée à l'Assemblée générale)

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
1980	887	23.239	283	24.409
1981	937	18.539	250	19.726
1982	987	17.778	292	19.057

A. Capital, réserves et passifs divers

a) Capital libéré F 295.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé à 1.500 millions de francs; il en est de même du capital émis, qui se subdivise en 473.125 actions libérées de 25%.

b) Réserves

L'évolution des diverses réserves, qui sont passées en revue ci-après, figure au tableau se trouvant à la fin du présent Rapport, sous point I.

1) *Fonds de réserve légale* F 30.070.313

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

2) *Fonds de réserve générale*

après répartition du bénéfice net de 1981-82 F 437.152.793  
contre 417,2 millions de francs; un transfert de 20 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 1981-82 F 21.530.055  
 contre 19,5 millions de francs. Comme à la fin de l'exercice précédent, il a été  
 proposé de transférer de nouveau à ce fonds un montant de 2 millions à imputer  
 sur le bénéfice.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1981-82 F 202.730.236  
 contre 174,7 millions de francs. Il a été recommandé d'affecter une somme de  
 28 millions à ce fonds par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves, après répartition du bénéfice net 1981-82,  
 s'élève ainsi à F 691.483.397  
 contre 641,5 millions de francs au début de l'exercice, soit une augmentation de  
 50 millions ou de 7,8%. A la clôture de l'exercice précédent, un montant identique  
 avait été imputé sur le bénéfice pour être transféré aux réserves en question.

c) Le poste «Divers» s'établit à F 274.639.044  
 contre 232,8 millions de francs, soit une augmentation de 41,8 millions.

d) Compte de profits et pertes *avant* répartition F 66.938.821  
 correspondant au bénéfice net de l'exercice 1981-82.

Les détails de la répartition proposée, effectuée conformément aux disposi-  
 tions de l'article 51 des Statuts, figurent dans la Section 3 ci-après. Une somme de  
 16.938.821 francs, contre 17.004.609 francs pour l'exercice précédent, sera notam-  
 ment prélevée sur le bénéfice net au titre du dividende de 135 francs suisses par  
 action payable le 1er juillet 1982. Le montant du dividende en francs suisses reste  
 inchangé par rapport à l'exercice précédent.

**B. Fonds empruntés**

Les tableaux ci-après indiquent l'*origine*, la *nature* et la *durée* des ressources  
 empruntées par la Banque.

BRI: fonds empruntés d'après leur *origine*

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1981	1982	
	en millions de francs		
Dépôts des banques centrales . . . . .	18.431	17.396	- 1.035
Dépôts des autres déposants . . . . .	108	382	+ 274
Total . . . . .	18.539	17.778	- 761



Comme au cours de l'exercice précédent, les «Dépôts des banques centrales» sont en baisse, cette réduction étant cependant nettement plus faible (-5,6%, contre -18%). Cette différence est due principalement aux retraits de dépôts en deutsche marks, compensés en partie seulement par de nouveaux apports en dollars EU et francs suisses. Il est à rappeler que la baisse des ressources en monnaies autres que le dollar EU est accentuée par la perte de valeur en franc or de celles-ci, en particulier par la dépréciation portant sur l'encours des dépôts en deutsche marks. Les dépôts en or sont restés très stables.

Les «Dépôts des autres déposants» progressent, surtout en valeur relative. Ce mouvement est dû à l'accroissement des dépôts en dollars EU indexés sur le droit de tirage spécial (DTS).

La part des «Dépôts des banques centrales» comparée à l'ensemble des fonds empruntés se réduit quelque peu, pour passer de 99,4 à 97,9%.

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

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Total		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1981	1982		1981	1982		1981	1982	
en millions de francs									
A vue . . . . .	4.647	4.662	+ 15	276	362	+ 86	4.923	5.024	+ 101
A 3 mois au maximum . . .	30	29	- 1	11.671	11.122	- 549	11.701	11.151	- 550
A plus de 3 mois . . . . .	4	-	- 4	1.911	1.603	- 308	1.915	1.603	- 312
Total . . . . .	4.681	4.691	+ 10	13.858	13.087	- 771	18.539	17.778	- 761

Par rapport au total des fonds empruntés, le pourcentage des dépôts en monnaies passe de 74,8 à 73,6%, celui des dépôts en or de 25,2 à 26,4%.

Si l'on tient compte de la durée des dépôts, les dépôts à vue augmentent de 26,6 à 28,3%; l'ensemble des dépôts à terme, par contre, tombe de 73,4 à 71,7%.

a) Dépôts en or F 4.691.028.405

Au début de l'exercice, l'encours s'élevait à 4.681 millions de francs. La faible progression observée résulte d'un léger accroissement des comptes à vue, compensé en partie par une légère diminution des comptes à terme.

b) Dépôts en monnaies F 13.086.965.603

Ce poste atteignait 13.858 millions à la fin de l'exercice précédent. On observe donc une réduction de 771 millions ou de 5,6% (-26,1% en 1980-81); ce montant représente en fait la différence entre l'accroissement des comptes à vue et la réduction de l'ensemble des dépôts à terme. On peut relever, en outre, que l'encours des fonds reçus à terme de plus de trois mois se réduit plus fortement en termes relatifs (-16,1%) que celui des fonds reçus pour des durées inférieures (-4,7%).

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)

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

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

Nature	Exercice clos le 31 mars				Différences		
	1981		1982				
	en millions de francs						
Avoirs à vue							
Or . . . . .	5.437		5.479		+	42	
Monnaies . . . . .	16	5.453	11	5.490	-	5	+ 37
Bons du Trésor							
Monnaies . . . . .		226		417			+ 191
Dépôts à terme et avances							
Or . . . . .	41		58		+	17	
Monnaies . . . . .	12.776	12.817	11.561	11.619	-	1.215	- 1.198
Titres à terme							
Monnaies . . . . .		1.086		1.471			+ 385
<b>Total</b>							
Or . . . . .	5.478		5.537		+	59	
Monnaies . . . . .	14.104	19.582	13.460	18.997	-	644	- 585

a) Or F 5.478.526.941  
 contre 5.437 millions de francs, soit une progression de 42 millions ou de 0,8%. Au cours de l'exercice précédent, ce poste avait augmenté de 124 millions ou de 2,3%. La différence de 42 millions résulte, d'une part, des mouvements qui se sont produits sur des comptes à vue des diverses banques centrales – apports nets d'or – et du remboursement d'un dépôt à terme et, d'autre part, de l'or remis par des banques centrales à l'occasion de la conclusion de nouveaux swaps contre diverses monnaies, l'or ayant été acheté au comptant. Divers placements (voir sous d)) ont en outre été effectués sur le marché.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 10.808.523  
 contre 16 millions de francs à la fin de l'exercice précédent.

c) Bons du Trésor F 417.483.063  
 contre 226 millions de francs, soit une hausse de 191 millions ou de 84,5%. Cette progression est liée aux opérations de pension conclues avec une banque centrale.

d) Dépôts à terme et avances F 11.619.385.995  
 contre 12.817 millions au 31 mars 1981. Ce poste enregistre donc une baisse de 1.198 millions ou de 9,3%, due essentiellement à une forte contraction des placements en deutsche marks. Les retraits en cette monnaie ont été compensés en

partie par de nouvelles opérations en francs suisses essentiellement et en diverses autres monnaies.

On peut en outre mentionner qu'il existe certaines différences dans la composition par monnaie des actifs et passifs de la Banque, dues aux nouvelles transactions conclues en dollars EU indexés sur le DTS; la Banque se couvre en vendant au comptant une partie des dollars EU contre les autres monnaies constituant le « panier » du DTS et les place simultanément.

Le volume total des facilités accordées aux banques centrales s'est accru au cours de la période sous examen, celles qui ont été octroyées sous forme de swaps monnaies diverses (cédées au comptant) contre or étant cependant en régression. Comme mentionné précédemment, quelques nouveaux placements en or ont été effectués sur le marché.

e) Titres à terme F 1.470.968.509  
contre 1.086 millions de francs, soit une hausse de 385 millions.

Ce mouvement est essentiellement dû au volume nettement plus important de certificats de dépôt émis par des banques sises aux Etats-Unis ainsi qu'à l'accroissement du montant des obligations du secteur public détenues en portefeuille.

Le tableau ci-après 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
	1981	1982	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . . . .	9.914	8.988	- 926
A plus de 3 mois . . . . .	3.989	4.102	+ 113
<b>Total . . . . .</b>	<b>13.903</b>	<b>13.090</b>	<b>- 813</b>

L'encours des opérations d'une durée maximum de trois mois est en baisse par suite de la réduction des placements en monnaies, lesquels ont été compensés, en partie, par l'achat de titres.

L'ensemble des opérations ayant plus de trois mois à courir est, par contre, en hausse, le montant des papiers achetés ayant été plus important que celui des placements venus à échéance.

On peut ainsi constater que la durée des transactions en cours se rallonge quelque peu.

Les opérations du premier groupe représentent 68,7%, celles du deuxième 31,3%, contre 71,3 et 28,7% respectivement l'année précédente.

f) Divers F 59.585.363

contre 144 millions de francs, soit une réduction de près de 84 millions due à des ajustements d'ordre comptable.

#### Opérations à terme sur or

Ces transactions, dont le montant figure dans la note 2 complémentaire au bilan, montrent un solde négatif de F 183.551.737 contre un solde négatif de 135 millions en début d'exercice.

Cette différence de 49 millions est due, en particulier, à l'augmentation du poids de l'or impliqué dans les transactions en cours, conclues sous forme de swaps or (revendu à terme) avec des banques centrales (voir ci-dessus «Divers»).

\* \*  
\*

Comme le total du bilan de la Banque n'a baissé que légèrement, son activité opérationnelle n'en a pas été affectée et s'est maintenue à un niveau élevé.

### 3. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-deuxième exercice clos le 31 mars 1982 font apparaître un excédent net d'exploitation de 67.796.486 francs, contre 68.061.940 francs au titre du précédent exercice. L'augmentation, sur l'ensemble de l'exercice, du revenu produit par les fonds propres de la Banque détenus en monnaies a été un peu plus que compensée par la réduction du revenu net tiré de ses ressources empruntées, dont le niveau moyen a été notablement plus faible qu'en 1980-81.

Le revenu net d'exploitation est indiqué après déduction de 15.571.675 francs au titre des frais d'administration, qui ont diminué par rapport au chiffre de l'exercice précédent (17.050.122 francs) en raison de la baisse, intervenue au cours de l'exercice, de la valeur en franc or du franc suisse, monnaie dans laquelle la majeure partie des dépenses de la Banque sont encourues; en termes de francs suisses, le total des frais d'administration a en fait légèrement augmenté.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 857.665 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels». A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 66.938.821 francs, contre 67.004.609 francs pour l'exercice précédent. 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 66.938.821 francs de la manière suivante:

- i) une somme de 16.938.821 francs est affectée au paiement d'un dividende de 135 francs suisses par action;
- ii) un montant de 20.000.000 de francs est transféré au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 2.000.000 de francs est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) un montant de 28.000.000 de francs, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transféré au Fonds de réserve libre que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1982 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1982.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution des réserves de la Banque 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 1982 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

#### **4. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier, et comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux**

Le tableau ci-après indique les soldes au 1er avril 1982 des emprunts garantis émis 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 1981-82, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 60.000 francs au titre des intérêts et d'environ 900.000 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 600.000 francs.                    ¶

En ce qui concerne les fonctions de Trustee assumées par la Banque 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), il convient de se reporter au Chapitre VIII du cinquantième Rapport annuel de la Banque.

**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 <sup>er</sup> avril 1982	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
2 <sup>o</sup>	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	12.000.000	3½	1982
4 <sup>o</sup>	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000	1.200.000	3½	1982
10 <sup>o</sup>	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	7.648.011	5¾	1982
15 <sup>o</sup>	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	28.105.456	5¼	1986

**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<sup>er</sup> 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».

En sa qualité d'Agent du Fonds, la Banque remplit principalement deux séries de tâches: d'une part, celles qui ont trait au fonctionnement du Système monétaire européen; d'autre part, les fonctions relatives à l'exécution des transactions financières liées aux opérations d'emprunt communautaire destinées au soutien des balances des paiements des pays membres de la CEE.

1) Dans le premier cas, la mission de la Banque consiste essentiellement:

a) à enregistrer en unités monétaires européennes (Ecus), dans les livres du Fonds:

– les dettes et créances, à l'égard du Fonds, des banques centrales de la CEE participant au mécanisme de change du SME, qui résultent des interventions effectuées par ces institutions en monnaies des partenaires et notifiées à l'Agent;

- les règlements immédiats ou périodiques de ces dettes et créances à très court terme;
- b) à exécuter les opérations de création, d'utilisation et de rémunération des Ecus:
  - en concluant au nom et pour le compte du Fonds des opérations de swap (crédits croisés) avec chacune des banques centrales de la CEE (à l'exception de la Banque de Grèce), qui comportent la cession d'Ecus à ces institutions contre cession par celles-ci de 20% de leurs avoirs en or et 20% de leurs réserves brutes en dollars EU. Ces opérations de swap sont renouvelées tous les trois mois et font l'objet des ajustements nécessaires afin, d'une part, 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 EU existant à la fin du mois précédant la date de renouvellement et, d'autre part, de tenir compte des modifications des cours de l'or et du dollar EU vis-à-vis de l'écu;
  - en confiant, au nom du Fonds, aux banques centrales cédantes la gestion des avoirs en or et en dollars EU 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 cadre du mécanisme de change du SME et par le paiement des intérêts qui sont calculés sur les positions nettes en Ecus des banques centrales;
- c) à inscrire dans les livres du Fonds les opérations réalisées dans le cadre du soutien monétaire à court terme instauré en février 1970. Cette facilité n'a cependant pas été mise en œuvre depuis 1974, date à laquelle elle a été utilisée par la Banque d'Italie.

Durant la période du 1er avril 1981 au 31 mars 1982, la partie des interventions effectuées par les banques centrales participant au mécanisme de change qui a donné lieu à une comptabilisation en Ecus dans les livres du FECOM a atteint un volume global d'environ 8,5 milliards d'Ecus.

Au 31 mars 1982, le volume global des Ecus émis par le Fonds s'élevait à un peu plus de 42 milliards d'Ecus, soit un montant de dollars EU à peu près équivalent au taux de change en vigueur à cette date. Ce volume a été créé en contrepartie des apports faits par toutes les banques centrales de la CEE, à l'exception de la Banque de Grèce, étant donné que l'entrée de ce pays dans la Communauté, à dater du 1er janvier 1981, n'a pas entraîné sa participation au SME. Ces avoirs en Ecus ont été utilisés, en partie, par plusieurs banques centrales de la CEE, en vue essentiellement de régler partiellement ou intégralement les dettes résultant des interventions mentionnées ci-dessus.

2) 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 principalement les tâches suivantes:

- elle assure l'exécution des paiements liés à ces opérations d'emprunt et de prêt 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 bénéficiaire final du versement;
- elle comptabilise ces opérations financières dans les livres du Fonds;
- 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.

Au cours de l'exercice 1981–82, la Banque, en sa qualité d'Agent du Fonds, a exécuté les paiements des intérêts dus et de commissions, ainsi que le remboursement de la deuxième tranche de \$EU 45 millions d'un emprunt de \$EU 100 millions émis en 1977, et a procédé au remboursement intégral d'un autre emprunt de \$EU 100 millions placé en 1976 par la Communauté économique européenne. Par suite de ces remboursements, les emprunts représentaient, à la date du 31 mars 1982, un ensemble de cinq opérations portant au total sur \$EU 930 millions et DM 500 millions, dont environ 85% 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 initiale moyenne est supérieure à 5 ans.

Par ailleurs, il y a lieu de rappeler qu'un Règlement du Conseil des Communautés européennes du 16 mars 1981 a simplifié les procédures de mise en œuvre des emprunts communautaires et a porté le plafond à 6 milliards d'Ecus, ce qui représente pratiquement un triplement du potentiel de prêt du mécanisme par rapport au volume antérieur. Toutefois, depuis cet aménagement, aucune nouvelle opération n'a été conclue.

## **6. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction**

Au cours de la séance du Conseil tenue le 10 novembre 1981, le Président, le Dr Jelle Zijlstra, a annoncé que, suite à sa décision de quitter son poste de Président de la Nederlandsche Bank à la fin de décembre 1981, il présentait sa démission des fonctions de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque des Règlements Internationaux à compter de la même date. Le Dr Zijlstra occupait ces deux fonctions depuis le 1er juillet 1967. Le Vice-Président a exprimé au Dr Zijlstra la très sincère gratitude du Conseil pour les éminents services qu'il a rendus à la Banque durant son mandat de quatorze ans et demi, ce qui constitue un record dans l'histoire de la Banque.

Au cours de la même séance, le Conseil a élu, conformément à l'article 38 des Statuts, le Dr Fritz Leutwiler, Président de la Direction générale de la Banque



Nationale Suisse, aux postes de Président du Conseil d'administration et de Président de la BRI pour une période de trois ans à compter du 1er janvier 1982.

Le mandat de Vice-Président du Conseil de Lord O'Brien of Lothbury venant à expiration le 28 février 1982, le Conseil, lors de sa séance du 9 février 1982, l'a réélu à ce poste, conformément à l'article 38 des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 28 février 1985.

Les autres modifications survenues dans la composition du Conseil d'administration ont été les suivantes (par ordre chronologique):

Le Baron Ansiaux, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 août 1981, a été de nouveau nommé à ce poste en juillet 1981 par M. de Strycker, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour une nouvelle période prenant fin le 31 janvier 1982.

En septembre 1981, le Prof. Paolo Baffi, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 novembre 1981, a été reconduit dans ses fonctions, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par le Dr Ciampi, Gouverneur de la Banque d'Italie, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 7 novembre 1984.

A la suite de sa démission des fonctions de Président de la Nederlandsche Bank à la fin de décembre 1981, le Dr Zijlstra a également cessé de siéger au Conseil d'administration de la BRI. Au cours de la séance du Conseil tenue le 8 décembre 1981, le Dr W.F. Duisenberg, qui avait été désigné pour succéder au Dr Zijlstra au poste de Président de la Nederlandsche Bank, a été élu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, administrateur pour la période non expirée du mandat du Dr Zijlstra, à savoir jusqu'au 31 mars 1982.

Au cours de la même séance, le Dr Johann Schöllhorn, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 décembre 1981, a été de nouveau nommé à ce poste, conformément à l'article 27(2) des Statuts, par M. Pöhl, Président de la Deutsche Bundesbank, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 décembre 1984.

Le mandat du Baron Ansiaux venant à expiration le 31 janvier 1982, le Président, au cours de la séance du Conseil tenue le 12 janvier 1982, a rendu hommage aux services éminents que, durant un mandat d'une durée exceptionnellement longue, le Baron Ansiaux a rendus tant à la Banque qu'à la coopération entre banques centrales, d'abord en qualité de suppléant, puis en qualité d'administrateur d'office, et enfin d'administrateur nommé.

Le Président a informé le Conseil, à la séance que celui-ci a tenue le 9 février 1982, que le Dr Ciampi, Gouverneur de la Banque d'Italie, avait nommé le Dr Lamberto Dini pour être son suppléant à la place du Dr Mario Sarcinelli. Le Président a exprimé au Dr Sarcinelli la gratitude de la Banque pour les précieux services qu'il lui a rendus.

A la fin de février 1982, M. Cecil de Strycker a démissionné de son poste de Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique et a été remplacé le 1er mars par

M. Jean Godeaux, qui est devenu de ce fait administrateur d'office. Au cours de la séance du Conseil tenue le 9 mars 1982, le Président a annoncé que M. Godeaux, conformément à l'article 27(2) des Statuts, avait nommé M. de Strycker administrateur pour une période de trois ans prenant fin le 28 février 1985. Le Président a également exprimé la satisfaction du Conseil en apprenant que M. de Strycker, qui en était membre d'office depuis février 1975, demeurerait au sein du Conseil d'administration.

Au cours de la même séance, le Dr W.F. Duisenberg, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1982, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1985.

Le Président a également annoncé, lors de cette séance, que la Banque avait décidé de promouvoir M. R.G. Stevenson au grade de Directeur Suppléant à compter du 1er avril 1982.

## CONCLUSION

Après avoir subi l'impact inflationniste du deuxième choc pétrolier, le monde industriel occidental s'est engagé dans un processus de «désinflation» en mettant en œuvre des politiques anti-inflationnistes rigoureuses. L'efficacité de ces politiques commence maintenant à se faire sentir sous la forme d'une nette décélération de la hausse des prix dans bon nombre de pays. Dans le même temps, leur orientation restrictive a continué de peser sur le rythme d'une croissance déjà ralentie depuis bientôt une dizaine d'années sous l'influence d'autres facteurs. Le contraste entre les succès incontestables de l'action anti-inflationniste des autorités et l'ampleur de ce que certains considèrent comme son coût inacceptable alimente un débat qui, avec une intensité variable selon les pays, domine de plus en plus la scène politique.

Un débat constructif sur ce problème est entravé par le fait que le processus de désinflation dans lequel les pays industriels se trouvent engagés constitue une expérience nouvelle. Les ressemblances partielles avec des expériences précédentes ne manquent certes pas; mais c'est précisément parce qu'elles sont partielles que leur évocation risque autant d'induire en erreur que d'éclairer l'analyse. Il en va ainsi tout particulièrement des fréquentes références à la grande crise des années 1929-32.

Trois particularités de la situation actuelle méritent d'être mises en relief, eu égard à leur importance pour la formulation des recommandations politiques: le fardeau de la lutte anti-inflationniste repose principalement sur les politiques monétaires, surtout aux Etats-Unis; l'inflation de l'après-guerre a été fort différente des inflations antérieures — par conséquent, le processus de désinflation doit l'être aussi; enfin, le contexte international actuel est caractérisé par un degré très élevé d'intégration commerciale et financière de l'économie mondiale. La première de ces particularités, et son rôle dans le maintien de taux d'intérêt réels élevés, ont fait l'objet de commentaires détaillés dans le chapitre introductif. Quelques observations s'imposent au sujet des deux autres.

L'inflation des trente dernières années ne ressemble ni aux hausses conjoncturelles des prix propres aux fluctuations cycliques traditionnelles, ni aux explosions d'hyperinflation qui avaient été enregistrées dans certains pays d'Europe centrale au lendemain des deux guerres. Elle s'en distingue tant par sa durée que par son accélération tendancielle: à quelques exceptions près, l'âge d'or des années soixante n'a pas été tellement «doré» en termes de stabilité des prix. Dans un certain nombre de pays, l'expérience inflationniste a affecté la vie d'une génération tout entière. Les agents économiques ont graduellement appris à vivre avec l'inflation et, jusqu'il y a quelques années, ils n'ont pas vécu tellement mal; en fait, les pays industriels du monde occidental, pris dans leur ensemble, n'avaient jamais connu dans leur histoire une hausse aussi rapide et aussi régulière du niveau de vie. Par voie de conséquence, les anticipations inflationnistes se sont profondément enracinées; de plus, une forte résistance s'est développée à toute diminution du

revenu réel et, a fortiori, nominal, cette résistance s'étendant d'ailleurs non seulement aux salariés, mais aussi à toutes les catégories socio-économiques. Ce n'est que tout récemment que cette résistance a eu tendance à s'atténuer.

Dans ce contexte, le dosage de politiques macro-économiques restrictives adoptées au lendemain du second choc pétrolier a créé une situation qui diffère fortement des précédentes périodes de récession. Bien qu'en poussant les taux d'intérêt réels vers le haut ces politiques aient nécessairement eu pour effet de peser davantage sur les bénéfices des entreprises, les revenus réels des ménages sont demeurés, en moyenne, assez stables. En conséquence, l'activité économique globale a fait preuve d'une vigueur relativement soutenue et n'a guère fléchi dans l'ensemble du groupe des pays occidentaux industrialisés. En même temps, la combinaison d'une croissance lente et du maintien des salaires réels à des niveaux historiquement élevés a provoqué une nette augmentation du chômage et s'est révélée incompatible avec une reprise des investissements.

La conclusion pratique qui s'impose est que, dans le monde d'aujourd'hui, le processus qui devrait mettre un terme à l'inflation ne peut être que long et pénible. Il n'y a pas de remède-miracle, faisant table rase de l'expérience des trente dernières années. Ce serait un leurre que d'espérer que la simple annonce de la poursuite de politiques anti-inflationnistes puisse avoir un effet décisif sur la formation effective des prix; en revanche, le moindre relâchement de ces politiques serait susceptible de réaccélérer le rythme de l'inflation, étant donné le profond scepticisme de l'opinion publique à l'égard de la volonté et de la capacité des gouvernements de persévérer dans leur lutte pour une plus grande stabilité des prix.

Le cadre international dans lequel se déroule le processus de désinflation présente aussi des particularités dont les recommandations de politique économique doivent tenir compte. Tous les pays industriels, la plupart des pays en voie de développement et certains pays socialistes opèrent avec une économie plus ouverte que jamais sur l'extérieur. La part du produit national directement tributaire des échanges extérieurs de biens et de services s'est sensiblement relevée. Les mouvements de capitaux ont pris une ampleur sans précédent dans le sillage des grands déséquilibres qui ont affecté les paiements courants. Les crédits bancaires ont notamment joué un rôle capital dans cette évolution. C'est ainsi que les engagements internationaux des banques occidentales n'ont pas cessé de se développer par rapport aux créances et aux dettes intérieures. Bref, le monde a atteint un degré d'interdépendance économique inégalé dans l'histoire.

Cette forte interdépendance est évidemment propice à la transmission rapide des influences conjoncturelles. Elle rend aussi chacun des pays plus vulnérable aux incidences, inflationnistes ou dépressives, des grands mouvements des cours de change, comme à celles qu'engendre l'instabilité accrue des marchés des changes. Elle accélère la diffusion internationale de taux d'intérêt élevés. Ces observations assez évidentes doivent être complétées par d'autres. L'interdépendance croissante est allée de pair avec certaines mutations structurelles — qu'on peut appeler «chocs» extérieurs quand elles se produisent brutalement — et avec des événements politiques qui ont introduit, eux aussi, de nouveaux éléments d'instabilité dans l'économie mondiale.

Parmi ces chocs, les deux explosions du prix du pétrole sont les plus souvent citées et les mieux analysées. On risque d'oublier, en revanche, que la disparition récente de l'excédent de l'OPEP, qui constitue sans aucun doute un événement fort favorable, a aussi des retombées négatives, ne serait-ce qu'en modifiant radicalement la capacité d'absorption commerciale de certains pays producteurs de pétrole, et en imposant ainsi une nouvelle orientation aux flux commerciaux. Une mutation moins brusque, mais peut-être encore plus durable, est celle qui constitue la contrepartie de l'heureux décollage de certains pays en voie de développement, dont l'industrie est maintenant en concurrence active avec de larges secteurs des pays industriels avancés. Enfin, le climat politique international s'est dégradé. Les relations Est-Ouest se sont progressivement refroidies. Les conflits ou éruptions politiques, souvent armés, ont augmenté en nombre. La coopération entre pays occidentaux dans le domaine de la politique économique internationale s'est graduellement relâchée. Le contraste est frappant, et préoccupant, entre un monde intégré aux plans économique et financier et un monde fragmenté au point de vue politique.

Fort heureusement, la scène internationale ne comporte pas que ces aspects négatifs. Même si la coopération entre Etats présente des failles, le monde s'est maintenant doté, par comparaison avec la période d'entre les deux guerres, d'organisations internationales qui, tout en subissant le poids des évolutions politiques défavorables, ont résisté aux épreuves du temps. En encourageant les négociations commerciales en profondeur, le GATT a réussi à préserver jusqu'à présent l'essentiel de la nature libérale et multilatérale du commerce international des menaces du protectionnisme. L'OCDE a fourni aux pays industriels un cadre de discussion utile pour examiner tous les aspects de la politique économique et financière. La Communauté économique européenne fonctionne comme un véritable marché commun pour la majorité des pays européens occidentaux. La Banque mondiale a poursuivi son action efficace dans le financement du processus de développement. Enfin et surtout, le FMI a repris un rôle actif dans l'octroi de prêts conditionnels et, par ce biais, dans la promotion du processus d'ajustement international.

Dans une telle situation, dominée par la désinflation et les incertitudes internationales, les responsables de la politique économique sont confrontés à trois séries de questions interdépendantes. Faut-il poursuivre la politique anti-inflationniste et, si oui, comment? Quelles sont les mesures à prendre pour que le processus de désinflation ne sape pas le potentiel de croissance future, mais prépare, au contraire, le terrain pour une reprise durable? En attendant cette reprise, quelles sont les politiques préventives à mettre en œuvre pour éviter que la quasi-stagnation des économies industrielles, corollaire temporaire mais inévitable de la désinflation, ne provoque un véritable dérapage de l'économie mondiale?

Les gouvernements des pays industriels n'ont simplement d'autre choix que de persévérer dans la poursuite de leurs politiques de lutte contre la hausse des prix. En présence d'anticipations inflationnistes qui n'ont pas encore désarmé, le relâchement de ces politiques raviverait très vite la hausse des prix et conduirait rapidement à la pire des situations: les sacrifices consentis dans la lutte contre

l'inflation auraient été vains et les pays industriels devraient affronter à nouveau, après un bref répit, les mêmes problèmes, mais qui auraient pris une acuité accrue.

Mais comment poursuivre la politique anti-inflationniste jusqu'à ce que la hausse des prix soit maîtrisée? Deux suggestions découlent de l'analyse présentée dans ce Rapport. Toutes deux concernent le dosage des moyens d'action — la «policy mix». En premier lieu, il serait souhaitable d'assortir les politiques macro-économiques globalement restrictives de mesures ponctuelles tendant à peser directement ou indirectement sur la hausse des revenus et, en particulier, des salaires — ceci, dans le double but de freiner l'accroissement du chômage et de rétablir la rentabilité des entreprises. Il est proposé, en second lieu, d'alléger sensiblement le fardeau porté par la politique monétaire dans la mise en œuvre des politiques de régulation de la demande globale — ceci, afin d'amorcer la détente des taux d'intérêt réels.

Certes, le freinage de l'expansion du PNB en valeur nominale est indispensable pour mener à bien la lutte contre l'inflation. Lui seul permet, en effet, de créer les conditions d'une offre excédentaire sur le marché des biens et services, indispensables au succès de toute politique de stabilisation. En l'absence de ce freinage, on voit mal comment les anticipations inflationnistes pourraient être durablement infléchies. Mais la lenteur avec laquelle les salaires nominaux, voire réels, réagissent à une politique macro-économique restrictive rend celle-ci extrêmement coûteuse par les pertes de production et d'emplois qu'elle comporte.

Il conviendrait donc de la compléter par des actions qui permettraient de ralentir la hausse des salaires nominaux, autrement qu'en créant du chômage et aussi plus rapidement que ne pourrait y parvenir le seul excédent de l'offre de travail. La mise en œuvre de telles politiques ne saurait se faire de manière uniforme dans l'ensemble des pays occidentaux. Elle devrait s'adapter, au contraire, aux particularités des divers pays et pourrait donc revêtir des formes très variées.

Une action rapide et efficace pour maîtriser l'évolution des salaires apparaît comme une nécessité non seulement dans le but d'enrayer le développement du chômage, mais aussi en vue de préparer les bases d'une reprise durable. La hausse excessive des salaires réels dans la plupart des pays occidentaux, et récemment encore en Europe, porte une responsabilité majeure dans l'effritement des marges bénéficiaires des entreprises et, partant, dans le recul des investissements. Aussi longtemps que cette tendance ne sera pas inversée, la formation de capital fixe ne reprendra pas et le flux limité d'investissements qui aura subsisté servira surtout à réaliser des économies de main-d'œuvre.

Dans le cadre d'une politique globale de la maîtrise de la croissance du PNB en valeur nominale, il y aurait place également pour une nette modification du rôle respectif des politiques monétaires et budgétaires. Cette remarque s'applique à la quasi-totalité des pays industriels, mais concerne les Etats-Unis un peu plus que les autres, eu égard au niveau particulièrement élevé des taux d'intérêt réels américains. Une politique budgétaire plus restrictive s'y impose pour deux raisons essentielles. D'une part, parce que le conflit entre les deux politiques est le plus

marqué aux Etats-Unis; de l'autre, parce que c'est là-bas que, sous l'influence des innovations financières et des anticipations des agents économiques, les choix ouverts aux autorités monétaires semblent des plus réduits.

Le but à poursuivre est de mettre fin à une situation dans laquelle les taux d'intérêt réels excessifs se combinent avec la montée continue des salaires nominaux ou, dans certains cas, des salaires réels, car une telle situation engendre inévitablement des influences dépressives tant sur le niveau de l'emploi que sur celui des investissements. Il faut reconnaître, en revanche, que si les orientations qui viennent d'être esquissées peuvent contribuer à enrayer l'extension du chômage et à préparer la reprise des investissements, elles ne sont pas de nature à relancer, à court terme, l'activité. Une politique anti-inflationniste persévérante implique temporairement, presque par définition, une croissance ralentie, voire une quasi-stagnation des économies industrielles. Elle appelle donc des mesures complémentaires destinées à assurer la maîtrise du processus de désinflation, en vue d'éviter une propagation incontrôlée des forces dépressives dans l'économie mondiale fortement intégrée. Ces mesures devraient être appliquées, en priorité, dans trois domaines: le marché des changes, les échanges internationaux et le processus d'ajustement des balances des paiements.

La nervosité des cours de change, c'est-à-dire leur très grande variabilité à court terme, exerce des effets inhibitifs sur les décisions d'investissement et sur les échanges internationaux par le climat d'incertitude qu'elle entretient et ajoute donc inutilement une contrainte supplémentaire au développement de l'économie mondiale. Les opinions diffèrent sur l'importance de cette influence qui, au surplus, est rebelle à toute mesure quantitative. En revanche, le caractère nettement plus nocif de certains cycles des taux de change, qui aboutissent à des mouvements exagérés des cours de change effectifs réels, ne fait aucun doute. L'effet net de ces évolutions risque d'être globalement dépressif. La sous-évaluation d'une grande monnaie introduit deux éléments de perturbation dans l'économie mondiale. Pour le pays en question, elle aggrave la difficulté de combattre l'inflation et l'incite ainsi à maintenir des politiques macro-économiques qui sont trop restrictives par rapport aux besoins de son équilibre interne. Dans le reste du monde, elle suscite des réflexes protectionnistes. D'un autre côté, le pays dont la monnaie est surévaluée bénéficie, il est vrai, d'une aide efficace dans sa lutte contre l'inflation, mais la perte de sa compétitivité affecte directement son niveau d'activité.

Une meilleure maîtrise de ces cycles demanderait des efforts renouvelés de coopération entre les principaux pays intéressés. L'intervention sur le marché des changes, fondée de préférence sur un accord entre les pays concernés, est souhaitable. Elle ne peut cependant être réellement efficace tant que des écarts substantiels entre les taux d'intérêt engendrent des niveaux de cours de change, ou des orientations, incompatibles avec l'évolution des positions compétitives relatives. C'est pour cette raison aussi que l'aménagement de la «policy mix» aux Etats-Unis revêt une importance capitale pour l'équilibre de l'économie mondiale.

La quasi-stagnation dans les pays industriels crée un climat particulièrement propice aux tendances protectionnistes, qui sont renforcées, par ailleurs, par la sous-évaluation de certaines monnaies. Continuer à résister à ces tendances doit

demeurer l'un des premiers devoirs des pays industriels. La généralisation du protectionnisme dans un monde largement ouvert au commerce extérieur constituerait le moyen de diffusion le plus sûr et le plus rapide des influences dépressives.

Le troisième domaine sur lequel devraient être centrés les efforts de la coopération internationale est celui du processus d'ajustement et du financement des déséquilibres extérieurs. En dépit de la disparition de l'excédent de l'OPEP, un grand nombre de pays en voie de développement, d'assez nombreux pays industriels moins avancés et quelques pays socialistes continuent à enregistrer des déficits de paiements courants, en contrepartie des excédents de certains grands pays industriels. Dans le même temps, les banques, qui ont assuré jusqu'à présent la plus grosse part du financement de ces déficits, manifestent une réticence accrue à élargir leurs engagements internationaux. Il est regrettable, mais compréhensible, que le réflexe de prudence des banques, inspiré surtout par les tensions politiques actuelles, s'étende souvent sans discrimination à un trop grand nombre de pays. En l'absence d'une active coopération internationale, cet état de choses risque de pousser un nombre excessif de pays emprunteurs à effectuer un effort d'ajustement trop rapide, ce qui exercerait une influence cumulativement dépressive sur le monde. Il serait paradoxal que cette influence gagne en force précisément au moment où le monde vient de surmonter, pour la deuxième fois, les grands déséquilibres nés des chocs pétroliers successifs.

Ce Rapport n'entend pas suggérer que chacun des déficits actuels mériterait d'être financé. Un bon nombre d'entre eux sont dus à des erreurs manifestes de gestion auxquelles il incombe en premier lieu aux pays déficitaires de porter remède. Mais la mise en œuvre d'actions correctrices demande du temps. De surcroît, il y a des déficits de paiements courants dont le financement semble encore plus nettement justifié, du moins temporairement: lorsque, par exemple, un pays vient d'administrer la preuve de sa volonté et de sa capacité d'ajustement en opérant un redressement notable de sa balance commerciale, mais dont les effets sont partiellement ou intégralement compensés par l'augmentation des charges d'intérêts de la dette extérieure. Enfin, le désir de certaines banques de réduire leurs engagements internationaux est susceptible de rendre difficile le simple refinancement d'une dette extérieure, même dans l'hypothèse de paiements courants équilibrés. Dans bien des cas, les réserves extérieures sont insuffisantes pour faire face au remboursement des dettes extérieures venant à échéance.

Cette situation montre bien que nous sommes encore loin d'avoir trouvé un équilibre raisonnable entre l'ajustement et le financement des déséquilibres extérieurs, ou, côté financement, une division raisonnable du travail entre les crédits bancaires privés et les flux de fonds officiels. L'idéal serait que les pays déficitaires prennent en temps opportun des mesures correctrices, tandis que les flux internationaux de fonds stimuleraient les investissements dans les pays importateurs de capitaux ou contribueraient à l'ajustement ordonné de l'économie interne chaque fois qu'un déséquilibre externe insoutenable se produirait. Ces flux encourageraient l'adoption de politiques rationnelles au lieu d'engendrer des erreurs de gestion économique. Il serait à l'évidence préférable d'appliquer une conditionnalité progressive aux premiers stades d'apparition d'un déséquilibre, plutôt que de



prêter d'emblée trop généreusement et de couper ensuite brutalement les ressources de financement extérieur.

Mais l'idéal n'est pas de ce monde, et il faudra des années aux responsables de la politique économique des pays emprunteurs, aux banques prêteuses et aux institutions officielles pour apprendre à adopter des politiques d'ajustement et des méthodes de financement qui s'en approchent. Au stade actuel de ce processus d'apprentissage – et compte tenu du fait que, dans le cadre du scénario anti-inflationniste de croissance lente dans les pays industriels, un ajustement global sévère ailleurs dans le monde prendrait nécessairement la forme d'une réduction des importations – la coopération internationale devrait viser à renforcer le rôle du financement officiel. L'intervention sélective d'institutions officielles, et surtout du FMI, constitue, pour l'heure, la meilleure voie pour canaliser les efforts d'ajustement dans la bonne direction et pour redonner en même temps, avec la prudence requise, confiance aux marchés. C'est une tâche qui est parfaitement à la mesure de la coopération internationale – même dans un climat politique frileux.

Günther Schleiminger  
Directeur Général

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**

**AU 31 MARS 1982**

**BILAN AU**

(Avant et après répartition)

ACTIF

	<u>Francs or</u>
<b>Or</b> ... ..	5.478.526.941
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	10.808.523
<b>Bons du Trésor</b> ... ..	417.483.063
<b>Dépôts à terme et avances</b>	
<b>Or</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	51.250.994
A plus de 3 mois ... ..	6.903.620
<b>Monnaies</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	8.260.555.382
A plus de 3 mois ... ..	<u>3.300.675.999</u>
	11.619.385.995
<b>Titres à terme</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	676.467.626
A plus de 3 mois ... ..	<u>794.500.883</u>
	1.470.968.509
<b>Divers</b> ... ..	59.585.363
<b>Terrain, immeubles et installations</b> ... ..	<u>1</u>
	<u>19.056.758.395</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 en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,941 49...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2: Au 31 mars 1982, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 183.551.737 francs or.

**31 MARS 1982**

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

	<u>Avant répartition</u> Francs or	<u>Après répartition</u> Francs or
<b>Capital</b>		
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	<u>1.500.000.000</u>	
Emis: 473.125 actions ... ..	<u>1.182.812.500</u>	
libérées de 25% ... ..	295.703.125	295.703.125
<b>Réserves</b>		
Fonds de réserve légale ... ..	30.070.313	30.070.313
Fonds de réserve générale ... ..	417.152.793	437.152.793
Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	19.530.055	21.530.055
Fonds de réserve libre ... ..	<u>174.730.236</u>	<u>202.730.236</u>
	641.483.397	691.483.397
<b>Dépôts (or)</b>		
Banques centrales		
A vue ... ..	4.628.890.436	
A 3 mois au maximum ... ..	29.055.284	
Autres déposants		
A vue ... ..	<u>33.082.685</u>	
	4.691.028.405	4.691.028.405
<b>Dépôts (monnaies)</b>		
Banques centrales		
A vue ... ..	350.710.683	
A 3 mois au maximum ... ..	10.796.208.190	
A plus de 3 mois ... ..	1.591.421.635	
Autres déposants		
A vue ... ..	11.521.785	
A 3 mois au maximum ... ..	325.640.663	
A plus de 3 mois ... ..	<u>11.462.647</u>	
	13.086.965.603	13.086.965.603
<b>Divers</b> ... ..	274.639.044	274.639.044
<b>Compte de profits et pertes</b> ... ..	66.938.821	—
<i>Dividende payable le 1er juillet 1982</i> ... ..	—	16.938.821
	<u>19.056.758.395</u>	<u>19.056.758.395</u>

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

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1982 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 26 avril 1982

PRICE WATERHOUSE & CO

## COMPTE DE PROFITS ET PERTES pour l'exercice social clos le 31 mars 1982

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources ... ..	83.548.161
 <b>Moins: Frais d'administration:</b>	
Conseil d'administration ... ..	168.711
Direction et personnel ... ..	11.392.732
Frais de bureau et divers ... ..	<u>4.190.232</u>
<b>Excédent net d'exploitation</b> ... ..	<b>67.796.486</b>
 <b>Moins: Montant transféré à la Provision pour frais</b>	
<b>d'administration exceptionnels</b> ... ..	<u>857.665</u>
<b>Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1982</b> ... ..	<b>66.938.821</b>
 <b>Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:</b>	
Dividende: 135 francs suisses par action sur 473.125 actions ... ..	16.938.821
	<u>50.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale ... ..	20.000.000
	<u>30.000.000</u>
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	2.000.000
	<u>28.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre ... ..	28.000.000
	<u>28.000.000</u>
	—
	<u>—</u>

## ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA BANQUE au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1982

en francs or

### I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1981-82

	<u>Fonds de réserve légale</u>	<u>Fonds de réserve générale</u>	<u>Fonds spécial de réserve de dividendes</u>	<u>Fonds de réserve libre</u>
Soldes au 1er avril 1981, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1980-81	30.070.313	417.152.793	19.530.055	174.730.236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1981-82	—	20.000.000	2.000.000	28.000.000
Soldes au 31 mars 1982 tels qu'ils apparaissent au bilan	<u>30.070.313</u>	<u>437.152.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>202.730.236</u>

### II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1982 (après répartition) représentés par des

	<u>Capital libéré</u>	<u>Réserves</u>	<u>Total</u>
Avoir nets en			
Or	295.703.125	366.398.288	662.101.413
Monnaies	—	325.085.109	325.085.109
	<u>295.703.125</u>	<u>691.483.397</u>	<u>987.186.522</u>

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr Fritz Leutwiler, Zurich	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
The Rt.Hon. Lord O'Brien of Lothbury, Londres	Vice-Président

Prof. Paolo Baffi, Rome  
Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome  
Bernard Clappier, Paris  
Dr W. F. Duisenberg, Amsterdam  
Jean Godeaux, Bruxelles  
Renaud de la Genière, Paris  
Karl Otto Pöhl, Francfort-sur-le-Main  
The Rt.Hon. Gordon Richardson, Londres  
Dr Johann Schöllhorn, Kiel  
Cecil de Strycker, Bruxelles  
Lars Wohlin, Stockholm

### Suppléants

Dr Lamberto Dini, Rome, ou  
Dr Giovanni Magnifico, Rome  
Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main  
Georges Janson, Bruxelles  
Gabriel Lefort, Paris, ou  
Jacques Waitzenegger, Paris  
A.D. Loehnis, Londres, ou  
M.J. Balfour, Londres

### DIRECTION

Dr Günther Schleiminger	Directeur Général
Prof. Alexandre Lamfalussy	Directeur Général Adjoint, Conseiller économique
R.T.P. Hall	Chef du Département Bancaire
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Maurice Toussaint	Directeur
Prof. Dr F.E. Klein	Conseiller juridique, Directeur
Dr Warren D. McClam	Directeur
M.G. Dealtry	Directeur
Rémi Gros	Directeur

---

Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
R.G. Stevenson	Directeur Suppléant
André Bascoul	Directeur Adjoint
Paul A. Hauser	Directeur Adjoint
Joachim Mix	Directeur Adjoint
Dr H.W. Mayer	Directeur Adjoint
Jean Vallet	Directeur Adjoint
Kevin J. Kearney	Directeur Adjoint
Dr Kurt Spinnler	Directeur Adjoint