

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

CINQUANTE-TROISIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1982 - 31 MARS 1983

BÂLE

13 juin 1983

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
I. De la désinflation à la croissance équilibrée	3
II. Le processus de désinflation, 1979-83	9
<p>Faits saillants (p. 9); désinflation: les antécédents (p. 10); désinflation: 1979 - début 1983 (p. 12): <i>impact différentiel des taux de change</i> (p. 16), <i>modification dans l'évolution des salaires</i> (p. 18); production et demande (p. 21): <i>les facteurs de la demande et le «partage» du PNB nominal</i> (p. 21), <i>le problème du dosage des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis</i> (p. 25), <i>la politique budgétaire hors des États-Unis</i> (p. 27); le problème du chômage (p. 29); désinflation: résultats et perspectives (p. 32): <i>perspectives de reprise</i> (p. 34).</p>	
III. Marchés des capitaux et innovations financières	36
<p>Faits saillants (p. 36); désinflation et vitesse-revenu (p. 38); modifications des flux de financement par secteur (p. 41); ralentissement des flux de crédit globaux (p. 43); crédit bancaire et expansion monétaire (p. 44); reprise de l'activité sur le marché financier? (p. 47); fragilité financière et restructuration des bilans (p. 50); innovations financières (p. 53); gestion des ressources (p. 57); raccourcissement des échéances et prêts à taux variables (p. 59); évolution dans les divers pays (p. 60); innovations et politique monétaire (p. 66).</p>	
IV. La politique monétaire et le processus désinflationniste	70
<p>Faits saillants (p. 70); taux d'intérêt nominaux (p. 71): <i>évolutions récentes</i> (p. 71), <i>courbe des rendements</i> (p. 73), <i>variabilité des taux d'intérêt</i> (p. 73), <i>primes de risque et conditions d'octroi de crédits des institutions financières</i> (p. 74); taux d'intérêt réels (p. 75); problèmes de politique monétaire (p. 77); agrégats monétaires: évolutions et politiques (p. 77): <i>évolutions monétaires récentes dans une perspective à plus long terme</i> (p. 77), <i>le cadre de base de la politique monétaire</i> (p. 79), <i>tendance vers une plus grande souplesse</i> (p. 82), <i>perspectives à court terme de la politique d'objectifs monétaires</i> (p. 86); objectifs de taux d'intérêt et de taux de change dans la politique monétaire (p. 88): <i>cadre de base</i> (p. 88), <i>politiques axées sur les taux de change en période de hausse des taux d'intérêt</i> (p. 89), <i>réactions des taux d'intérêt dans un contexte désinflationniste</i> (p. 92); <i>marge de manœuvre de la politique monétaire</i> (p. 93).</p>	
V. Echanges et paiements internationaux	95
<p>Faits saillants (p. 95); commerce mondial (p. 96); évolution de la balance mondiale des paiements et interdépendance globale (p. 98): <i>origines et conséquences de l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants</i> (p. 98), <i>interdépendance de l'évolution des balances des paiements courants</i> (p. 100), <i>incidence de la récession dans les pays du Groupe des Dix sur la situation</i></p>	

globale des balances des paiements courants dans le reste du monde (p. 102), ajustement et financement dans un contexte de détérioration des balances des paiements courants (p. 106), répercussions sur les pays du Groupe des Dix des politiques de stabilisation appliquées dans le reste du monde (p. 109); évolution des balances des paiements dans les pays du Groupe des Dix (p. 109); balances des paiements courants (p. 109), mouvements de capitaux (p. 115).

VI. Marchés internationaux du crédit et des capitaux 123

Faits saillants (p. 123); croissance globale du crédit international en 1982 (p. 124); le secteur bancaire international en 1982: évolution des principaux agrégats (p. 125); répartition géographique des origines et emplois des fonds bancaires internationaux (p. 131); endettement bancaire international, 1974-82 (p. 135); *accumulation des dettes bancaires internationales, 1974-79 (p. 135), l'approche de la crise de 1982 (p. 140), appréciation et conclusions (p. 147); les marchés des obligations internationales (p. 150).*

VII. La scène monétaire internationale 156

Faits saillants (p. 156); évolution des taux de change (p. 157); *les monnaies flottantes (p. 157), évolution des taux de change au sein du SME (p. 162); variations des taux de change: analyse de l'évolution sur le marché du dollar de 1977 à 1980 (p. 166); production d'or et marché de l'or en 1982 (p. 172); réserves et liquidités internationales (p. 175); évolution de la situation en 1982 (p. 175), perspectives à plus long terme (p. 179).*

VIII. Activités de la Banque 186

Assistance financière aux banques centrales (p. 186); développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 188); opérations du Département Bancaire (p. 191); *passif (composition des ressources) (p. 192), actif (utilisation des ressources) (p. 195), opérations à terme sur or (p. 197); bénéfice net et répartition (p. 197); 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. 198); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (p. 198); modifications dans la composition du Conseil d'administration (p. 200).*

Conclusion 202

* *
*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1983.

LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
Le processus de désinflation, 1979-83	
Pays du Groupe des Dix: quelques indicateurs de l'inflation et de la désinflation, 1968-83*	13
Cours mondiaux des matières premières: pétrole et produits non pétroliers*	14
Décélération du revenu nominal et des prix à la consommation	15
Variations des prix à la consommation	16
Variations des prix à la consommation et des valeurs unitaires à l'importation*	17
Variations des salaires nominaux et réels	19
Principaux pays industrialisés: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	22
Production industrielle*	23
Demande d'exportations des pays industrialisés, 1978-82	24
Etats-Unis: dosage des politiques monétaire et budgétaire*	26
Déficits financiers des administrations publiques en pourcentage de l'épargne brute du secteur privé, 1966-82	29
Chômage	30
Pays industriels: inflation et chômage, 1967-83*	32
Indices d'«inconfort», 1970-83	33
 Marchés des capitaux et innovations financières	
Variations de la vitesse-revenu de la monnaie*	39
Soldes financiers par secteur	42
Fonds collectés par les emprunteurs nationaux non financiers	44
Variations du crédit bancaire et de la masse monétaire au sens large	46
Marchés financiers nationaux: nouvelles émissions d'actions et d'obligations	48
Sociétés non financières: ratios d'autofinancement et de bilan	51
Vitesse-revenu de M_1 et taux d'intérêt à court terme	55
Ratios des dépenses de consommation des ménages aux billets et monnaies en circulation*	56
Banques commerciales: dépôts à vue par rapport au total des ressources	58
Variations du rapport entre M_1 et M_2	58
Etats-Unis: structure des crédits bancaires commerciaux et industriels*	59
Crédit bancaire et raccourcissement des échéances	60
Etats-Unis: variations dans la composition de la monnaie*	62
Variabilité des taux d'intérêt à long terme	68
 La politique monétaire et le processus désinflationniste	
Taux d'intérêt à court et à long terme*	72
Variabilité d'un jour à l'autre des taux d'intérêt du marché monétaire	74
Primes de risque et écarts d'intermédiation*	75
Rendements réels des obligations	76
Masse monétaire au sens large et PNB en termes nominaux et réels*	78
Agrégats monétaires et de crédit: objectifs et taux d'expansion	80

	Page
Ecarts de la masse monétaire par rapport aux points médians des objectifs et taux d'intérêt*	85
Ecarts des taux d'intérêt à court terme, taux de change et avoirs nets en devises des banques centrales*	90
 Echanges et paiements internationaux	
Commerce mondial, 1980-82	97
Soldes des paiements courants dans le monde, 1980-82	99
Balance globale des paiements courants des principaux groupes de pays et écart statistique de la balance mondiale des paiements courants, 1972-82*	101
Pays en développement non membres de l'OPEP: soldes des paiements courants (effectifs et hypothétiques), 1980-82	103
Pays en développement non membres de l'OPEP: financement des déficits des paiements courants (estimations), 1980-82	106
Répartition de l'excédent des pays de l'OPEP disponible à des fins d'investissement, 1981-82 (estimations)	108
Pays du Groupe des Dix: flux de capitaux et variations des positions monétaires officielles nettes, 1981-82	116
Etats-Unis: répartition géographique des flux de capitaux du secteur privé (chiffres nets), 1980-82	118
 Marchés internationaux du crédit et des capitaux	
Prêts sur les marchés internationaux (estimations corrigées des duplications d'écritures): variations des créances extérieures des banques et émissions d'obligations internationales	124
Avoirs et engagements extérieurs en monnaie nationale et en monnaies étrangères des banques situées dans les divers pays déclarants	126
Ventilation par monnaie de l'activité bancaire internationale	128
Ventilation secteur bancaire/non bancaire de l'activité bancaire internationale	129
Répartition géographique des flux bancaires internationaux	133
Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI et les groupes de pays extérieurs à la zone, 1974-82 (estimations)	137
Taux d'intérêt de l'euro-dollar et variations des prix à l'exportation, 1973-83*	138
Facteurs influençant les besoins d'emprunt et le recours net au financement bancaire international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1974-82*	139
Evolution de l'endettement international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1973-82*	141
Caractéristiques de l'endettement bancaire extérieur de certains pays, 1978-82*	143
Evolution de l'endettement bancaire brut et net de certains pays, 1975-82*	145
Emissions d'obligations internationales	152
Emissions d'obligations internationales par catégorie d'instruments	153
Taux des dépôts en euro-monnaies et rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux*	154

La scène monétaire internationale

Variations des taux de change bilatéraux par rapport au dollar EU dans certains pays industriels, 1981-83*	158
Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-83*	159
Variabilité quotidienne de certains cours de change au comptant du dollar	162
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1982-83*	163
Evolution des taux de change nominaux et réels des autres monnaies du mécanisme de change du SME par rapport au deutsche mark et variations des prix à la consommation dans les pays participants, 1978-83*	165
Evolution des taux de change nominaux et réels du deutsche mark, du yen et de la livre sterling par rapport au dollar EU, 1977-83*	167
Production d'or dans le monde (estimations)	173
Origine et utilisation de l'or (estimations)	174
Cours de l'or sur le marché en dollars EU et en francs suisses, 1981-83*	174
Variations des réserves globales, 1980-82	176
Structure des placements des réserves en devises, 1979-82	179
Réserves non métalliques globales, ratios réserves/importations et engagements envers les banques déclarantes de la BRI, fin 1969 à fin 1982	182

Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des quatre derniers exercices	192
Evolution de la composition des ressources au cours des quatre derniers exercices.	192
Fonds empruntés d'après leur origine	194
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	194
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements	195
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir	196

CINQUANTE-TROISIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE
de la
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX
tenue à
Bâle, le 13 juin 1983

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-troisième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1982 et clos le 31 mars 1983.

Après transfert de 817.637 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 65.826.173 francs or, contre 66.938.821 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 15.826.173 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 et le reliquat du bénéfice net, soit 30.000.000 de francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1982-83 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1983.

I. DE LA DÉSINFLATION À LA CROISSANCE ÉQUILIBRÉE

Le processus de désinflation dans lequel le monde industrialisé occidental s'était engagé au lendemain de la seconde crise pétrolière s'est accéléré en 1982, pour se poursuivre au cours des premiers mois de 1983. Bon nombre de pays ont enregistré des succès notables dans leur lutte contre l'inflation et préparé ainsi la voie à un redémarrage de la croissance. De fait, la reprise économique semble s'être assez solidement installée au cours des derniers mois dans le monde industrialisé, principalement aux Etats-Unis, mais aussi dans quelques autres grands pays. L'excédent de l'OPEP s'est résorbé et le prix officiel «indicatif» du pétrole — calculé il est vrai sur la base d'un dollar fort — a diminué pour la première fois depuis plus de vingt ans. Mais, parallèlement à ces bonnes nouvelles, la désinflation a également créé, ou, dans de nombreux cas, simplement mis en évidence, un certain nombre de problèmes fort préoccupants. Sur le plan interne, elle a provoqué une stagnation prolongée, une vive montée du chômage et une fragilité financière généralisée. Sur le plan international, elle a amplifié les problèmes de service de la dette extérieure de certains pays, en poussant d'abord les taux d'intérêt à la hausse puis en les maintenant à des niveaux élevés en termes réels, tout en exerçant une influence dépressive sur le commerce mondial et les cours des matières premières. Ces principaux éléments de l'évolution économique en 1982-83 sont analysés plus en détail dans le présent Rapport.

Des indications de plus en plus nombreuses confirment que les efforts résolus mis en œuvre pour briser la tendance ascendante à long terme de l'inflation mondiale ont donné des résultats tangibles, qui se sont manifestés, l'an dernier, beaucoup plus rapidement qu'on ne l'avait généralement prévu. Le plus probant est évidemment la décélération de la hausse de divers indices des prix, même s'il convient de tenir compte de certaines influences très favorables mais transitoires. Depuis quelques mois, les prix de gros et même de détail sont demeurés pratiquement stables dans plusieurs pays. Dans les secteurs de l'immobilier et du logement, les prix n'ont eu guère tendance à monter et ont même fléchi de manière substantielle dans certains cas. Mais le changement peut-être le plus important et, il faut l'espérer, le plus durable, s'est produit sur le marché du travail. Le taux d'accroissement des coûts salariaux s'est nettement ralenti dans quelques pays; aussi, si la productivité retrouvait une croissance normale, et en admettant qu'il n'en résulte pas une accélération de la hausse des salaires nominaux, les coûts unitaires de main-d'œuvre pourraient conserver une relative stabilité. Dans beaucoup de pays, les salaires réels ont fléchi — et dans quelques cas isolés on note même une réduction des salaires nominaux — tandis que la rentabilité des entreprises s'est fondamentalement améliorée. Néanmoins, malgré cette évolution favorable, dans un nombre de cas assez important, les efforts entrepris pour lutter contre l'inflation et redresser les comptes extérieurs ont donné peu de résultats concrets.

La désinflation s'est accompagnée, jusqu'à ces derniers temps tout au moins, d'une stagnation de la production dans l'ensemble du monde industrialisé. Il est

probable que le mauvais dosage des politiques, et plus précisément la charge excessive supportée par la politique monétaire dans l'effort de stabilisation, a eu pour effet de prolonger indûment la période de stagnation. Et il est certain qu'en exerçant une tension sur les taux d'intérêt, ce dosage erroné a singulièrement entravé la formation de capital et compromis ainsi les possibilités de croissance future. Il ne faudrait pas perdre de vue cependant que les problèmes de croissance des pays industrialisés occidentaux n'ont pas pris naissance il y a trois ans, au moment où ces pays décidèrent de s'opposer de concert à la hausse des coûts induite par le second choc pétrolier. Les premiers signes d'une rupture dans l'évolution tendancielle de la croissance, en ce qui concerne tout au moins l'investissement en capital fixe, remontent à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix, donc bien avant le premier choc pétrolier. Si les causes profondes de cette rupture demeurent incertaines, les raisons plus immédiates en sont connues: part croissante du facteur travail dans la répartition du revenu, baisse de la rentabilité des entreprises, extension du rôle du secteur public, faiblesse de la formation de capital et amenuisement des gains de productivité.

Il ne faudrait pas non plus attribuer le niveau actuel du chômage aux seules politiques de restriction de la demande menées ces trois dernières années. Le chômage a commencé à s'aggraver bien avant, en particulier dans les pays d'Europe occidentale, sous l'influence conjuguée du ralentissement de la croissance, de l'expansion démographique et, dans certains pays, de l'accroissement du pourcentage des actifs dans la population. Enfin et surtout, l'augmentation excessive des coûts salariaux réels et les entraves croissantes à la mobilité de la force de travail ont fortement stimulé les innovations et les investissements permettant de réaliser des économies de main-d'œuvre. Dans un tel contexte, les baisses récentes des salaires réels, outre la contribution directe qu'elles apportent à la lutte contre l'inflation, constituent un facteur utile d'ajustement.

Il en va de même en ce qui concerne la fragilité financière qui a affecté la plupart des pays industrialisés à partir de 1981. De toute évidence, le processus de désinflation, avec ses conséquences – initiales – inévitables, à savoir une compression des ressources d'autofinancement et des niveaux de taux d'intérêt élevés, a aggravé la situation financière de beaucoup d'entreprises et acculé certaines d'entre elles à la faillite. Mais il est tout aussi clair que la détérioration de la rentabilité et de la situation financière des entreprises s'est amorcée beaucoup plus tôt. La plupart des pays industrialisés ont enregistré une dégradation des ratios endettement/capital social et un accroissement de la part de leur dette à court terme dès le milieu des années soixante-dix, si ce n'est avant. Il convient également d'ajouter que le cap le plus difficile semble désormais avoir été franchi. On note, en effet, çà et là des signes d'un rétablissement graduel des marges bénéficiaires, dû directement, pour une part, à l'effet bénéfique du freinage de la hausse du coût du travail, avec, en corollaire, une incidence favorable sur les ressources d'autofinancement des entreprises et leurs structures financières. Le recul des taux d'intérêt, même s'il n'est intervenu qu'en termes nominaux dans la plupart des pays, a également joué dans le même sens. La détente sur les marchés des fonds à long terme devrait contribuer progressivement à allonger l'échéancier de la dette des entreprises. La hausse des cours des valeurs mobilières à revenu variable a

sensiblement accru les possibilités de financement sous forme d'émissions d'actions. Autant de signes qui ne sont pas passés inaperçus sur les marchés financiers, comme en attestent les indicateurs de la fragilité financière — en l'occurrence, les nombreux écarts de rendement — qui signalent une amélioration depuis l'automne dernier.

La désinflation s'est accompagnée l'an passé, dans la plupart des pays, d'un ralentissement substantiel de la demande de crédit, auprès des banques notamment, du secteur privé et, parallèlement, d'un accroissement de la demande d'encaisses monétaires réelles. D'un côté, le secteur des entreprises s'est efforcé de réduire son déficit financier par une compression de l'investissement et de l'emploi, tandis que les ménages ont moins recouru à l'emprunt pour financer leurs achats de biens de consommation durables et de logements. Par suite, les déficits du secteur public ont dû supporter un fardeau conjoncturel supplémentaire, à un moment où les gouvernements s'évertuaient à mieux maîtriser la composante structurelle des déficits budgétaires. De l'autre côté, les déficits ont fourni des éléments de soutien conjoncturel indispensables, alors que l'activité économique se trouvait déprimée, et ont contribué à satisfaire les besoins de liquidité accrus du secteur privé. Ainsi, sous les effets conjugués du comportement prudent du secteur privé, du recul de l'inflation et de la baisse des taux d'intérêt, la vitesse-revenu des agrégats monétaires a sensiblement diminué dans quelques cas, en particulier aux États-Unis. De plus, dans ce pays comme dans certains autres, l'innovation financière a encore rendu plus difficiles la définition et la maîtrise de ces agrégats, ainsi que l'interprétation de leur évolution.

Dans ces conditions, et en raison des incertitudes suscitées par la vigueur persistante des anticipations inflationnistes, la conduite de la politique monétaire est devenue extrêmement malaisée. Dans divers pays, il a fallu accorder une place plus grande au jugement dans la mise en œuvre des politiques axées sur la régulation des agrégats monétaires. En effet, la réduction de la vitesse de circulation de la monnaie était particulièrement difficile à interpréter, étant donné qu'elle pouvait refléter un changement d'attitude durable à l'égard de l'inflation ou bien une modification transitoire susceptible de s'inverser rapidement avec la reprise de l'activité. En général, les autorités monétaires ont décidé de satisfaire dans une certaine mesure ce qui constituait, à leurs yeux, des demandes inhabituelles de liquidité dans un climat de profonde récession et de fragilité financière assez répandue, tant sur le plan interne qu'au niveau international. Ainsi, aux États-Unis, les autorités ont toléré un net dépassement des objectifs monétaires. Mais, tout en disposant d'une certaine souplesse, la politique monétaire est restée assujettie à des contraintes sévères imposées par la crainte d'une recrudescence de l'inflation et par l'absence de soutien suffisant de la part des politiques budgétaires et des revenus. Compte tenu de l'importance du ralentissement de l'inflation des prix et des salaires, il semble néanmoins que les politiques monétaires appliquées dans les pays industrialisés soient parfaitement en mesure de financer un rythme de croissance modéré de la production réelle.

C'est dans le domaine financier international que le processus de désinflation a mis en évidence d'une façon éclatante les problèmes qui s'étaient accumulés depuis quelque temps déjà. Malgré la disparition progressive de l'excédent

de l'OPEP, les déficits des paiements courants des pays en développement non pétroliers, tout comme ceux de divers pays développés, sont demeurés très élevés; dans le même temps, certains pays producteurs de pétrole à «forte capacité d'absorption» ont également commencé à enregistrer des déficits extérieurs substantiels. Cette évolution s'explique évidemment par le fléchissement de la demande mondiale, la détérioration des termes de l'échange et, plus spécialement, par les niveaux très élevés des taux d'intérêt à court terme en dollars en 1981 et au début de 1982. La situation a encore été aggravée, jusqu'à ces derniers temps tout au moins, par le fait que les crédits bancaires assortis de taux flottants ont fini par représenter une part prépondérante de la dette extérieure des divers pays. En outre, contrairement à ce qui s'est passé au début des années soixante-dix, les prix à l'exportation, en particulier ceux des matières premières, n'ont pas connu un mouvement de hausse qui aurait permis de réduire la valeur réelle de cette dette. De ce fait, on est passé brusquement de taux d'intérêt réels à court terme négatifs à des taux largement positifs, ce qui a eu des répercussions désastreuses sur la balance des paiements courants de tous les pays qui avaient accumulé un endettement extérieur considérable. De surcroît, la structure de l'échéancier, fortement axée sur le court terme, a introduit un facteur de profonde instabilité dans la situation financière internationale. Lorsque, sous l'effet notamment d'événements politiques, les banques ont succombé au «syndrome de la régionalisation» et ont cessé d'accorder des prêts, d'abord aux pays d'Europe de l'Est, puis à ceux d'Amérique latine, essayant même dans certains cas de retirer des fonds, le problème de «flux» du financement des paiements courants s'est doublé d'un problème de «stock».

Mais, tout comme on ne saurait imputer aux seules politiques anti-inflationnistes des pays occidentaux l'apparition des problèmes financiers internes, il serait tout aussi erroné de sous-estimer le rôle joué par le processus d'endettement international. Sans ce processus, particulièrement rapide pendant ces neuf dernières années, l'incidence de la désinflation aurait été beaucoup plus modérée et moins néfaste en Europe de l'Est et dans les pays en développement. L'endettement a commencé à s'accélérer lors du premier choc pétrolier, lorsque le système bancaire occidental est devenu le principal intermédiaire financier entre les pays excédentaires et les pays déficitaires. Cette intervention fut unanimement saluée comme servant les intérêts de l'économie mondiale, qui risquait en effet, en l'absence d'autres moyens d'action de grande envergure pour assurer l'intermédiation des déséquilibres financiers, de se trouver entraînée dans une dépression caractérisée. Ce jugement paraissait alors assez sensé. On peut d'ailleurs dire, rétrospectivement, que les ratios de service de la dette de la plupart des pays débiteurs ainsi que l'engagement des banques en matière de crédit extérieur se sont maintenus dans des limites acceptables jusque vers 1977-78. C'est alors que, malgré la disparition du premier déséquilibre pétrolier, certains pays ont commencé à s'endetter à un rythme qui aurait été insoutenable même si la demande mondiale de leurs produits avait continué d'augmenter rapidement et si les taux d'intérêt étaient demeurés à de bas niveaux. Le marché de fonds bancaires favorables aux emprunteurs a réussi à «évincer», pour ainsi dire, les prêts conditionnels, plus prudents, du FMI, si bien que les pays déficitaires n'ont guère été incités de l'extérieur à

entreprendre un ajustement interne. La situation s'est encore détériorée avec le second choc pétrolier; et, lorsque les pays industrialisés décidèrent de mettre en œuvre des politiques anti-inflationnistes, l'endettement international et l'engagement extérieur des banques avaient atteint des niveaux qui rendaient la situation financière potentiellement fragile.

Grâce cependant à la coopération efficace des principaux acteurs de la scène financière internationale, une crise financière a pu être évitée. Sous l'égide de la BRI, les banques centrales occidentales ont accordé des crédits de première urgence, ce qui a permis la mise en œuvre de financements conditionnels du FMI: elles indiquaient ainsi clairement au marché leur détermination de s'opposer à toute menace risquant de compromettre sérieusement l'ensemble du système financier. Le FMI a rapidement négocié certaines facilités de montants élevés et assorties de conditions strictes. Les gouvernements, surmontant parfois leur réticence antérieure, sont convenus d'un relèvement substantiel des quotes-parts du FMI et d'un élargissement des Accords généraux d'emprunt. Divers pays déficitaires ont appliqué des politiques de stabilisation assez rigoureuses. Enfin, les banques, dès qu'elles se sont trouvées confrontées à une situation d'urgence, ont su faire preuve de sang-froid et, malgré l'accumulation d'arriérés et des négociations de rééchelonnement difficiles, se sont abstenues de précipiter des défauts de paiement. Si les actions de première urgence n'ont pas résolu les problèmes fondamentaux, elles ont cependant permis de conserver la maîtrise de la situation, tout en procurant aux responsables de la politique économique un répit pour l'évaluer plus calmement.

Dans le même temps, l'évolution des taux de change a, elle aussi, perturbé l'élaboration de la politique économique dans de nombreux pays. En l'espace de dix-huit mois, les réalignements au sein du SME ont été plus nombreux, et plus importants, qu'au cours de ses deux premières années et demie d'existence, et tous ces ajustements ont été précédés et suivis de mouvements massifs de capitaux. L'instabilité à court terme des taux de change des principales monnaies flottant par rapport au dollar est demeurée excessivement forte. L'évolution la plus préoccupante a toutefois été la vigueur persistante du dollar — imputable dans une large mesure au dosage des politiques aux Etats-Unis — qui est en passe de créer une structure inacceptable des paiements courants, de provoquer une vague de pressions protectionnistes aux Etats-Unis et d'atténuer considérablement, dans un certain nombre de pays, les effets bénéfiques de la baisse des prix pétroliers.

Dès l'abord, il paraissait assez évident que la politique de désinflation, appliquée après de longues années de dérèglements inflationnistes, allait se traduire par des coûts assez élevés à court terme. Seuls les partisans les plus optimistes de la théorie des «anticipations rationnelles» pouvaient espérer que l'atténuation des pressions inflationnistes ne s'accompagnerait pas de pertes sensibles de production et d'emploi dans les pays industrialisés. On pouvait s'attendre, par ailleurs, que le processus de désinflation ait des conséquences graves pour le reste du monde. Mais il n'existait tout simplement aucune autre solution acceptable: plus on tardait à entreprendre une action résolue et coordonnée à l'échelle internationale contre l'inflation, plus on aggravait non seulement les effets perturbateurs de

l'inflation elle-même, mais également les coûts probables de la désinflation en termes de production, d'emploi et d'accroissement de la fragilité financière — tant au sein du monde industrialisé que sur le plan international.

Le Rapport annuel de l'an dernier soulignait que les responsables de la politique économique se trouvaient confrontés à un choix difficile: poursuivre la politique anti-inflationniste qui commençait tout juste à porter ses fruits, mais qui ne se trouvait pas encore à un stade assez avancé, ou apporter un soutien suffisant à l'activité économique mondiale pour éviter une véritable crise. Il convient à présent de mettre à jour cette perspective de «voie étroite de la politique économique» à deux égards. D'une part, on peut penser que, en raison des progrès substantiels réalisés dans la lutte contre l'inflation au cours de l'année écoulée, les responsables de l'élaboration des politiques bénéficient maintenant d'un peu plus de liberté d'action qu'un an auparavant pour tenir compte du niveau de l'activité économique mondiale et de ses implications financières internes et, surtout, internationales. D'autre part, les pouvoirs publics devraient continuer à maintenir un équilibre judicieux entre leurs préoccupations immédiates et les objectifs à plus long terme, à savoir une croissance durable et non inflationniste, un système financier international solide et un fonctionnement satisfaisant du processus d'ajustement des balances des paiements.

II. LE PROCESSUS DE DÉSINFLATION, 1979-83

Faits saillants

Depuis trois ou quatre ans, le monde industrialisé occidental se trouve résolument engagé, comme il ne l'avait jamais été auparavant, dans la lutte contre l'inflation. Les origines du mal inflationniste remontent assez loin, souvent jusqu'au milieu des années soixante. Ce n'est toutefois que lors du second choc pétrolier, à la fin des années soixante-dix, que l'ampleur des dommages causés est devenue suffisamment évidente pour justifier une offensive d'une telle envergure.

Pour ce faire, les autorités ont recouru essentiellement à un resserrement des politiques monétaires et – dans une mesure nettement moindre – budgétaires. De plus en plus souvent cependant, les tentatives antérieures de mise en place de politiques telles que la politique des revenus ont été relancées ou renforcées. Malgré tout, pour le monde industrialisé considéré dans son ensemble, la pression désinflationniste s'est exercée jusqu'à présent de façon indirecte, sous l'impulsion notamment de la politique monétaire des Etats-Unis.

L'objectif de la désinflation est évidemment d'établir les bases de la reprise de l'activité économique et de permettre l'abaissement du chômage à des niveaux acceptables. A cet égard, les progrès réalisés jusque-là au sein de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse ont été encourageants, bien qu'insuffisants. La période 1979-83 a connu le ralentissement de l'inflation le plus marqué depuis le début des chocs pétroliers, c'est-à-dire depuis dix ans. Au printemps de 1983, la hausse des prix à la consommation a été ramenée en moyenne aux alentours de 4¼%, contre un maximum de plus de 13% au milieu de 1980.

Les indications de plus en plus nombreuses faisant état d'une modération accrue sur le front des salaires constituent potentiellement une évolution encore plus significative. La hausse des salaires nominaux est revenue à quelque 6½% récemment, alors qu'elle atteignait environ 8¼% en moyenne au cours de la période 1965-72. On note aussi des signes d'une plus grande flexibilité en ce qui concerne les salaires réels.

Cependant, tous les pays n'ont pas connu cette évolution. Les succès obtenus se sont généralement concentrés sur un certain nombre de grands pays, et plus spécialement les Etats-Unis et le Royaume-Uni, qui avaient subi une inflation rapide auparavant, ainsi que le Japon, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, où les effets du second choc pétrolier avaient été moindres.

Il se peut également que le ralentissement général de l'inflation soit dû en partie à la baisse des cours des matières premières (pétrole et autres) et qu'il revête dans une certaine mesure un caractère temporaire.

Dans le même temps, toutefois, aucun pays n'a été épargné par la récession mondiale généralisée. Pour les pays du Groupe des Dix, la production totale a

baissé l'an passé de ½%, ce qui constitue, pour les années 1980–82, le plus faible taux de croissance moyen – ¾% par an – observé sur une période de trois ans depuis la seconde guerre mondiale. Le chômage s'est accru de manière sensible et généralisée, pour s'établir en moyenne à près de 9% jusqu'au printemps de cette année.

Le processus d'ajustement est donc loin d'être achevé. La désinflation a été manifestement entravée par des retards dans l'ajustement des prix intérieurs et des salaires aux stimulants du marché, c'est-à-dire par un manque de souplesse. Elle n'a pas bénéficié non plus d'un soutien suffisant de la part de la politique budgétaire. Aux Etats-Unis notamment, la prévision de déficits budgétaires structurels prolongés a contribué à maintenir les taux d'intérêt réels à des niveaux vraiment très élevés. Cette situation a pu accentuer à son tour la faiblesse de la production l'an passé, tant par le biais de l'éviction des dépenses d'investissement que par celui des compressions sévères imposées à d'autres pays, en particulier aux pays en développement non pétroliers.

Pour ce qui est de l'évolution future, le succès de la lutte contre l'inflation dépendra avant tout, en définitive, des solutions qui seront apportées aux problèmes budgétaires ainsi que d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt. En outre, l'apparition d'une reprise non inflationniste nécessitera la persistance de la modération en matière de prix et de coûts. Cette modération a de bonnes chances de se poursuivre, étant donné les nombreux signes faisant état d'une plus grande souplesse sur les marchés du travail et le fait que le regain de la demande devrait, selon les prévisions, rester modeste.

Désinflation: les antécédents

Au cours des années 1978 et 1979, on s'était progressivement rendu compte que les hausses cumulées du prix du pétrole risquaient de provoquer un second choc pétrolier de grande envergure. La sensibilisation croissante des responsables de la politique économique à cette situation s'était traduite, à son tour, par une détermination sans précédent de leur part pour lutter contre l'inflation. Cette attitude était dictée en partie par les expériences amères faites par certains pays lors du premier choc pétrolier. La hausse des prix à la consommation avait alors atteint en moyenne jusqu'à 15% environ, et même 20 à 30% dans certains grands pays comme le Japon, l'Italie et le Royaume-Uni. Au moment, donc, du second choc pétrolier, l'inflation s'inscrivait à quelque 15% aux Etats-Unis mêmes, ce qui constituait un niveau record pour la période de l'après-guerre, et des signes évidents pouvaient faire craindre un dérapage.

Aussi la première tâche des responsables de la politique économique fut-elle d'aborder le second choc pétrolier avec la ferme intention d'atténuer le plus possible les effets secondaires s'exerçant sur les coûts et les prix intérieurs. Il ne fallait cependant pas négliger pour autant l'aspect à plus long terme de la politique concertée de désinflation. On se rendait compte que la crise inflationniste de la fin des années soixante-dix – quelles qu'aient été ses causes immédiates – couvrait depuis dix à quinze ans déjà. On peut en retrouver diverses origines, telles que les

pressions excessives de la demande liées à la guerre du Viêt-Nam, la modification des structures et du comportement des marchés du travail et – autre facteur qui n'est pas sans rapport avec les précédents – l'intervention croissante de l'Etat dans l'économie.

En même temps, il devint de plus en plus évident que cette accélération séculaire de l'inflation s'accompagnait d'une profonde détérioration des résultats économiques globaux en termes de croissance et d'emploi. Un aspect de cette détérioration – à savoir le ralentissement généralisé du taux d'accroissement de la productivité – contribuait à son tour à faire monter les prix en raison de son incidence sur les coûts unitaires. Aussi n'est-il guère surprenant que l'inflation elle-même ait été peu à peu perçue comme l'une, sinon la principale, des causes fondamentales de la détérioration générale des résultats économiques. S'il en était ainsi, la croissance et l'emploi ne feraient pas nécessairement les frais de la lutte contre l'inflation, tout au moins à moyen et à long terme; au contraire, c'était peut-être là l'un des moyens fondamentaux qui permettraient de renouer avec les résultats économiques antérieurs.

Fort heureusement, sans doute, ces attitudes suscitées par les conséquences à plus long terme de l'inflation avaient déjà commencé à s'affirmer depuis quelque temps avant le déclenchement de la seconde crise pétrolière. Car, lorsqu'elle éclata, la situation se prêtait mieux qu'en 1974-75 à l'adoption, par les autorités, d'une approche moins ambivalente – et d'autant plus nécessaire. Les chances d'éviter une nouvelle flambée progressive de l'inflation s'en trouvaient ainsi augmentées.

Il était difficile, en revanche, de déterminer quelles pouvaient être les conséquences à court terme d'une politique désinflationniste résolue. L'attitude adoptée par les autorités était en quelque sorte paradoxale. D'une part, compte tenu notamment de l'état d'esprit du public généralement favorable à la lutte contre l'inflation, la situation requérait à la fois une orientation restrictive de l'action gouvernementale et une volonté bien arrêtée de s'y tenir, même si les coûts immédiats en termes de chômage et de pertes de production devaient être élevés. D'autre part, plus l'engagement désinflationniste était convaincant, plus les chances de réduire ces coûts à court terme augmentaient.

En d'autres termes, plus l'impact d'objectifs monétaires crédibles sur les anticipations en matière de prix et de salaires était grand, plus l'inflation devait pouvoir être réduite sans affecter sérieusement la production. La répartition de la demande nominale entre les composantes prix et volume du produit national pouvait – du moins l'espérait-on – être influencée favorablement par l'effet d'annonce d'objectifs de masse monétaire. Mais, même s'il n'en était rien, de toute façon les responsables de la politique économique ne voyaient pas d'autre issue. On ne pouvait pas espérer en particulier que la politique monétaire parviendrait toujours à financer n'importe quel taux d'inflation engendré par la combinaison de diverses forces propres au marché et extérieures à celui-ci.

La question de savoir dans quelle mesure le processus de désinflation serait en l'occurrence «gradualiste» était en grande partie indépendante de l'action directe des autorités. Deux autres facteurs étaient néanmoins susceptibles de jouer

également un rôle important à cet égard. Il s'agissait d'abord de savoir si toutes les implications internationales d'une approche concertée avaient été correctement évaluées. L'autre facteur concernait le degré de soutien indispensable de la politique budgétaire. Des insuffisances dans l'un ou l'autre de ces domaines risquaient, à l'évidence, d'entraîner le monde dans une récession plus forte que prévu, et peut-être même au-delà de ce qui était nécessaire pour lutter efficacement contre l'inflation.

Désinflation: 1979 - début 1983

L'une des principales caractéristiques initiales de la stratégie anti-inflationniste ainsi adoptée a été la tendance – du moins dans certains cas importants – à écarter les méthodes relativement directes de politiques des prix et des revenus. Ce choix impliquait donc un recours assez intensif aux outils traditionnels indirects des politiques monétaire et budgétaire. Et, parmi ceux-ci, les autorités ont privilégié la régulation de la masse monétaire, en maintenant ou en resserrant parfois les politiques d'objectifs monétaires mises en place auparavant.

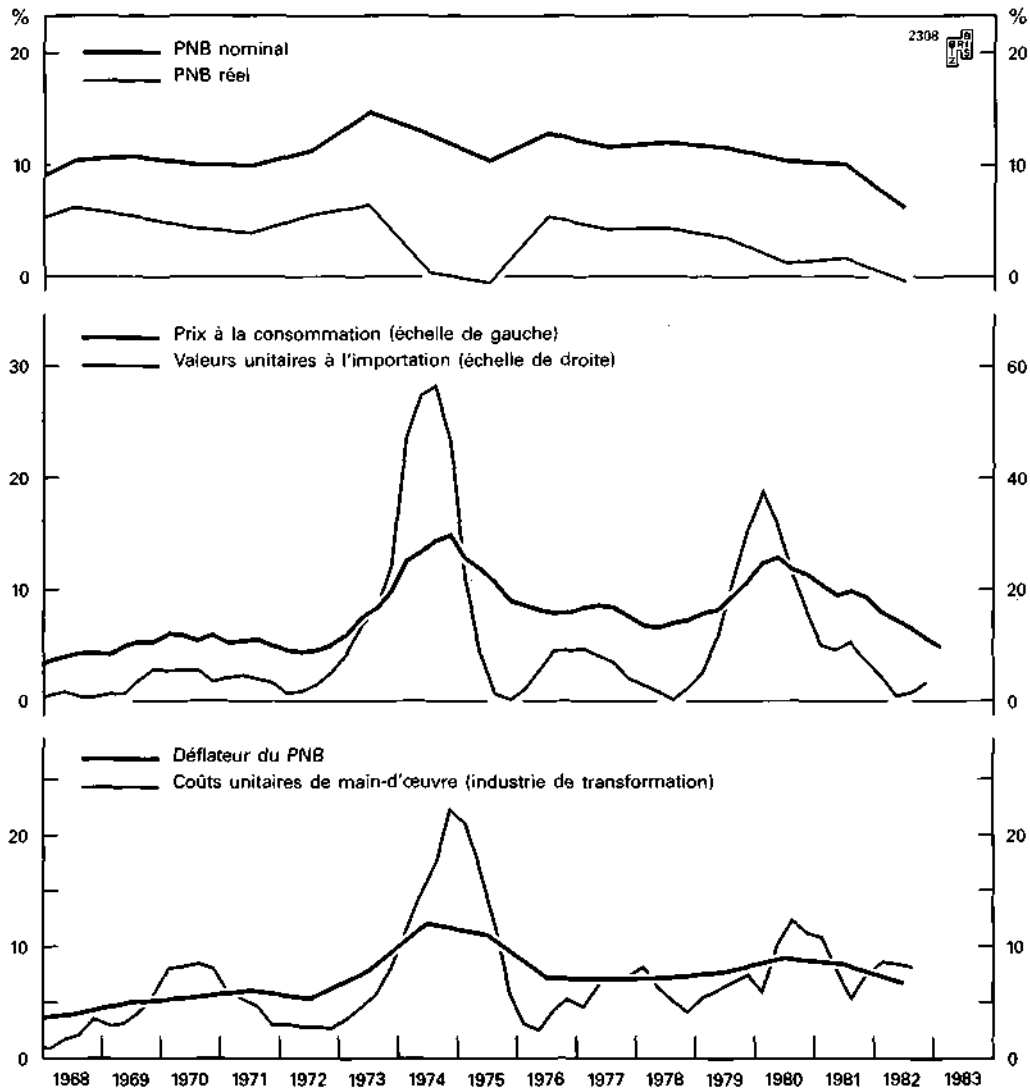
Pour analyser les développements ultérieurs, on peut commencer par examiner l'évolution du PNB en termes nominaux. Cela ne signifie pas que ces développements aient répondu exactement aux désirs des responsables de la politique économique contenus implicitement dans les objectifs monétaires fixés. Du reste, il sera suggéré plus loin, dans une section relative à la demande, que la décélération de la croissance du revenu nominal l'an passé a, en fait, été plus rapide que prévu. (Il n'est pas vrai non plus que les variations du revenu conduisent toujours à des variations de prix: les relations de cause à effet peuvent agir en sens inverse, notamment en cas de modifications de prix exogènes.) On peut néanmoins considérer cette approche initiale comme appropriée.

Comme le montre la partie supérieure du graphique, le taux moyen pondéré de la croissance du revenu nominal dans les pays du Groupe des Dix a fortement baissé depuis 1979, la décélération ayant été particulièrement prononcée en 1982. De fait, l'an passé, le taux de croissance, avec 6% environ, a été le plus faible depuis plus de deux décennies.

C'est peut-être en partie parce que la désinflation, mesurée de cette manière, ne s'est pas pleinement manifestée jusqu'à l'année dernière que la décélération des prix à la consommation n'a pas été exceptionnellement rapide jusqu'à présent. Elle s'est toutefois poursuivie de façon régulière, de sorte qu'en mars 1983 le taux d'inflation moyen pour les pays du Groupe des Dix était revenu à 4,8% contre un niveau record de 13½% au milieu de 1980 et une moyenne annuelle d'environ 3¼% au cours des années soixante. Le taux courant d'inflation est donc le plus faible qu'on ait enregistré depuis le début des flambées des cours du pétrole et des matières premières en 1973.

Du côté des coûts de production, le graphique montre également que la faiblesse des prix à l'importation, due elle-même principalement à l'évolution des cours des matières premières, a joué un rôle important dans le recul de l'inflation. Les prix des produits de base non pétroliers ont régressé, en termes de dollars, de

Pays du Groupe des Dix: quelques indicateurs de l'inflation et de la désinflation, 1968-83*

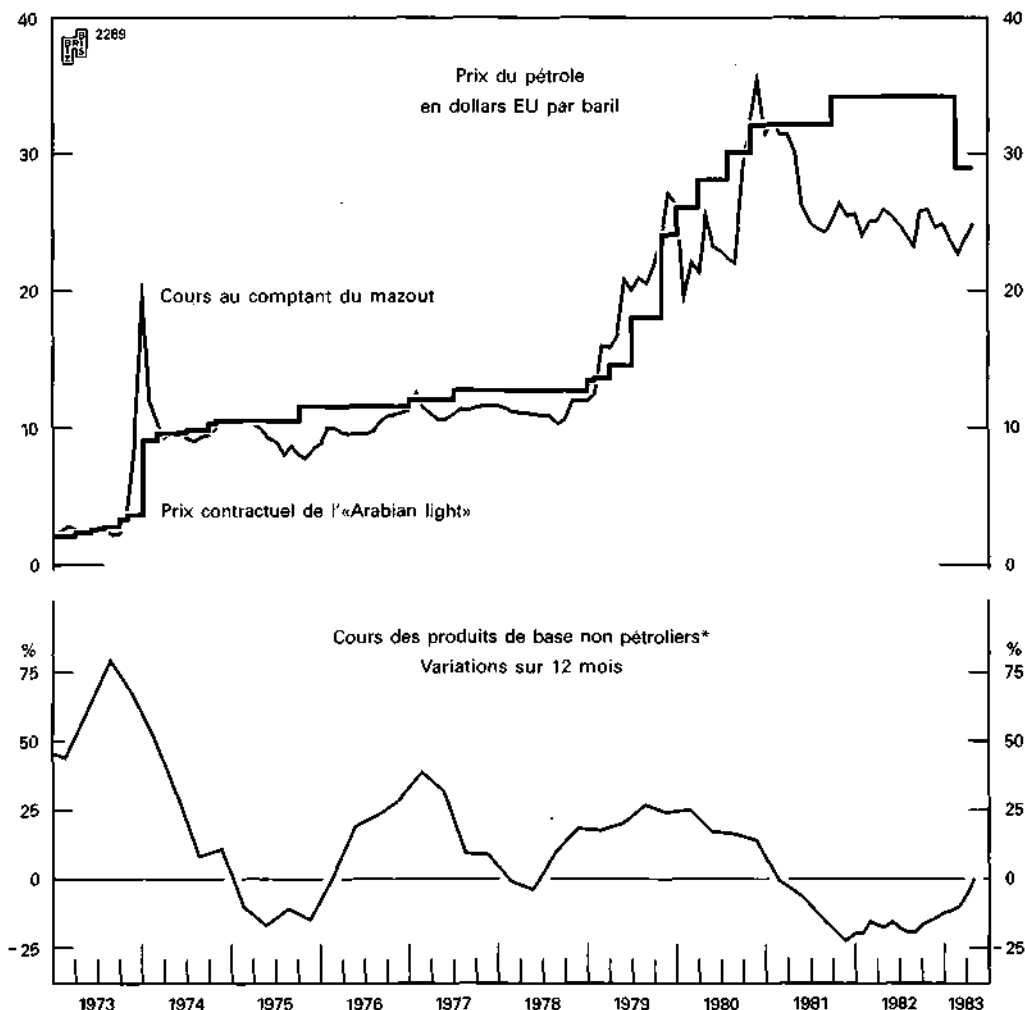


* Tous les indices sont des moyennes pondérées, les coefficients de pondération étant proportionnels au PNB de 1981 exprimé en dollars EU. Ils sont indiqués sous forme de variations en % sur une année.

35% environ à la fin de l'année dernière par rapport au maximum enregistré vers la fin de 1980, une légère remontée s'étant cependant produite récemment. Le fait peut-être le plus spectaculaire est le fléchissement, au début de cette année, de \$34 à \$29 le baril, du prix contractuel officiel du pétrole, survenu après pratiquement deux années de faiblesse des prix pétroliers au comptant; ce fléchissement constitue le premier recul de ce genre depuis le début des chocs pétroliers il y a dix ans.

En revanche, les progrès ont été plus lents sur le plan des coûts unitaires de main-d'œuvre - qui sont le principal élément des coûts de production internes. Certes, comme le montre le graphique ci-dessus, on n'a pas enregistré, durant

Cours mondiaux des matières premières: pétrole et produits non pétroliers



* Indicateur de l'«Economist», exprimé en dollars EU.

le second choc pétrolier, de nouvelle explosion des coûts salariaux du genre de celle de 1973-74. Cependant, par suite de la faiblesse des gains de productivité, l'évolution plus modérée des salaires nominaux ne s'est pas encore entièrement répercutée dans l'amélioration des coûts unitaires.

Mais le graphique donne sans doute une impression trop pessimiste des progrès réalisés sur le front des salaires. D'un côté, 1982 a été une année particulièrement médiocre sur le plan des gains de productivité. L'accroissement presque nul enregistré par l'ensemble des pays du Groupe des Dix a été, bien entendu, fortement influencé par l'évolution à court terme de la production, notamment en Amérique du Nord. D'un autre côté, si l'on examine plus en détail (voir page 19) le comportement des salaires nominaux, et particulièrement les développements les plus récents, on constate avec satisfaction un ralentissement plus significatif dans le domaine crucial de l'inflation salariale.

Si l'on considère les pays isolément, on remarque que l'inflation recule à présent presque partout dans le Groupe des Dix, mais que des différences sensibles existent d'un pays à l'autre en ce qui concerne le rythme, la vitesse et l'étendue de ce mouvement.

D'abord, il se peut que le degré d'engagement des autorités à l'égard de la lutte contre l'inflation ait été différent. Il est évidemment impossible de mesurer ces différences avec précision. Le tableau montre la décélération de la croissance du revenu national nominal entre 1976-78 et 1982. Pour évaluer le degré d'engagement désinflationniste, cet indicateur laisse certainement à désirer. Malgré tout, le tableau concorde dans une certaine mesure avec l'intuition initiale. Ainsi, les Etats-Unis et le Royaume-Uni viennent en tête pour ce qui est de la réduction de la croissance nominale. Et, à l'autre extrémité, aucune décélération n'a eu lieu en France. Au Canada et aux Pays-Bas, la faiblesse inattendue de la demande tant interne qu'externe peut avoir joué un rôle plus grand qu'ailleurs, mais, comme on le mentionnera plus tard, ce facteur s'est peut-être fait sentir dans la plupart des pays, même si son incidence a sans doute été variable.

Décélération du revenu nominal et des prix à la consommation

Pays	Croissance du PNB nominal			Hausse des prix à la consommation			
	moyenne 1976-78	1982 ¹	décélération du taux de croissance	moyenne 1976-78	1982	décélération de la hausse des prix à la consommation de	
						1976-78 à 1982	fin 1979 à mars 1983
en % ou points de pourcentage							
Etats-Unis	11,5	4,1	-7,4	6,6	6,2	-0,4	- 9,7
Royaume-Uni	16,3	9,0	-7,3	13,5	8,6	-4,9	-12,6
Canada	12,1	5,3	-6,8	8,2	10,8	+2,6	- 2,6
Pays-Bas	10,5	4,5	-6,0	6,4	6,0	-0,4	- 2,1
Japon	11,0	5,1	-5,9	7,2	2,7	-4,5	- 3,4
Allemagne fédérale	7,8	3,7	-4,1	3,6	5,3	+1,7	- 1,9
Italie	21,0	17,1	-3,9	16,1	16,6	+0,5	- 3,4
Belgique	9,6	7,2	-2,4	6,9	8,7	+1,8	+ 3,8
Suède	10,9	8,8	-2,1	10,6	8,6	-2,0	- 1,4
France	13,8	14,1	+0,3	9,4	11,8	+2,4	- 2,9
Suisse	2,7	5,7	+3,0	1,4	5,6	+4,2	- 0,4
Moyenne ²	11,8	6,0	-5,8	7,7	7,0	-0,7	- 6,4

¹ Chiffre préliminaire. ² Pondérée sur la base du PNB et des taux de change pour 1981.

De toute façon, la cause de la variation du PNB nominal, certes importante sous l'angle du degré d'engagement des autorités, devrait l'être moins en théorie en ce qui concerne la diminution de l'inflation qui en résulte. D'ailleurs, les deux pays où la décélération du revenu a été la plus forte, à savoir le Royaume-Uni et les Etats-Unis, ont obtenu de loin les meilleurs résultats dans la lutte contre l'inflation depuis 1979, bien que, pour le premier nommé, le taux de la hausse des prix en 1979 ait été fortement affecté par le relèvement de la TVA. Il conviendrait d'ajouter également le Japon à la liste des pays qui ont réalisé les progrès les plus notables. L'évolution du revenu et de l'inflation y avait déjà été maîtrisée avant le second choc pétrolier, si bien que, grâce à l'amélioration enregistrée depuis lors, la hausse des prix se trouve maintenant ramenée à quelque 2% seulement.

D'autre part, si les prix ont réagi partout avec un certain retard, plus ou moins long selon les cas, quelques pays ont dû attendre fort longtemps une décélération appréciable de la hausse des prix à la consommation à partir du sommet enregistré lors du second choc pétrolier. Un premier groupe comprend les pays à inflation relativement élevée, à savoir la France, l'Italie et la Suède. Dans un autre, à inflation plus faible (Allemagne, Belgique, Pays-Bas et Suisse), la hausse des prix a encore eu tendance à s'intensifier quelque peu en 1981 et au début de 1982. Dans ces quatre pays, cependant, l'inflation était déjà faible avant le second choc pétrolier et elle ne s'est pas trop accélérée au cours de ce dernier. On a donc tout lieu d'être rassuré par le bas niveau de l'inflation enregistré récemment, sauf peut-être dans le cas de la Belgique (voir tableau).

Variations des prix à la consommation

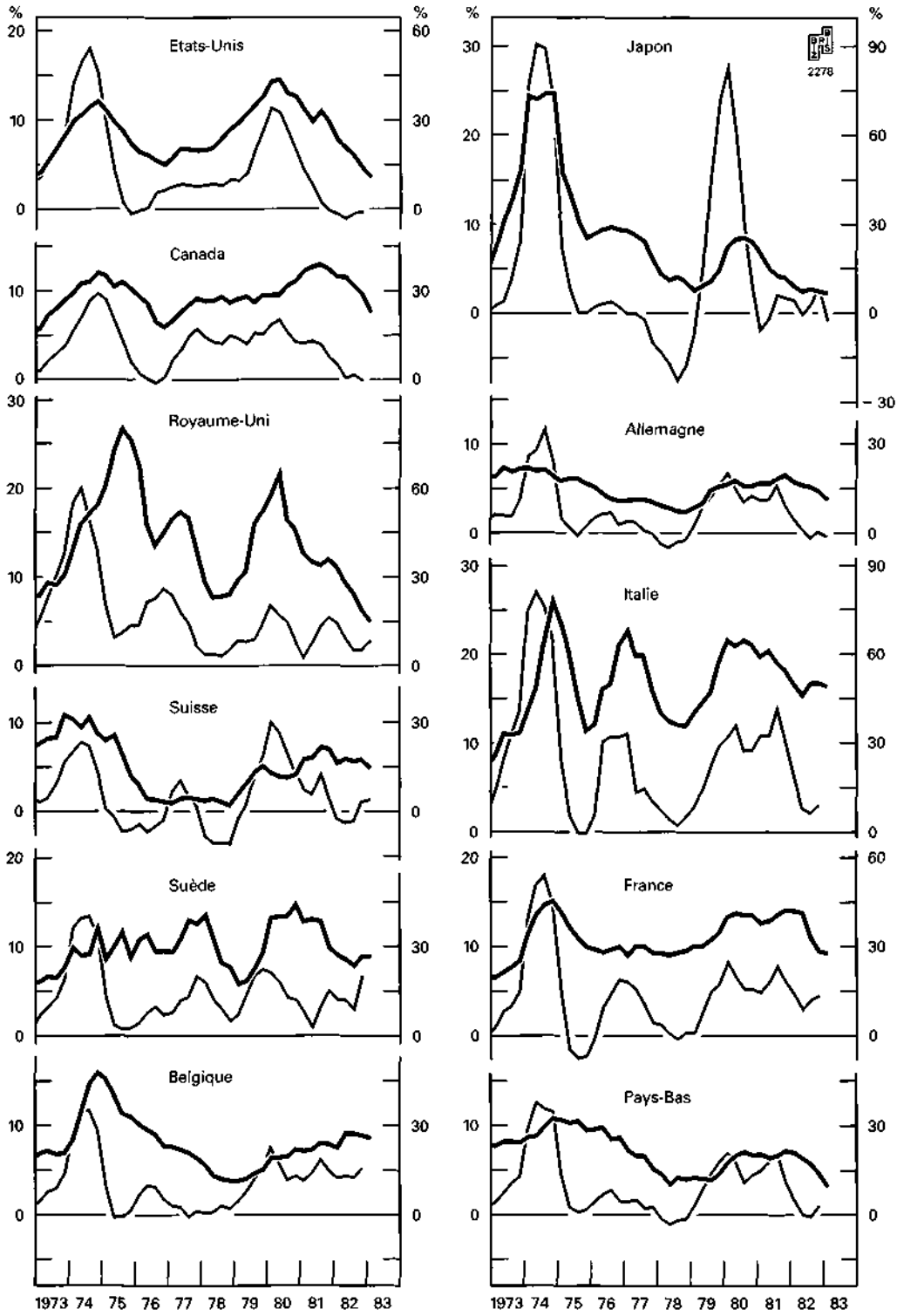
Pays	Variations sur des périodes de douze mois s'achevant en								
	1972 déc.	1974 déc.	1976 déc.	1978 déc.	1979 déc.	1980 déc.	1981 déc.	1982 déc.	1983 mars
en %									
Etats-Unis	3,4	12,2	4,8	9,0	13,3	12,4	8,9	3,9	3,6
Japon	5,3	21,9	10,4	3,6	5,7	7,5	4,3	1,8	2,3
Allemagne fédérale	6,4	5,8	3,7	2,4	5,4	5,5	6,3	4,6	3,5
Pays-Bas	7,9	10,8	8,5	4,0	4,8	6,7	7,2	4,3	2,7
Belgique	6,4	15,7	7,6	3,9	5,1	7,5	8,1	8,1	8,9
Suisse	6,9	7,6	1,3	0,7	5,2	4,4	6,6	5,5	4,8
Royaume-Uni	7,6	19,2	15,1	8,4	17,2	15,1	12,0	5,4	4,6
Italie	7,3	25,3	21,8	11,9	19,8	21,1	17,9	16,3	16,4
Suède	6,1	11,5	9,5	7,3	9,8	14,1	9,2	9,6	8,4
France	6,9	15,2	9,9	9,7	11,8	13,6	14,0	9,7	8,9
Canada	5,1	12,3	5,9	8,4	9,8	11,2	12,1	9,3	7,2
Autriche	7,6	9,7	7,2	3,7	4,7	6,7	6,4	4,7	3,5
Danemark	7,0	15,6	13,0	7,1	11,8	10,9	12,2	9,0	7,5
Espagne	7,3	17,9	19,8	16,6	15,5	15,2	14,4	13,9	12,8
Finlande	7,1	16,9	12,4	6,4	8,6	13,8	9,9	9,0	7,5
Grèce	6,6	13,4	11,7	11,5	24,8	26,2	22,5	19,1	23,1
Irlande	8,2	20,0	20,6	8,0	15,9	18,2	23,3	12,3	12,5
Norvège	7,8	10,4	7,9	8,1	4,7	13,7	11,9	11,7	9,2
Moyenne pondérée des pays du Groupe des Dix ¹	5,1	14,5	7,8	7,3	11,2	11,6	9,0	5,6	4,8

¹ A l'aide de pondérations proportionnelles au produit national brut pour l'année 1981.

Impact différentiel des taux de change. Un facteur important de cette évolution réside évidemment dans les mouvements des taux de change. Ces derniers ont reflété, dans une large mesure, la vigueur du dollar qui, en termes effectifs, s'est apprécié de quelque 35% entre le troisième trimestre de 1980 et octobre 1982. Il est toutefois impossible de dissocier, dans les résultats différenciés obtenus sur le plan de l'inflation, l'incidence d'un facteur de taux de change totalement indépendant - c'est-à-dire indépendant du degré d'intensité différent des politiques de lutte contre l'inflation. Cependant, parler qualitativement de «surréaction» des taux de change, comme le font beaucoup d'observateurs, donne à penser qu'une partie au moins des mouvements desdits taux était de nature quasi exogène.

Variations des prix à la consommation et des valeurs unitaires à l'importation

— Prix à la consommation (échelle de gauche)
— Valeurs unitaires à l'importation (échelle de droite)



Il convient en outre de mentionner que, de leur côté, plusieurs monnaies européennes ont subi des dévaluations autonomes au cours des deux dernières années, plus spécialement celles de la Suède, de la France et de la Belgique.

De toute façon, comme le montre le graphique de la page 17, les pays où le ralentissement de l'inflation a été retardé ont presque toujours été ceux qui ont dû attendre le plus longtemps un soulagement du côté de l'inflation des prix à l'importation. En effet, parmi les pays présentant les taux d'inflation les plus élevés, la seconde flambée des prix à l'importation du troisième trimestre de 1981 a presque été aussi forte que celle du deuxième choc pétrolier lui-même. Dans le cas de l'Italie, ce seuil a même été dépassé. Et, bien que ces pays aient commencé à bénéficier d'un certain répit l'an passé sur le front de l'inflation des prix à l'importation, ces coûts ont recommencé à monter en fin d'année en Suède et en France, en raison à nouveau des effets de la dévaluation. En ce qui concerne la France, cependant, des mesures de contrôle des prix et des salaires ont accompagné la dévaluation du franc l'année dernière, afin de limiter son impact inflationniste. Les autorités suédoises ont instauré, elles aussi, un blocage des prix, pour accompagner la forte dévaluation de la couronne en octobre.

Le revers de la médaille, dans le cas de la dévaluation, est évidemment l'appréciation automatique de la monnaie d'un ou plusieurs autres pays et l'incidence favorable que cette dernière est censée exercer sur les prix. En fait, comme le montre le graphique, les Etats-Unis en ont été les principaux bénéficiaires, puisque les prix à l'importation en dollars ont effectivement fléchi l'an passé. Le Royaume-Uni a également profité temporairement de la forte hausse de la livre en 1980, bien que ses effets se soient progressivement inversés l'année suivante lorsque le dollar a amorcé sa vive ascension. En outre, dans le cas de ce dernier pays, maints observateurs ont estimé que le niveau des prix à la consommation avait été inutilement majoré par le relèvement sensible des impôts indirects en 1979, dont les effets secondaires différés ont pu avoir tendance à annihiler les bénéfices potentiels procurés par la vigueur du taux de change. En Italie, la nécessité impérieuse d'opérer des compressions budgétaires a aussi entraîné de fortes augmentations des impôts indirects et des tarifs du secteur public, dont les effets immédiats ont retardé le ralentissement de l'inflation lié à la décélération des prix à l'importation. Enfin, au Canada, les répercussions des flambées des prix de l'énergie ont été étalées dans le temps, grâce à l'application d'une politique d'alignement graduel des prix intérieurs de l'énergie sur les niveaux mondiaux.

Quoi qu'il en soit, il convient de noter que les influences vraiment favorables exercées sur les prix par un taux de change élevé ne se font sentir que si les effets secondaires — en particulier sur les coûts salariaux — sont vigoureux. Dans le cas contraire, la perte de compétitivité internationale qui en résulte nécessitera probablement soit des réductions plus fortes de la demande et de la production, soit une inversion de l'appréciation du taux de change elle-même.

Modification dans l'évolution des salaires. C'est en considérant l'évolution des salaires que l'on peut toutefois se rendre compte — rétrospectivement — que le processus de désinflation a commencé à donner des résultats plus fondamentaux

en 1982. On constate, en effet, que l'augmentation moyenne pondérée des salaires nominaux dans les pays du Groupe des Dix est tombée à son niveau le plus bas depuis au moins 1973, soit en fait à près de 2 points de pourcentage en dessous de la moyenne de la période 1965-72. En d'autres termes, c'est la première rupture sérieuse dans le rythme de l'inflation salariale nominale que le monde ait connue depuis le déclenchement des crises pétrolières il y a dix ans. On relève également des signes encourageants d'une plus grande flexibilité dans le comportement des salaires réels, dont la progression en 1982 - faisant suite à trois ans de croissance négative - était encore inférieure de plus de 2½ points à la moyenne de 1965-72.

Il faut certes assortir ces observations de nombreuses réserves avant d'en tirer des conclusions pour l'avenir. Tout d'abord, cette évolution est très récente, bien que ses premiers signes aient déjà été notés dans le Rapport de l'année dernière. Ensuite, les progrès n'ont pas été satisfaisants partout. Comme le montre le tableau, l'Italie, la France et le Canada doivent être considérés comme des exceptions à la tendance générale, au moins jusqu'à l'an passé. Fait plus significatif peut-être, ce ralentissement de l'inflation salariale ne s'est produit qu'en présence de taux de chômage jamais atteints depuis la fin de la période de reprise économique de l'immédiat après-guerre. Enfin, il faut se rappeler que, partout, le taux d'augmentation des salaires nominaux jugé compatible avec une évolution

Variations des salaires nominaux et réels

Pays	Salaires nominaux ¹					Salaires réels ²				
	1965-72	1979	1980	1981	1982	1965-72	1979	1980	1981	1982
	augmen- tation annuelle moyenne, en %	Variation de décembre à décembre, en %				augmen- tation annuelle moyenne, en %	Variation de décembre à décembre, en %			
Etats-Unis	6,0	8,0	8,6	7,5	5,0	1,8	-4,7	-3,4	-1,3	1,1
Japon	13,4	5,6	5,3	5,5	4,9	7,6	0,0	-2,0	1,1	3,1
Allemagne fédérale	8,3	4,8	7,5	5,1	4,0	4,9	-0,6	2,0	-1,1	-0,6
France	9,6	13,8	15,4	16,4	12,6	4,6	1,8	1,5	2,1	1,7
Royaume-Uni	8,6	19,6	19,5	10,0	7,7	2,8	2,0	3,8	-1,8	2,2
Italie	8,6	22,5	21,6	22,9	15,9	5,0	2,3	0,4	4,2	-0,4
Canada	7,6	9,4	11,6	12,7	9,2	3,6	-0,4	0,3	0,5	-0,1
Belgique	9,7	8,4	10,2	10,3	3,8	5,6	3,1	2,5	2,0	-4,0
Pays-Bas	9,7	4,3	4,1	4,4	6,6	3,9	-0,5	-2,4	-2,6	2,2
Suède	9,6	8,4	11,9	6,8	6,9	4,3	-1,2	-1,9	-2,2	-2,5
Suisse	6,3	2,6	6,4	5,9	6,3	1,9	-2,5	1,9	-0,7	0,8
Pays du Groupe des Dix ³	8,3	9,3	10,0	8,8	6,5	3,7	-1,7	-1,2	-0,3	1,1
Autriche	8,4	5,9	7,0	7,9	6,4	4,2	1,1	0,3	1,4	1,6
Danemark	11,8	13,6	8,5	10,5	9,3	6,1	1,6	-2,1	-1,5	0,3
Espagne	13,9	19,5	20,5	16,2	15,9 ⁴	7,5	3,4	4,7	1,5	2,4 ⁴
Finlande	11,0	8,4	16,1	10,5	8,8 ⁵	5,3	-0,2	2,1	0,6	-0,2 ⁵
Grèce	9,4	22,5	25,0	27,6	36,5	6,3	-1,8	-1,0	4,1	10,9
Irlande	12,4	18,1	21,3	13,6	15,5 ⁵	5,8	1,9	2,6	-7,9	-1,4 ⁵
Norvège	9,5	0,9	15,5	7,3	10,6 ⁵	3,9	-3,6	1,6	-4,1	-0,2 ⁵

¹ Rémunérations horaires dans l'industrie de transformation, sauf en France, en Italie, au Royaume-Uni (1965-72), aux Pays-Bas, en Suisse (1965-72) et en Autriche, où les données se réfèrent aux taux de salaires horaires. ² Salaires nominaux ajustés en fonction de la hausse des prix à la consommation. ³ Sur la base de pondérations proportionnelles au PNB et des taux de change pour 1981. ⁴ Novembre. ⁵ Troisième trimestre.

satisfaisante des prix intérieurs a régressé dans la même mesure que le rythme de croissance séculaire de la productivité de la main-d'œuvre.

Cela dit, l'ampleur des variations qui se dégage d'ores et déjà des statistiques, l'expérience empirique et les initiatives fructueuses prises par les pouvoirs publics pour modifier les dispositifs d'indexation sont autant d'éléments qui donnent sérieusement à penser qu'il ne s'agit pas seulement d'un phénomène cyclique. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni, par exemple, ont, à cette occasion, rejeté catégoriquement toute approche de politique des revenus et n'en ont pas moins obtenu une modification sensible du comportement des salaires. Au Royaume-Uni, l'augmentation la plus récente est inférieure de plus de 10 points à celle qui fut enregistrée il y a deux ans à peine. Aux Etats-Unis, on a signalé des réductions pures et simples des salaires, apparemment dans l'intérêt du maintien de l'emploi.

En Europe continentale de l'Ouest, en revanche, on a toujours eu tendance à adopter une attitude plus pragmatique à l'égard des politiques des revenus proprement dites. Des progrès encourageants sont observés, non seulement dans les statistiques des salaires elles-mêmes, mais souvent aussi dans la conclusion d'accords nationaux de modération des salaires. Bon nombre de ceux-ci ont comporté la suppression ou la modification des mécanismes d'indexation, qui avaient fortement aggravé l'inflation lors des chocs extérieurs sur les prix. C'est ainsi qu'en Italie une réduction de 15% des clauses d'échelle mobile a été approuvée au début de cette année par le gouvernement et les partenaires sociaux. En outre, à l'avenir, les augmentations d'impôts indirects et de tarifs publics ne devront pas affecter l'indice des prix servant de base à l'ajustement. Au Danemark, un blocage général des salaires a été instauré entre octobre de l'an dernier et mars de cette année et, depuis lors, les salariés ont conclu un accord sur deux ans prévoyant des relèvements relativement faibles, malgré la suppression de l'indexation automatique des salaires. Aux Pays-Bas également, le gouvernement a été en mesure de différer l'application d'un programme de contrôle obligatoire des salaires et des prix lorsque, en novembre dernier, la fédération des syndicats et les chefs d'entreprise sont parvenus à s'entendre sur la renonciation à un ajustement de 2½% des salaires au coût de la vie prévu pour le 1er janvier 1983. De même, en Suède, la confédération des employeurs et les syndicats ont conclu un accord salarial favorable dans le secteur privé en mars 1983. En France, l'ancien système d'indexation des salaires dans le secteur public a aussi été abandonné l'an dernier. Enfin, en Belgique, au terme d'efforts soutenus de la part du gouvernement, un ensemble de dispositions obligatoires et volontaires, qui ont modifié sensiblement le précédent dispositif d'indexation, a été mis en vigueur l'hiver dernier. Certains signes montrent que ces mesures commencent à porter leurs fruits et à provoquer les diminutions de salaires réels indispensables à un ajustement efficace dans le prolongement d'une dévaluation.

L'assouplissement des dispositifs d'indexation permet, en général, d'attendre une plus grande flexibilité à plus long terme des salaires réels, ce qui ne serait pas seulement important pour la lutte contre l'inflation, mais devrait également contribuer à la création et au maintien de postes de travail. Il importe donc au

plus haut point que les progrès sensibles enregistrés jusqu'à présent dans la modération des salaires soient préservés dans le cadre d'une reprise de l'activité. En fait, l'évolution enregistrée tout récemment dans ce domaine constitue elle-même l'une des conditions préalables essentielles d'une telle reprise.

Production et demande

Si l'on examine l'évolution de la production et l'économie «réelle» en général, on constate immédiatement que le processus de désinflation s'est accompagné, en fait, d'une grave récession. Comme indiqué précédemment, le taux de croissance du PNB nominal dans les pays du Groupe des Dix a été d'environ 6% en 1982, ce qui est inférieur de quelque 6 points à la moyenne de la période 1976-78. La décélération apparaît assez semblable dans le domaine des prix à la consommation, mais seulement si on la mesure sur la période fin 1979-mars 1983 - c'est-à-dire avec un décalage. Pour que la comparaison soit significative pour la production, il faut évidemment mesurer le ralentissement des prix sur la même période exactement que pour le revenu national. Il convient également de prendre en considération l'évolution du prix du seul produit intérieur, le déflateur du PNB, qui exclut les effets directs des variations des prix à l'importation et, pour l'essentiel, l'incidence des taux d'intérêt. Si l'on procède ainsi, la comparaison - sans être pour autant en contradiction avec les progrès plus récents réalisés sur le plan de la hausse des prix à la consommation - montre clairement que le décalage survenu dans le ralentissement de l'inflation a eu des conséquences sérieuses sur le volume de la production. En effet, entre 1976-78 et 1982, le taux annuel moyen de variation des déflateurs du PNB n'a fléchi que d'un demi-point, passant de 7¼% à 6¾%. Ainsi, la majeure partie de la décélération de la croissance du revenu nominal a correspondu, pendant cette période, à un ralentissement de la croissance de la production réelle. La croissance en volume du PNB dans les pays du Groupe des Dix, qui avait atteint en moyenne 4¼% par an pour les années 1976-78, a enregistré une forte baisse jusqu'à donner lieu, l'an dernier, à une réduction en valeur absolue d'environ ½% du niveau de la production (voir tableau).

En conséquence, même compte tenu d'une légère baisse annuelle de la production en 1975 au cours de la première crise du pétrole, la période 1980-82 a connu le taux de croissance moyen le moins élevé depuis la guerre pour une période de trois ans. Le PNB en volume n'a pas progressé de plus de ¾% en moyenne annuelle depuis 1979. Le plus faible taux enregistré précédemment sur une période de trois ans avait été de 1¾% par an de 1974 à 1976 (et de 2¼% par an en 1956-58). Etant donné que la période triennale la plus récente a débuté avec un niveau de chômage déjà élevé selon les critères de l'après-guerre, il n'est pas surprenant que les chiffres battent maintenant tous les records dans la plupart des pays.

Les facteurs de la demande et le «partage» du PNB nominal. Etant donné que les mouvements de la production réelle ne sont évidemment pas indépendants de l'évolution de la demande nominale sur une période de temps assez longue, il est clair que toute explication de l'évolution réelle de la production devra

nécessairement tenir compte à la fois des variations du revenu nominal lui-même et du rapport entre ses composantes prix et volume.

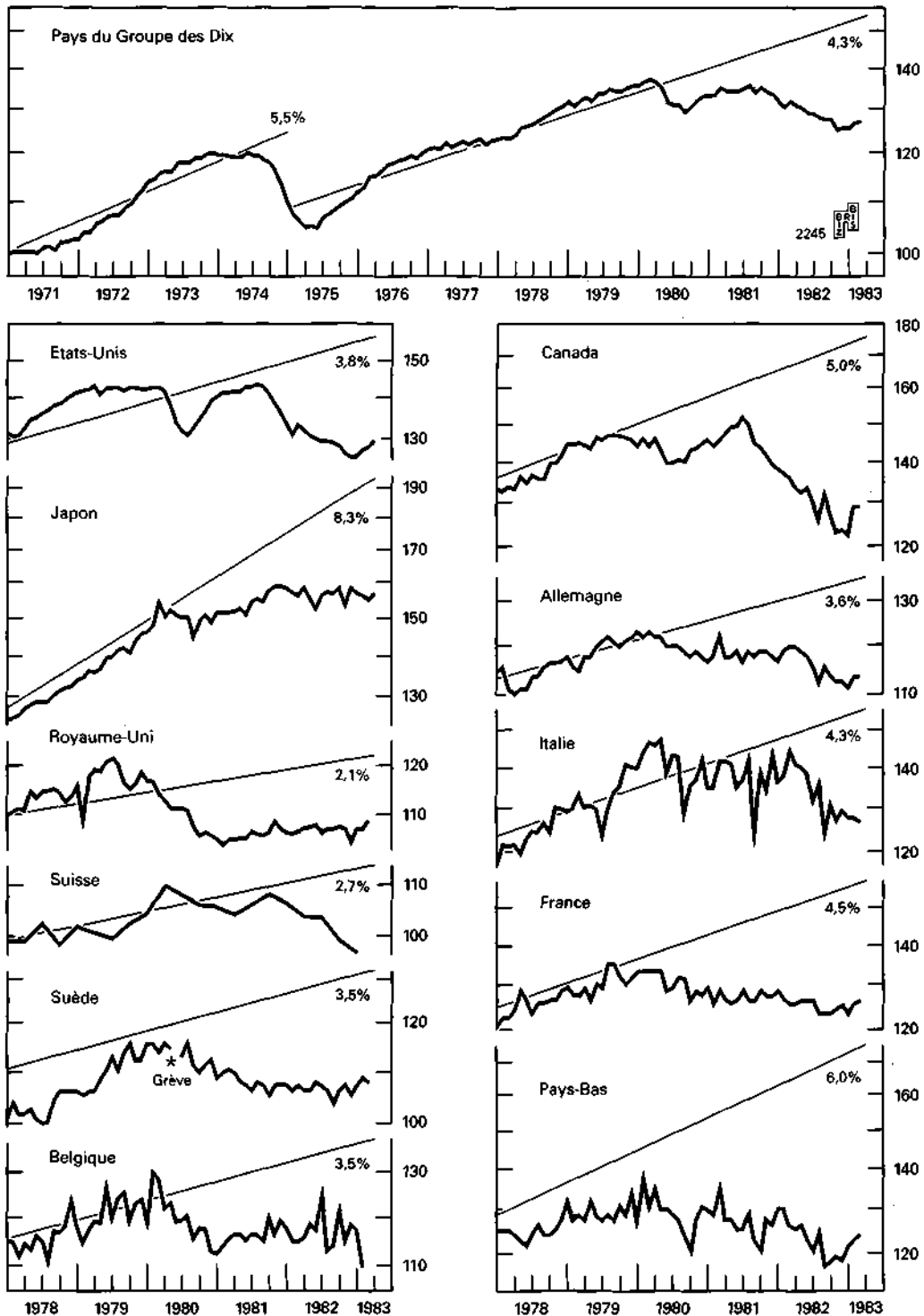
En ce qui concerne le premier aspect, on peut dire – en termes très généraux – que la politique monétaire pratiquée dans la plupart des pays ces dernières années visait essentiellement à réduire peu à peu, mais de manière relativement

**Principaux pays industrialisés:
variations du produit national brut en volume et de ses composantes¹**

Pays	Années	Produit national brut en volume	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations	Variation de la constitution de stocks ²
			secteur privé	secteur public	secteur privé	investissements productifs	logement				secteur public
variations annuelles en volume (en %)										
Etats-Unis	1979	2,8	2,7	1,3 ³	7,3	- 5,3		15,4	6,1	- 0,6
	1980	- 0,4	0,3	2,3 ³	- 2,2	-20,1		8,9	- 0,4	- 0,8
	1981	1,9	1,8	0,9 ³	3,6	- 4,9		- 0,4	7,2	1,0
	1982	- 1,7	1,0	1,4 ³	- 3,8	-10,5		- 7,1	0,0	- 1,2
	1982 IV	- 0,9	2,6	2,7 ³	- 8,2	6,5		-13,6	- 6,8	- 1,6
Japon	1979	5,2	5,9	4,3	11,8	- 1,0	3,1	6,6	14,7	0,5
	1980	4,8	1,3	2,9	8,0	- 9,4	- 3,2	18,8	- 3,9	- 0,1
	1981	3,8	0,5	4,6	5,6	- 2,6	5,3	15,9	5,5	- 0,2
	1982	3,0	4,2	3,5	1,9	- 1,0	0,7	3,3	3,1	- 0,1
	1982 IV	3,7	5,2	3,3	1,1	7,4	1,2	0,1	- 4,1	- 0,6
Allemagne fédérale	1979	4,0	3,1	3,4	8,6	6,0	4,5	4,9	10,3	1,3
	1980	1,8	1,5	2,8	3,4	3,3	2,1	5,8	4,4	- 0,7
	1981	- 0,2	- 1,2	2,0	- 2,7	- 4,0	- 7,7	8,5	1,2	- 1,2
	1982	- 1,1	- 2,2	0,2	- 5,2	- 4,9	- 7,9	3,7	0,6	0,3
	1982 IV	- 2,1	- 2,5	0,6		- 2,4 ⁴		- 2,2	- 1,3	0,0
France	1979	3,1	3,2	1,8	1,8	4,7	1,6	7,1	10,5	0,3
	1980	1,3	1,5	1,3	4,2	- 3,8	1,6	3,0	4,6	0,7
	1981	0,2	2,2	2,4	- 2,3	- 1,2	- 0,7	5,1	1,0	- 2,1
	1982	1,8	2,1	3,1	0,4	- 1,0	0,6	- 0,4	3,6	0,7
	1982 IV	0,9	3,4	3,1	0,6	- 6,1	- 2,8	- 1,5	0,0	0,0
Royaume-Uni	1979	1,6	4,9	1,8	5,9	-13,3	- 2,5	2,6	11,2	0,6
	1980	- 1,9	- 0,1	1,9	1,1	-16,1	- 5,9	0,4	- 3,3	- 2,9
	1981	- 2,0	0,4	0,0	- 2,2	-15,5	-17,6	- 2,2	- 0,3	- 0,3
	1982	1,4	1,1	2,0	5,6	10,5	- 6,0	0,5	4,4	1,0
	1982 IV	2,7	3,0	2,4	2,4	16,8	- 0,3	- 1,3	- 2,0	- 0,3
Italie	1979	4,9	5,3	1,7	12,0	2,9	1,9	9,1	13,8	1,2
	1980	3,9	4,3	2,1	14,0	4,7	6,1	- 4,3	8,3	3,0
	1981	0,1	0,5	3,0	- 1,3	0,5	1,2	5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,3	0,3	1,8	- 5,9 ³	2,7		1,2	2,1	0,2
	1982 IV	- 2,4				- 6,3 ⁴		- 6,8	- 0,9	
Canada	1979	2,9	2,0	0,9	12,4	- 2,8	- 5,5	2,9	7,2	1,4
	1980	0,5	1,1	- 1,0	7,4	- 6,1	0,7	1,8	- 2,0	- 2,0
	1981	3,1	1,9	0,9	6,4	5,6	2,2	1,6	2,6	1,1
	1982	- 4,8	- 2,5	0,7	-11,5	-23,5	2,1	- 0,7	- 8,2	- 2,9
	1982 IV	- 5,7	- 2,3	- 0,7	-16,7	-11,6	2,6	3,4	- 5,7	- 2,7
Pays du Groupe des Dix ⁵	1979	3,4	3,7	2,0		4,9 ⁴		7,8	9,6	0,2
	1980	1,1	0,9	2,1		- 0,8 ⁴		5,9	1,1	- 0,5
	1981	1,4	1,1	1,4		0,3 ⁴		4,5	1,8	0,1
	1982	- 0,4	1,0	1,5		- 2,8 ⁴		- 0,6	1,2	- 0,4

¹ Les chiffres de 1982 et de 1982 IV sont encore préliminaires. ² En % du produit national brut de l'année précédente. ³ Investissement public compris. ⁴ Montant total de l'investissement fixe. ⁵ Pondérations du PNB et taux de change pour 1981.

Production industrielle*
 Décembre 1970 = 100



* Les tendances logarithmiques sont estimées sur la période 1963-78, compte tenu d'un écart à la fin de 1974. Les estimations ne tiennent pas compte des caractéristiques spécifiques des divers pays, ni des réductions supplémentaires éventuelles du taux tendanciel de croissance après 1978.

graduelle, le taux d'expansion du PNB nominal. Cependant, comme on l'a déjà noté (voir le graphique de la page 13), le revenu nominal a subi, notamment en 1982, un tel ralentissement que l'on est en droit de se demander si d'autres influences n'ont pas pris le pas sur l'intention gradualiste des autorités. Pareille évolution pourrait être sans grande importance – et constituer même un élément favorable – s'il n'y avait pas un risque d'interaction entre le rythme du processus de désinflation lui-même et le «partage» prix/volume de production. En d'autres termes, plus la désinflation est forte, plus elle risque d'exercer un effet dépressif (plus que proportionnel) sur la croissance de la production – du moins à court et à moyen terme.

Quoi qu'il en soit, il ne fait guère de doute que, par suite de la décélération, supérieure aux prévisions, du revenu nominal, la production a été nettement plus faible pour l'année 1982 elle-même que la plupart des observateurs ne l'avaient prévu, ou même que les responsables de la politique ne l'avaient souhaité. La meilleure illustration de l'écart entre les prévisions et les résultats est fournie par le contraste entre la reprise escomptée au cours de l'année et le chiffre observé, qui révèle une quasi-stagnation de la production au second semestre. A ce moment-là, la production dans les pays industrialisés se situait à un niveau inférieur de quelque 2 à 2½% aux estimations généralement avancées sur le plan international l'hiver précédent.

L'examen des diverses catégories de la demande entrant dans la composition du PNB dans les principaux pays donne quelques indications sur l'origine de cette faiblesse (voir tableau page 22). Il ressort clairement de ces données que la quasi-totalité du ralentissement de la croissance de la demande en 1982 a porté, globalement, sur l'investissement intérieur (tant en capital fixe qu'en stocks) et sur les exportations. Pour les pays du Groupe des Dix, la formation brute de capital fixe a probablement baissé en moyenne de 2¼% environ et le fléchissement de la constitution des stocks a atteint près de ½% du PNB moyen. En outre, les exportations ont régressé de ½%, après avoir progressé de 4½% l'année précédente.

Il ressort du tableau que le principal facteur d'influence des exportations a probablement été le ralentissement sensible de l'accroissement des importations

Demande d'exportations des pays industrialisés, 1978–82

Années	Importations de biens par les		Exportations ¹		
	PVD non membres de l'OPEP	pays de l'OPEP	de biens par les		de biens et services ²
			pays du Groupe des Dix	Etats-Unis	
variation, en volume (en %)					
1978	10,5	- 0,3	5,6	10,9	5,6
1979	11,0	-10,6	6,0	11,3	6,3
1980	5,0	21,3	3,9	10,5	5,2
1981	2,0	22,5	2,9	- 3,5	4,1
1982	- 6,5	5,0	- 2,2	-10,3	0,3
1982 IV/1981 IV	.	.	- 5,2	-13,7	.

¹ Y compris les échanges commerciaux au sein du groupe de pays considéré. ² Pays de l'OCDE, sur la base de la comptabilité nationale.

des pays non industrialisés. Ainsi, la croissance en volume des achats de biens par les pays de l'OPEP est tombée de 22½% en 1981 à 5% environ l'an dernier, en liaison avec la disparition de l'excédent de l'OPEP et l'affaiblissement du prix du pétrole. Fait peut-être encore plus significatif, on estime que le volume des biens importés par les pays en développement non membres de l'OPEP s'est contracté de 6½% en 1982, alors qu'il avait progressé de 2% l'année précédente et jusqu'à 11% en 1979. Cette évolution s'explique évidemment par les restrictions imposées à nombre de ces pays en raison de la crise provoquée par le montant élevé de leur endettement international. Cette crise avait été elle-même avivée par le haut niveau des taux d'intérêt dans le monde, la fermeté du dollar et la faiblesse de la demande de matières premières et d'autres biens importés de la part des pays industrialisés.

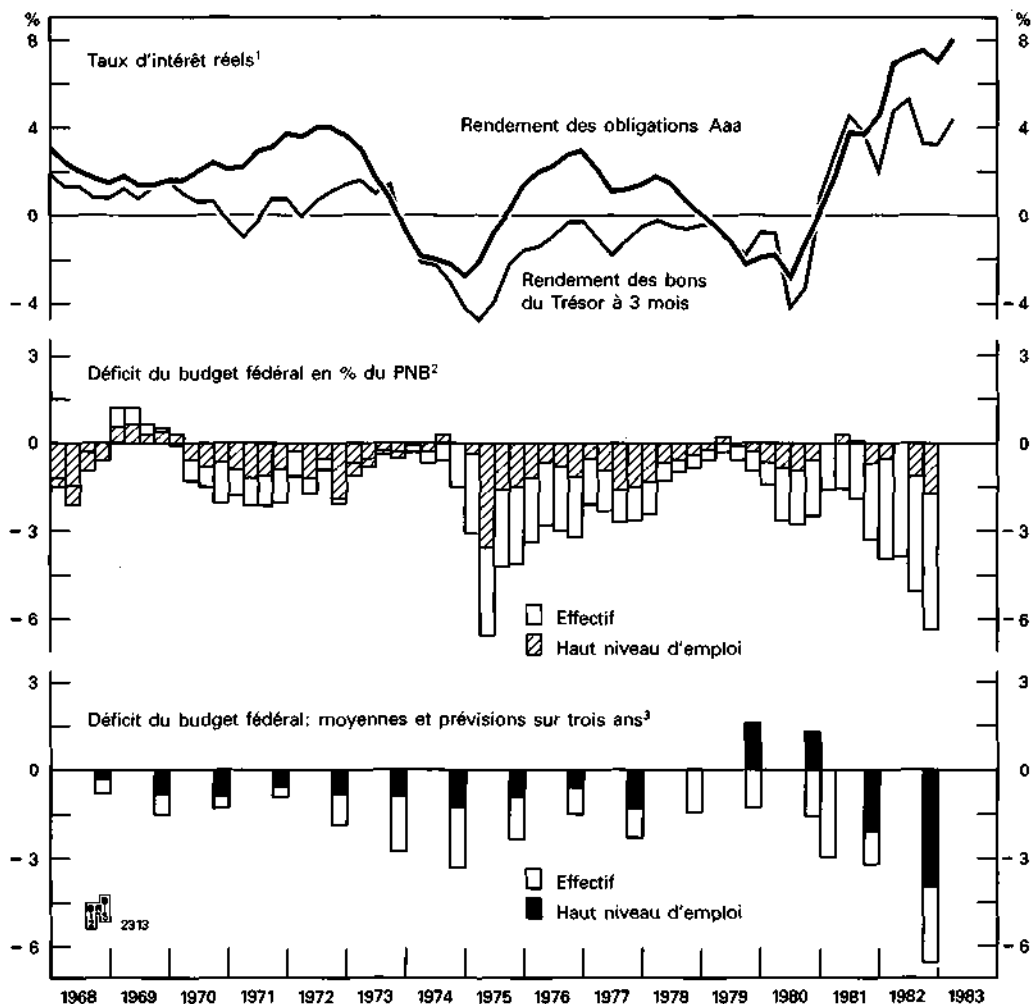
Si l'on ajoute à cela le rôle que les taux d'intérêt élevés ont probablement joué dans la faiblesse, déjà évoquée, des dépenses d'investissement dans les pays industriels eux-mêmes, on décèle un facteur commun qui pourrait constituer l'une des explications de l'atonie de la demande d'exportations et d'investissements. L'objet du présent chapitre n'est pas d'analyser toutes les influences qui affectent les taux d'intérêt — notamment aux Etats-Unis. Il semble toutefois indiqué d'examiner ici un facteur qui peut avoir exercé un effet relativement important à cette occasion, à savoir la politique budgétaire américaine.

Le problème du dosage des politiques monétaire et budgétaire aux Etats-Unis. Le problème du dosage des politiques monétaire et budgétaire aux Etats-Unis a déjà été traité de manière assez approfondie dans le Rapport de l'année dernière. Il y était dit que, malgré l'expansion vigoureuse des programmes de dépenses militaires et les projets de réductions sensibles des impôts, la nouvelle Administration comptait beaucoup sur une forte réaction de l'économie, en vertu de la «théorie de l'offre», pour combler l'impasse budgétaire. Selon cette théorie, l'expansion économique aurait été assez forte pour entraîner une progression très substantielle des recettes totales, même en présence d'un abaissement des taux d'imposition. En même temps, toutefois, il fallait maintenir l'orientation fermement désinflationniste de la politique monétaire. De la sorte, les progrès constants dans la réduction de l'inflation devaient être compatibles avec la reprise économique et le renforcement considérable du potentiel militaire.

Dans le secteur financier, cependant, la réaction à ce programme économique a été prudente, sinon négative. On craignait soit de ne pas voir se concrétiser l'augmentation des recettes fiscales escomptée selon la théorie de l'offre — ce qui aurait donné lieu à un grave conflit entre les orientations des politiques budgétaire et monétaire — soit un dépassement des objectifs monétaires, avec les conséquences qui en auraient découlé sur le plan de l'inflation. Dans les deux cas, cela se serait traduit par une augmentation des taux d'intérêt.

L'aspect singulier de l'évolution qui en est résultée est que — comme le montre le graphique — la situation budgétaire a effectivement commencé à se détériorer en 1981 et en 1982, mais cette détérioration a été due au premier chef à l'affaiblissement de l'économie et à l'influence des stabilisateurs automatiques. En d'autres termes, étant donné la récession, cette orientation budgétaire n'était

Etats-Unis: dosage des politiques monétaire et budgétaire



¹ Les taux d'intérêt réels sont mesurés à l'aide du taux de variation des prix à la consommation pendant les douze mois précédents. ² Sur la base des comptes nationaux de revenu et du produit. Source: Département du Commerce des Etats-Unis. ³ Les chiffres pour 1968-76 indiquent le déficit fédéral enregistré (sur une base unifiée comprenant les dépenses hors budget) en proportion du PNB pour la période de trois ans commençant le trimestre suivant. Les chiffres pour 1977-82 indiquent les prévisions correspondantes (exercice budgétaire) de l'Administration établies aux dates représentées. Le chiffre du premier trimestre de 1981 représente la prévision budgétaire révisée faite en février par la nouvelle Administration; il n'a pas été publié, à cette occasion, de prévision pour une situation de haut niveau d'emploi.

pas nécessairement inappropriée si on l'appréciait selon les critères analytiques habituels. Néanmoins, conformément à l'opinion générale du marché, les taux d'intérêt ont en fait connu une très vive hausse. Déduction faite du taux d'inflation par rapport à l'année précédente, les taux réels à long terme, ainsi mesurés, ont atteint des niveaux records de 7 à 8%.

Il semble donc que, compte tenu des objectifs monétaires jugés compatibles avec la maîtrise de l'inflation, les anticipations concernant les futurs déficits budgétaires aient contribué à porter les taux d'intérêt à des niveaux plus déflationnistes qu'il n'était souhaitable. S'il en a été ainsi, ce facteur peut aider à expliquer

l'ampleur de la baisse de l'expansion du PNB nominal analysée précédemment. Autrement dit, le dommage a été causé par la crainte éprouvée par le marché au sujet des déficits budgétaires *futurs* plutôt que des déficits courants – crainte qui, néanmoins, pourrait fortement influencer les taux d'intérêt courants.

Cela n'est évidemment pas facile à démontrer – du fait surtout que les premières prévisions budgétaires officielles reflétaient évidemment les résultats escomptés dans le cadre de la théorie de l'offre. Comme le montre la partie inférieure du graphique, bien que la nouvelle Administration ait établi en 1981 des projections triennales de déficits plus élevés que celle qui l'avait précédée, ces projections ne paraissaient pas trop préoccupantes dans le contexte de la récession. De nombreux observateurs les jugeaient néanmoins nettement trop faibles. D'ailleurs, lors de la présentation du dernier budget au Congrès au début de cette année, une méthode de calcul plus réaliste (s'inspirant moins de la théorie de l'offre) a révélé une série sans précédent de déficits structurels (c'est-à-dire corrigés du facteur cyclique), et cela même après que d'importantes mesures de réduction de dépenses et d'augmentation des recettes eurent été prises. En d'autres termes, les doutes éprouvés dix-huit mois auparavant par de nombreux observateurs et opérateurs du marché financier se voyaient clairement confirmés. Une autre confirmation a été fournie par le fait que les emprunts de l'Etat sur les marchés du crédit sont passés brusquement d'un peu moins de \$100 milliards en rythme annuel au premier semestre de 1982 à près de \$225 milliards au second.

Le fait que les taux d'intérêt à long terme ont été lents à baisser, au moins en termes corrigés de l'inflation, même après l'adoption, à la fin de l'année dernière, d'une attitude un peu plus accommodante en matière monétaire, est également révélateur. Il donne à penser que ce n'était pas la politique monétaire courante qui était au cœur du problème puisque la politique est devenue plus accommodante à partir du milieu de l'année, les agrégats retenus permettant une expansion réelle de la production. Il semble plutôt indiquer que l'annonce d'un changement d'orientation décisif – et inédit – de la politique budgétaire a été l'une des causes essentielles du niveau élevé des taux d'intérêt.

Il serait néanmoins imprudent de voir dans les difficultés liées au dosage de la politique économique américaine le seul élément responsable de l'aggravation à court terme de la récession mondiale. Il est probable que la réduction de l'inflation à son niveau actuel aurait de toute façon entraîné tôt ou tard de lourdes pertes en termes de production. Et, bien que les répercussions internationales soient naturellement plus graves lorsqu'il s'agit des Etats-Unis, ce pays n'est pas le seul à avoir des problèmes budgétaires.

La politique budgétaire hors des Etats-Unis. Le cas des Etats-Unis est probablement unique cependant, en ce sens que le problème budgétaire concerne essentiellement les orientations futures de la politique économique, par opposition à la situation passée et présente. Les autres pays peuvent être répartis en deux groupes. Le premier rassemble ceux dont on peut dire qu'ils sont bien engagés dans la voie de l'assainissement budgétaire, alors que les pays du second groupe en sont à un stade nettement moins avancé.

Dans le premier groupe, on peut ranger trois des principaux pays: Japon, Allemagne et Royaume-Uni. Pour ce dernier, il convient de mentionner tout particulièrement, étant donné l'ampleur de la récession qu'a connue ce pays, la diminution de la part de l'épargne brute du secteur privé absorbée par le secteur des administrations publiques au cours de ces dernières années. De même, au Japon, où la montée du chômage a été beaucoup plus faible, la consolidation des finances publiques doit néanmoins être replacée dans le contexte d'une croissance lente. En Allemagne enfin, malgré une légère augmentation, depuis 1979, du ratio déficit des administrations publiques/épargne, les autorités ont su garder le contrôle de la situation fondamentale. En d'autres termes, pour ces trois pays, on peut raisonnablement affirmer que, compte tenu de la situation conjoncturelle de leur économie, les déficits budgétaires enregistrés ne doivent pas être considérés comme alarmants. Certes, ils demeurent élevés par rapport à leurs niveaux antérieurs, mais cette remarque vaut également pour la récession. D'ailleurs, au Japon, les autorités envisageaient sérieusement, en mars et avril de cette année, la mise en application de certaines mesures d'assouplissement budgétaire.

Dans le second groupe de pays se trouvent l'Italie et la France, ainsi que plusieurs pays européens plus petits. Dans le cas de la France, cependant, de sévères compressions ont été opérées en début d'année pour soutenir le processus d'ajustement contenu implicitement dans le réaligement des taux de change du SME intervenu en mars. Si ces mesures portent leurs fruits, elles pourraient, à elles seules, permettre à la France de quitter le groupe des pays dont les problèmes budgétaires ne sont pas encore résolus.

Parmi les pays de plus petite dimension, c'est en Belgique, au Danemark et en Suède que la détérioration de la situation budgétaire a été la plus sérieuse et la plus spectaculaire — et l'on s'est d'ailleurs rendu compte depuis quelque temps que, faute de mesures correctrices, cette situation pourrait devenir intolérable à plus ou moins long terme. Autrement dit, même si une puissante reprise généralisée de l'activité économique se produisait, elle ne pourrait réduire que partiellement, par le jeu des mécanismes de stabilisation automatique, les déficits budgétaires récents de ces pays.

Les préoccupations suscitées par la politique budgétaire ne se sont cependant pas limitées au problème des déficits financiers durant ces dernières années. Il convient de rappeler que de nombreux pays se sont également montrés désireux de réduire l'importance du secteur public par rapport au PNB. Une telle évolution est déjà souhaitable en soi, en ce sens que l'accroissement de la part des ressources absorbées, ou acheminées, par le secteur public a souvent été dénoncé comme un facteur certainement important de la détérioration des résultats généraux de l'économie mondiale. D'un autre côté, on a estimé que l'augmentation de la pression fiscale pourrait exercer une incidence paralysante et risquer d'aggraver les pressions sur les salaires induites par la fiscalité.

Ainsi, malgré la récession, les autorités se sont résolument attaquées à la réduction des déficits et des dépenses publiques, en modifiant notamment les mécanismes d'indexation et les programmes d'aide sociale. On s'est rendu compte

**Déficits financiers des administrations publiques¹
en pourcentage de l'épargne brute du secteur privé, 1966-82**

Pays	1966-69	1970-73	1974-77	1978	1979	1980	1981	1982 ²
	moyennes annuelles							
Etats-Unis	- 0,4	0,5	6,6	- 0,2	- 3,6	7,6	5,6	20,6
Japon . . . . .	.	- 2,9	9,0	18,2	16,6	14,0	14,4	13,3
Allemagne fédérale	1,2	- 1,2	15,9	12,9	15,4	16,2	20,4	19,1
France	- 1,1	- 4,0	3,8	8,8	3,3	- 2,1	8,7	15,3
Royaume-Uni	4,1	4,4	26,6	19,8	15,5	18,2	13,6	13,4
Italie . . . . .	.	23,7	33,4	35,1	33,3	30,3	44,8	45,1
Canada	- 5,9	- 3,1	6,8	15,5	9,3	9,8	6,2	30,5
Belgique	6,8	9,4	16,6	27,4	33,6	43,4	61,9 ²	57,0
Pays-Bas	3,8	- 0,2	8,1	14,8	20,1	21,6	26,5 ²	30,0
Suède	-33,1	-32,6	-19,9	3,8	19,6	22,4	31,0 ²	38,0

¹ 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 encore plus élevés par rapport à l'épargne brute du secteur privé. ² Estimations.

Sources : Statistiques nationales et OCDE.

que ces deux éléments étaient à l'origine de maintes difficultés, tant dans l'immédiat que pour l'avenir, dans le contexte d'une croissance probablement lente et d'une augmentation du nombre des bénéficiaires de ces prestations. D'un autre côté, ces efforts ont contribué à réduire les déficits structurels à plus long terme. Mais, comme dans le cas des déficits budgétaires, et par suite des effets automatiques de la récession, les progrès accomplis par les autorités sur le plan de la consolidation n'ont pu se traduire dans les chiffres relatifs aux dépenses et à la pression fiscale. En effet, dans les sept principaux pays industriels, le ratio des dépenses totales des administrations publiques au PNB a continué d'augmenter en 1982, cette fois de 1,5 point en moyenne, et a été ainsi porté à quelque 42%, contre 37½% en 1978, c'est-à-dire il y a seulement cinq ans. En outre, dans la plupart des cas, les chiffres de 1982 constituent de nouveaux records pour l'après-guerre. Plus inquiétant peut-être est le fait que ces compressions budgétaires ont eu tendance à affecter, pour une bonne part, les programmes d'équipement plutôt que les dépenses courantes. Si cela traduit la relative facilité avec laquelle on peut réduire les décaissements de cette nature, il n'en demeure pas moins que l'investissement du secteur public peut jouer un rôle structurel particulièrement important, en ce sens qu'il encourage l'investissement du secteur privé et stimule l'emploi.

Sur le plan fiscal, la pression ne s'est atténuée qu'aux Etats-Unis (de près de 1%, à 31,7%), mais seulement au prix d'un accroissement sensible du déficit des administrations publiques, qui est passé de 1% à 3¼% du PNB. Dans les autres pays, la pression fiscale est restée très élevée, même au Royaume-Uni où la réduction du déficit budgétaire a pris le pas sur toute autre considération.

Le problème du chômage

A la fin de l'année dernière, presque tous les pays ont enregistré une forte aggravation du chômage, dont les taux ont ainsi atteint des niveaux sans précédent depuis la guerre. Au printemps de 1983, le chômage se situait à près de 9%

en moyenne dans les pays du Groupe des Dix et était encore bien plus élevé dans certains secteurs de la population active, chez les jeunes essentiellement. Depuis 1980, qui était déjà considérée comme une année de fort chômage selon les critères de l'après-guerre, le nombre des sans-travail s'est accru de plus de moitié.

On peut raisonnablement attribuer la cause directe de ce nouveau bond en avant du chômage à la faiblesse de l'activité au cours des trois dernières années, et notamment à la chute brutale de la production l'an passé. Certes, en Europe – à l'exclusion cependant du Royaume-Uni – la croissance de la population active s'est quelque peu accélérée durant ces trois dernières années. Aux Etats-Unis, en revanche, l'expansion de l'offre de main-d'œuvre s'est ralentie au cours de la période la plus récente, de sorte que, pour les pays industrialisés dans leur ensemble, les variations du taux de croissance de la population active n'ont probablement guère eu d'incidence nette sur l'évolution à court terme du chômage.

Chômage

Pays	1974	1976	1978	1979	1980	1981	1982	1982 déc.	1983 mars
	moyennes annuelles, en % de la population active								
Etats-Unis	5,6	7,7	6,1	5,9	7,2	7,6	9,7	10,8	10,3
Canada	5,3	7,1	8,4	7,5	7,5	7,6	10,8	12,8	12,6
Japon	1,4	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,4	2,6
Allemagne fédérale	2,7	4,6	4,4	3,8	3,9	5,6	7,7	8,5	9,3
France	2,3	4,3	5,3	6,0	6,4	7,8	8,8	8,9	8,8
Royaume-Uni	2,6	5,2	5,5	5,1	6,5	10,2	12,0	12,7	13,0
Italie	5,4	6,7	7,2	7,7	7,6	8,4	9,1	9,8 ^{1,2}	.
Pays-Bas	3,3	5,5	5,1	5,1	5,9	9,0	12,3	14,1	16,5 ³
Suède	2,0	1,6	2,2	2,1	2,0	2,5	3,1	3,4	3,6
Belgique	2,6	5,7	7,0	7,2	7,9	9,4	11,0	11,6 ²	12,2 ²
Suisse	0,0	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,7	0,8
Pays du Groupe des Dix	3,7	5,5	5,1	5,0	5,7	6,6	8,1	8,8	8,8

¹ Première semaine de janvier 1983. ² Données non désaisonnalisées. ³ Nouvelles séries à partir de janvier 1983.

Mais le fait d'imputer les variations à court terme du chômage à des facteurs conjoncturels n'exclut pas forcément l'action exercée depuis beaucoup plus longtemps par d'autres forces sous-jacentes, ni que les niveaux de chômage, qui se manifestent initialement dans un contexte conjoncturel, puissent revêtir ultérieurement un aspect plus structurel.

Pour illustrer ces propos, il convient de rappeler que des facteurs démographiques ont été à l'œuvre depuis longtemps déjà, à commencer par la progression des taux d'activité de la population féminine et l'arrivée dans la population active de la génération dite du «baby-boom». De plus, ces deux évolutions ont eu tendance l'une et l'autre à accroître la proportion, au sein de la population active totale, de groupes pour lesquels les taux de chômage sont en général relativement élevés.

Plus important peut-être est le fait qu'on voit de plus en plus dans les niveaux inappropriés des salaires l'une des causes principales des taux de chômage actuels. Sur le plan empirique, l'un des éléments les plus convaincants à l'appui

de ce point de vue paraît être la corrélation qui existe entre la souplesse plus grande des salaires réels aux Etats-Unis et l'amélioration sensible du niveau de l'emploi dans ce pays au cours de la dernière décennie, alors qu'en Europe la rigidité plus marquée des salaires réels s'est accompagnée de résultats nettement moins bons dans ce domaine. Ainsi, entre 1970 et 1980, le niveau de l'emploi aux Etats-Unis a progressé au total de quelque 2½% par an, contre ¼% seulement en moyenne dans les pays de la CEE.

Il est cependant difficile d'évaluer avec certitude l'incidence des niveaux excessifs des salaires sur le chômage. On s'accorde à penser qu'ils provoquent notamment une substitution de capital à une main-d'œuvre trop coûteuse, ce qui tendrait à accroître la productivité apparente du travail. Et il est vrai qu'en Europe — où le problème des salaires réels se pose avec le plus d'acuité — les gains de productivité ont été généralement bien plus sensibles qu'en Amérique du Nord. D'un autre côté, la croissance de la productivité a nettement fléchi dans tous les pays par rapport aux tendances observées dans les années soixante et au début des années soixante-dix. Même au Japon, un ralentissement sensible s'est produit, malgré la souplesse notable des salaires réels, surtout pendant et après le second choc pétrolier.

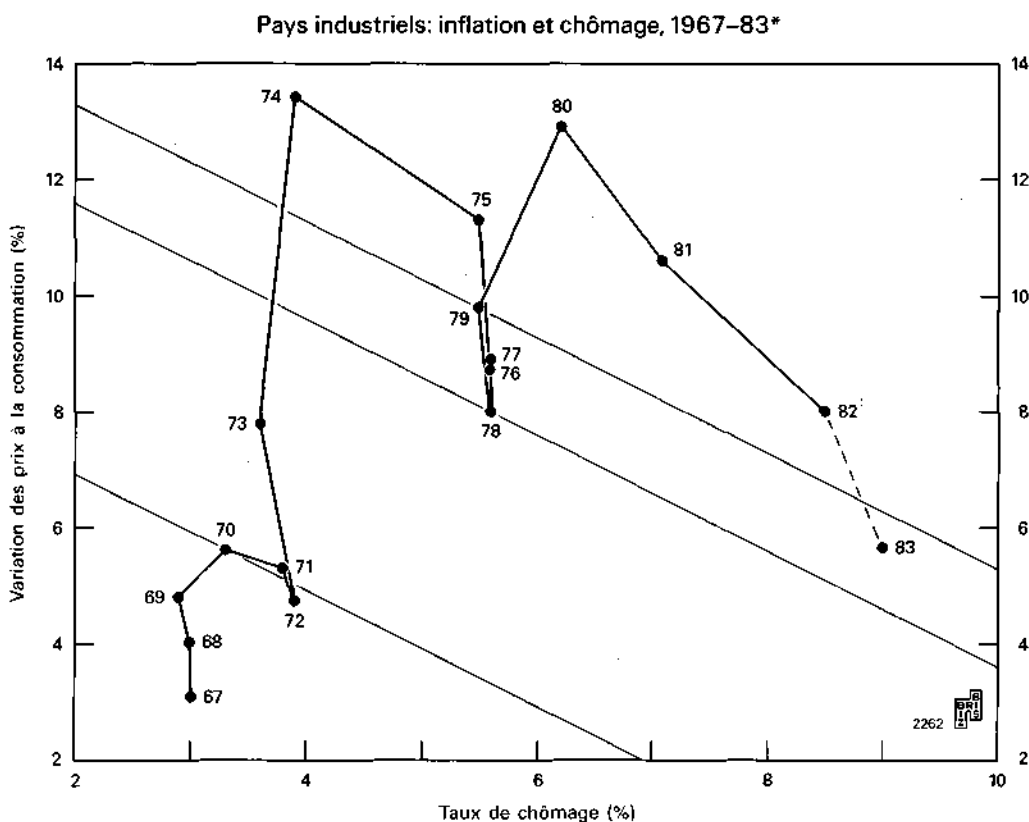
Un autre mécanisme comportant des coûts salariaux excessifs concerne non pas la substitution capital/main-d'œuvre, mais les niveaux insuffisants de l'investissement tant d'extension de capacités que de remplacement. Et — comme l'ont souvent noté non sans préoccupation les Rapports précédents — l'évolution tendancielle de l'investissement connaît effectivement un ralentissement général et sensible depuis 1973 — ce qui suscite d'ailleurs des doutes supplémentaires quant à l'ampleur de la substitution capital/main-d'œuvre. Le danger d'une telle évolution est évidemment que le volume du stock de capital ne soit pas adapté aux exigences en matière d'emploi et qu'il en résulte un accroissement du chômage structurel. Mais, dans ce cas, on ne peut savoir avec certitude si c'est aux salaires réels excessifs eux-mêmes ou bien au ralentissement plus général de la croissance économique qu'il faut imputer la responsabilité de la baisse de l'expansion du stock de capital. En d'autres termes, le mécanisme bien connu de l'accélérateur peut avoir joué un rôle, en liaison — plus récemment — avec des taux d'intérêt anormalement élevés. D'aucuns estiment également que l'instabilité excessive des taux de change peut avoir affaibli l'incitation à investir.

Il est donc difficile, sinon impossible, de trancher sur la base des éléments disponibles. Bien que les facteurs liés à la demande aient pu en fin de compte jouer un rôle prépondérant, il est vraisemblable que la situation salaires réels/rentabilité aurait eu en tout cas une forte incidence sur l'emploi — surtout par le biais de la substitution capital/main-d'œuvre — même en présence d'une croissance beaucoup plus forte de la demande globale. De toute façon, si la croissance de la production et du stock de capital se maintient à de faibles niveaux sur une période prolongée, le résultat final — à savoir l'augmentation du chômage structurel — sera sans doute identique, quel que soit le mécanisme sous-jacent. Dans ce cas, il ne faudrait pas perdre de vue que les économies risquent de se trouver prises dans ce qu'on a appelé «le piège de la croissance faible».

Désinflation: résultats et perspectives

Les sections précédentes font état d'un ralentissement assez spectaculaire de la hausse des prix à la consommation au cours des trois dernières années et, parallèlement, d'une augmentation fort sensible du chômage et de sévères pertes de production. Pour procéder à une évaluation du processus désinflationniste réalisé jusqu'à présent, il faut de toute évidence tenir compte à la fois des avantages et des coûts qui en découlent. Mais, une évaluation globale requiert également une analyse des perspectives d'évolution. Autrement dit, plus les politiques désinflationnistes auront pu contribuer à modifier durablement le comportement des prix et des coûts, moins on devrait, en toute logique, considérer comme coûts, dans un sens plus fondamental, le faible niveau de la production et le chômage élevé constatés actuellement.

Le graphique et le tableau ci-après montrent la situation la plus récente en ce qui concerne la combinaison de l'inflation et du chômage. Comme on le sait, toute tentative visant à combiner en un seul indice les deux phénomènes implique soit le recours à une série de pondérations totalement arbitraire, soit l'introduction d'un jugement de valeur spécifique par l'observateur individuel. Ainsi, même l'indice dit d'«inconfort», qui est simplement la somme des taux de chômage et d'inflation, est



* Moyennes pour les périodes indiquées, sauf pour 1983 où le point représente le chômage moyen en février par rapport à la variation des prix à la consommation au cours des douze mois précédents.

arbitraire. Il peut cependant présenter une certaine utilité pour évaluer le processus désinflationniste à son stade actuel. En effet, il est probable que presque tout le monde définirait le «succès» de la désinflation comme l'obtention de faibles niveaux *à la fois* pour l'inflation et pour le chômage. Autrement dit, à plus ou moins long terme, l'efficacité d'une politique désinflationniste devrait se traduire par un déplacement des points du graphique vers l'origine.

Les trois lignes parallèles du graphique passant par certaines années relient les points de mêmes niveaux de l'indice moyen d'inconfort. Si l'on utilise ces lignes comme critères de comparaison, le graphique révèle bien un certain progrès malgré la forte hausse du chômage. Au printemps de cette année, l'indice global avait fléchi par rapport à son maximum et revenait vers son niveau de 1978. Il convient toutefois de rappeler le caractère arbitraire de l'indice. L'utilisation de pondérations différentes et/ou d'une représentation non linéaire de l'indice pourrait fort bien faire apparaître l'évolution la plus récente sous un autre jour. De même, l'examen du graphique donne à penser, intuitivement, qu'une nette régression du chômage constituerait actuellement la voie la plus sûre et la moins ambiguë vers une situation plus satisfaisante. Cette conclusion n'implique absolument pas, cependant, que les autorités devraient modifier l'orientation de leur politique et axer davantage leur action à court terme sur l'emploi; elle ne signifie pas non plus que cette façon de procéder améliorerait globalement le couple inflation/chômage.

Indices d'«inconfort», 1970-83

Pays	1970	1975	1978	1979	1980	mars 1983
Japon	8,9	13,8	6,1	5,6	10,1	4,9
Etats-Unis	10,9	17,7	13,7	17,1	20,7	13,9
Royaume-Uni	8,9	28,0	13,8	18,5	24,6	17,4
Allemagne fédérale	4,1	10,7	7,1	7,9	9,4	12,8
Pays-Bas	4,8	15,4	9,2	9,3	12,5	19,2
Belgique	5,7	17,3	11,5	11,7	14,5	21,0
France	7,6	15,6	14,6	16,6	19,9	17,7
Italie	10,6	23,3	19,7	23,3	28,8	26,2
Canada	9,1	17,7	17,3	16,6	17,7	19,8
Suède	8,6	11,4	12,3	9,3	15,6	12,0
Suisse	3,6	7,1	1,4	4,0	4,2	5,6
Pays du Groupe des Dix	9,1	16,9	12,1	14,2	17,8	13,6

Quoi qu'il en soit, le tableau montre que l'évolution a été fort différente d'un pays à l'autre. L'amélioration de l'indice global d'inconfort est à mettre au compte essentiellement du Japon, des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Pour le premier nommé, l'indice est encore moins élevé qu'en 1970. En revanche, plusieurs pays ne font état d'aucun progrès — par suite en partie de l'incidence de la faiblesse du taux de change de leur monnaie. Dans le cas des Pays-Bas, on note même une nouvelle détérioration de l'indice, malgré l'évolution relativement satisfaisante sur le plan de l'inflation.

Si l'on considère cependant la situation dans son ensemble, on peut conclure en première analyse qu'il n'est pas exclu, au vu des indications dont on

dispose, que, dans plusieurs cas importants, la désinflation commence au moins à produire les effets à plus long terme souhaités. Toutefois, les résultats obtenus à ce jour — en termes d'indices d'inconfort — ont été dus presque entièrement au ralentissement brutal de la hausse des prix à la consommation. Il importe donc de savoir si ce mouvement de baisse repose sur des bases solides.

Malheureusement, une certaine prudence est de mise, pour deux raisons surtout: d'abord, l'influence des baisses des cours des matières premières et, ensuite, l'incidence des taux d'intérêt sur les indices des prix à la consommation dans plusieurs grands pays, notamment aux Etats-Unis. Cela signifie que le ralentissement des prix à la consommation pourrait se révéler en partie temporaire et même (comme dans le cas des produits de base non pétroliers) réversible.

Sur le front des salaires, cependant, que l'on peut considérer comme le cœur même du problème de l'inflation interne, certains éléments justifient une attitude résolument optimiste. On a enregistré dans de nombreux pays, en même temps, une remise en ordre du marché du travail, et l'on devrait pouvoir réaliser de nouveaux et sensibles gains de productivité.

Perspectives de reprise. Les bons résultats obtenus à ce jour dans la lutte contre l'inflation devraient, surtout si cette évolution se confirme (et si la croissance du revenu nominal est soutenue), favoriser la reprise. Une telle reprise s'est en effet déjà amorcée aux Etats-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni. Comme on le verra au Chapitre IV, l'expansion de la masse monétaire réelle a été nettement positive dans ces pays et au Japon depuis le début de l'année dernière environ. Naturellement, un recul de l'inflation réduit automatiquement les pertes réelles subies par les détenteurs d'actifs financiers. Et là où, comme au Royaume-Uni notamment, les détenteurs de patrimoine essaient apparemment de compenser cette perte en épargnant davantage, toute baisse de l'inflation tend automatiquement à accroître la propension à consommer. D'autres effets de richesse peuvent également découler des plus-values en capital provoquées par l'abaissement des taux d'intérêt nominaux lié à la diminution de l'inflation. Et, dans la mesure où la confiance des milieux d'affaires dans les perspectives de ventes se trouve renforcée par la baisse effective et escomptée de l'inflation, des effets bénéfiques peuvent aussi en résulter pour l'investissement du secteur privé. Enfin, la diminution des taux d'intérêt nominaux pourrait également, dans le contexte d'une reprise généralisée, atténuer — du moins en partie — les contraintes qui entravent actuellement les capacités d'absorption des pays en développement non pétroliers.

Il est possible que d'autres facteurs automatiques entrent également en jeu après une période prolongée de croissance lente. Il peut, par exemple, y avoir une accumulation de demandes différées dans le domaine des achats de biens de consommation durables, dans lequel le cycle de remplacement a souvent joué un rôle important. Certains pays présentent également des demandes non satisfaites concernant la construction de logements, par suite de changements de nature sociale et démographique. Dans le secteur des entreprises, enfin, il faut peut-être procéder maintenant à une reconstitution des stocks, cependant que, dans certains secteurs tout au moins, il peut même s'avérer nécessaire d'accroître les dépenses

d'investissement fixe pour compenser les effets d'une longue période de stagnation ou de recul des niveaux du stock de capital.

Dans tous ces cas, cependant, la possibilité de voir ces mécanismes automatiques entrer en jeu est, bien entendu, fonction du niveau des taux d'intérêt, en termes réels surtout. Or, comme le montrent clairement ce chapitre et les deux suivants, les progrès accomplis dans ce domaine sont insuffisants. En effet, si les taux nominaux ont effectivement fléchi, leur baisse — particulièrement dans le compartiment à long terme — a été inférieure à la réduction de l'inflation. C'est pourquoi l'impression prévaut généralement que les taux d'intérêt réels demeurent historiquement élevés, surtout pour une période de récession. Ce chapitre avance l'idée que l'une des causes importantes de cette situation réside dans les prévisions des déficits budgétaires aux Etats-Unis. Aussi longtemps que cette situation durera, le risque demeure de voir la reprise tourner court et, avec elle, la réussite du processus désinflationniste.

Maintenant que l'on est parvenu à freiner l'inflation, un tel arrêt prématuré du processus de redressement serait particulièrement inopportun. Il irait même, sur un plan plus fondamental, à l'encontre des intentions des autorités, concrétisées dans l'orientation actuelle de la politique monétaire. Tant que l'inflation est maîtrisée, cette orientation offre manifestement davantage de possibilités d'obtenir une croissance réelle plus rapide et plus soutenue qu'au cours de ces dernières années.

III. MARCHÉS DES CAPITAUX ET INNOVATIONS FINANCIÈRES

Faits saillants

Le présent chapitre se propose de fournir un lien, à travers l'étude du système bancaire et des marchés des capitaux, entre l'analyse de l'évolution économique réelle exposée au Chapitre II et celle de la conduite de la politique monétaire qui fait l'objet du prochain chapitre. La première partie est consacrée à l'évolution récente de la vitesse-revenu de la monnaie et aux modifications intervenues dans la situation fondamentale du crédit. Dans ce contexte, il s'est révélé de plus en plus important, dans certains pays, de prendre en considération non seulement les flux bancaires, c'est-à-dire les variations de la masse monétaire et de ses contreparties, mais également l'ensemble des flux financiers. La raison en est que les flux de crédit autres que ceux qui sont liés aux variations d'un agrégat monétaire particulier peuvent avoir parfois, par l'influence qu'ils exercent sur les dépenses, des effets inattendus sur la vitesse-revenu. La seconde partie de ce chapitre passe en revue certains développements à plus long terme qui semblent modifier la structure des flux financiers entre les divers secteurs. Elle analyse, en particulier, les principales innovations survenues dans le système financier au cours des dernières années et souligne certaines de leurs implications pour la politique monétaire.

L'an passé, sous l'influence persistante des politiques désinflationnistes, la demande de crédit du secteur privé a eu tendance à se modérer dans la plupart des pays industrialisés, cependant que la demande d'encaisses monétaires réelles augmentait en règle générale. Ces évolutions, qui reflètent le comportement prudent tant des emprunteurs que des détenteurs d'actifs financiers, sont allées de pair avec un recul de l'inflation et des taux d'intérêt. Elles ont également eu pour corollaire une réduction sensible de la vitesse-revenu des agrégats monétaires dans certains pays, en particulier aux Etats-Unis. Ce changement d'attitude à l'égard de la détention d'actifs monétaires et du recours à l'emprunt a posé de nouveaux problèmes aux responsables de la gestion monétaire, car il était difficile de déterminer si la réduction de la vitesse de circulation de la monnaie était de nature cyclique ou bien si elle revêtait un caractère plus permanent dû à l'atténuation des anticipations inflationnistes.

La contraction généralisée de la demande de crédit a été étroitement liée à certaines modifications importantes dans la répartition des soldes financiers nets entre les divers secteurs. Dans l'ensemble, le secteur des entreprises a réduit son déficit financier dans la plupart des pays, grâce surtout à des compressions de coûts et d'investissements, tandis que les ménages ont moins recouru à l'emprunt, notamment dans le domaine du logement, et ont renforcé leur épargne financière. Par réaction quasi automatique au comportement financier du secteur privé, le

déficit financier du secteur public s'est accru dans certains pays, malgré les efforts entrepris par nombre d'entre eux pour en réduire la composante structurelle.

Le fléchissement de la demande globale de crédit s'est concentré principalement sur les prêts acheminés par le système bancaire. Dans la plupart des pays, l'expansion du crédit bancaire interne a moins contribué à la croissance de la masse monétaire au sens large, en raison essentiellement du ralentissement des emprunts du secteur privé. Le recours du secteur public au crédit bancaire, s'il a baissé dans certains pays, est demeuré élevé ou s'est accru dans d'autres.

Par suite de la détente des conditions monétaires au cours de l'année dernière, une certaine reprise des emprunts s'est amorcée sur les marchés primaires. Toutefois, le secteur public et les institutions financières ont continué, davantage encore que par le passé, à dominer ce marché. De ce fait, les possibilités données aux entreprises de solliciter directement le marché pour améliorer la situation affaiblie de leur bilan ont été très réduites et réservées à quelques pays seulement et aux grandes entreprises. C'est donc surtout en cherchant à accroître leurs ressources internes d'autofinancement et à emprunter à plus long terme auprès d'institutions financières que les sociétés pouvaient espérer renforcer de façon significative leurs structures financières.

Ce chapitre accorde une attention particulière aux modifications intervenues depuis quelques années dans les systèmes financiers de divers pays industrialisés. Certaines de ces innovations et modifications ont rendu plus difficiles la définition et la mesure des agrégats monétaires, tandis que d'autres ont affecté la nature des rapports entre les débiteurs et les créanciers et, d'une manière plus générale, le processus d'intermédiation financière. Tous les grands pays industrialisés ont connu un certain degré d'innovation financière, à un rythme plus ou moins rapide cependant, comme en attestent, sur un plan global, les modifications des relations de la vitesse de circulation de la monnaie, ainsi que sa forte instabilité qu'on ne saurait attribuer aux mouvements des taux d'intérêt.

Bon nombre d'innovations ont été liées au recours croissant au processus dit de «gestion des ressources», qui a amené les institutions financières à financer de plus en plus leur activité au moyen d'instruments assortis de taux d'intérêt liés à ceux du marché, ce qui a réduit l'importance des dépôts conventionnels, notamment ceux de nature transactionnelle. En outre, pour se prémunir contre les risques engendrés par les taux d'intérêt élevés et variables et le recours accru à des fonds rémunérés à des taux liés à ceux du marché, les institutions financières de plusieurs pays industrialisés ont assorti leurs prêts de taux variables et/ou ont raccourci les échéances. Ces pratiques restent cependant moins utilisées généralement que la technique de la gestion des ressources.

Les modifications intervenues dans le système bancaire et sur les marchés financiers ont aggravé certains problèmes de politique monétaire aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. Ces problèmes concernent la définition et la mesure de la monnaie, la stabilité de la demande de monnaie et la transmission des modifications de la politique monétaire au secteur réel. Ailleurs, le rythme

général du processus d'innovation a été plus ou moins graduel et n'a donc pas eu de conséquences aussi importantes pour la politique monétaire.

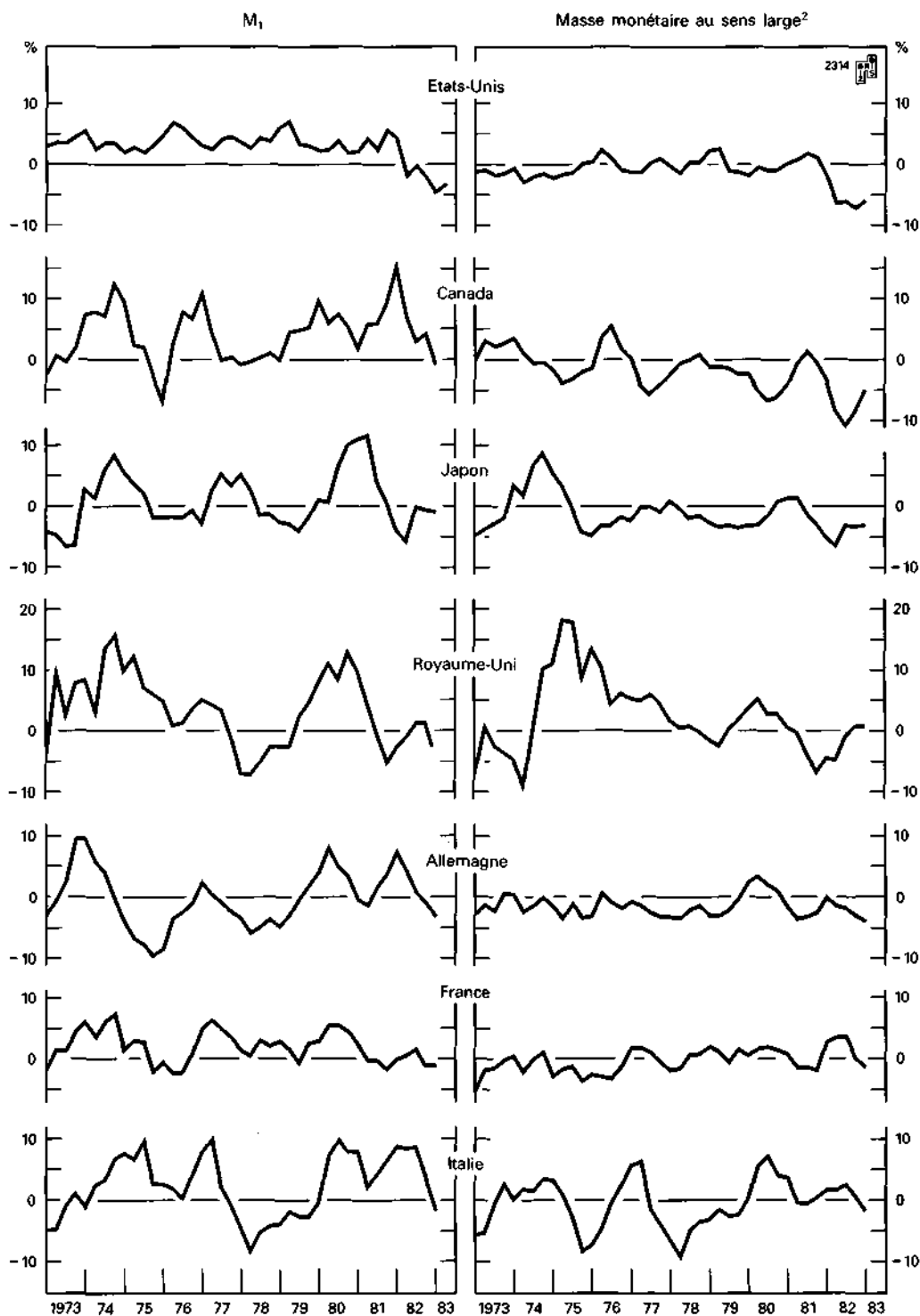
Désinflation et vitesse-revenu

Après avoir atteint des taux de variation très élevés en 1980-81, la vitesse-revenu de la monnaie a fléchi de manière significative dans la plupart des grands pays industrialisés, les variations ayant été faibles ou bien négatives l'an dernier (voir graphique). Exprimée sous forme de ratio PNB nominal/masse monétaire, la vitesse-revenu est influencée à la fois par les modifications cycliques et tendanciennes de la relation entre la monnaie et la dépense globale. Sous cette forme, elle peut refléter des flux de crédit qui, tout en n'étant pas une contrepartie des variations de la masse monétaire elle-même, contribuent néanmoins au financement de la dépense globale. C'est dans ce contexte qu'il est utile d'examiner aussi les changements de la position globale du système financier et de ne pas s'en tenir aux seules variations de la masse monétaire, quelle qu'en soit la définition, et de ses contreparties sous forme de crédit. Les flux de crédit globaux sont liés à l'évolution des actifs financiers tant monétaires que non monétaires. Dans un contexte dynamique, les modifications de la demande d'actifs financiers ne peuvent donc pas être appréciées à leur juste valeur si l'on ne se réfère pas aux modifications des conditions du marché du crédit et des taux d'intérêt. A titre d'exemple, on peut souligner que, parallèlement à l'accélération de plus de 85% de la vitesse de M_1 aux États-Unis entre 1960 et 1981, le rapport du crédit total à M_1 s'est accru d'environ 95%, cependant que la vitesse-revenu du crédit total est demeurée pratiquement la même sur l'ensemble de la période. Considérée comme une tendance à long terme, une telle évolution peut en partie refléter un processus d'innovation financière, dont le déroulement varie parfois considérablement d'un pays à l'autre. Dans un contexte cyclique, les fluctuations de la vitesse peuvent être associées à des modifications dans les préférences pour la liquidité, la propension à dépenser et les taux d'intérêt.

Compte tenu de ces remarques initiales, et pour permettre de mieux comprendre les développements récents, cette section et les deux suivantes analysent les mouvements de la vitesse de circulation et les flux de crédit acheminés par le système bancaire et d'autres canaux. Etant donné que les variations à court terme de la vitesse-revenu évoluent en général dans un sens procyclique, les baisses enregistrées durant le recul désinflationniste de l'activité ne sont nullement surprenantes, encore que le mouvement récent paraisse intéressant à deux points de vue.

Tout d'abord, la diminution de la vitesse de circulation des encaisses de transactions, autrement dit de M_1 , a été assez prononcée dans presque tous les pays figurant sur le graphique. Ce fait a été particulièrement sensible aux États-Unis, puisque la vitesse de M_1 a, en fait, fléchi de 3,6% en 1982, alors qu'elle avait augmenté de plus de 3,5% en moyenne annuelle au cours de la décennie précédente. Dans d'autres pays également, notamment au Japon et en France ainsi que, au second semestre de 1982, en Allemagne, la vitesse de la masse

Variations de la vitesse-revenu de la monnaie¹



¹ Variations (en %) sur quatre trimestres. Les données concernant la masse monétaire sont des moyennes trimestrielles (chiffres de fin de trimestre pour le Royaume-Uni). ² Pour les Etats-Unis, L (liquidité); pour le Canada et la France, M₂; pour le Japon, M₂ et CD; pour le Royaume-Uni, LSP₂; pour l'Allemagne et l'Italie, M₃.

monétaire au sens étroit a régressé, tandis qu'au Royaume-Uni la vitesse-revenu semble avoir été stable sur l'ensemble de l'année. L'accroissement apparent de la demande de monnaie a probablement résulté d'une réduction de la propension à dépenser et à investir ainsi que d'un recul corrélatif des taux d'intérêt nominaux et de l'inflation.

En second lieu, la vitesse de la masse monétaire au sens large a aussi enregistré une baisse généralisée en 1982 et au début de 1983. Aux Etats-Unis, la vitesse de L (liquidité) s'est contractée de plus de 6% l'an passé, alors qu'elle n'avait dégagé aucune tendance significative durant la décennie précédente, tandis qu'en Allemagne la vitesse de M_3 n'a pratiquement pas cessé de fléchir depuis le dernier trimestre de 1980. La vitesse de la masse monétaire au sens large a également accusé une forte baisse au Japon et au Canada en 1982. Comme il est probable que ces reculs reflètent moins que dans le cas de M_1 des variations des taux d'intérêt et de la composition de la demande de crédit, un facteur supplémentaire a pu entrer en jeu. Il paraît tout à fait possible, surtout dans un contexte de profonde récession et d'incertitudes croissantes, qu'il y ait eu augmentation de la demande de monnaie à des fins de précaution et dans certains cas, plus généralement, de la demande d'actifs liquides. C'est là une explication plausible, compte tenu de la réduction des ressources d'autofinancement des sociétés, de l'alourdissement du service de la dette et de la montée du chômage.

Le fléchissement sensible de la vitesse-revenu dans certains pays en 1982 peut fort bien correspondre en partie à une plus grande réticence à s'endetter et à un désir accru de détenir des actifs monétaires, par suite du recul de l'inflation et de l'atténuation des anticipations inflationnistes. On ne peut cependant déterminer avec précision l'importance de cette modification, étant donné que les difficultés rencontrées habituellement pour distinguer les changements permanents de ceux de nature cyclique ont encore été accentuées par le caractère exceptionnel du processus désinflationniste depuis 1979 environ. En effet, les politiques désinflationnistes concertées, mises effectivement en application après de nombreuses années d'accumulation de tensions inflationnistes, ont permis de réduire sensiblement l'inflation courante dans de nombreux pays. Malgré ces bons résultats, il est encore impossible de savoir dans quelle mesure une amélioration fondamentale a été obtenue en ce qui concerne les anticipations inflationnistes.

Les variations prononcées de la vitesse-revenu l'an passé et les ambiguïtés qui entourent leurs causes profondes suscitent beaucoup d'incertitude au sujet de l'évolution probable de la vitesse de circulation de la monnaie au cours des mois à venir. Compte tenu de cette situation, les autorités monétaires ont adopté récemment une attitude plus souple, en modifiant les conditions des marchés monétaires et en acceptant des dépassements temporaires de leurs objectifs de croissance (voir Chapitre IV). L'expérience passée donne à penser que les reculs récents de la vitesse-revenu peuvent, au moins en partie, s'inverser lorsque la confiance revient et que la demande s'accélère. Avec la dissipation des incertitudes, la demande de crédit peut se raffermir, les taux d'intérêt se tendre et les actifs supplémentaires acquis à des fins de précaution se réduire quelque peu. Il conviendra alors d'éviter qu'une baisse dans les préférences pour la liquidité

n'engendre de nouvelles pressions inflationnistes. Mais, si les anticipations de taux d'inflation et d'intérêt élevés ont été vraiment brisées, il est moins probable que la vitesse-revenu retrouve brusquement ses tendances antérieures. Devant cette incertitude, il est possible que les autorités monétaires s'en tiennent à une politique plus pragmatique à l'égard de la régulation monétaire, même dans les limites que lui imposent les contraintes de la fixation d'objectifs.

Modifications des flux de financement par secteur

L'examen de la structure par secteur des soldes financiers nets fait apparaître certains liens qui existent entre l'évolution de l'économie réelle et les flux financiers. Selon des données provisoires, les variations de ces soldes sectoriels en 1982 ont confirmé généralement les tendances qui sont apparues dans la plupart des pays depuis 1979 ou 1980. Devant l'affaiblissement de la demande, les taux d'intérêt élevés et l'accroissement de la charge du service de la dette, les entreprises ont continué, dans la majorité des cas, à réduire leurs effectifs, leurs coûts, ainsi que leurs investissements en capital fixe et en stocks. De ce fait, comme le montre le tableau, le déficit de ce secteur a encore diminué ou bien, comme dans le cas de la Belgique, l'excédent a progressé. Les seules exceptions notables ont été le Japon, où le déficit financier s'est légèrement accru en 1982 pour avoisiner son niveau de 1975-76, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, où l'excédent s'est quelque peu contracté, ainsi que la France.

Le solde financier du secteur des ménages a été essentiellement caractérisé, l'an passé, par un redressement. Sous l'influence principalement d'un accroissement de l'épargne de précaution, auquel s'est ajouté un fléchissement de l'investissement dans le logement, l'excédent financier de ce secteur a progressé dans un certain nombre de pays, en particulier aux Etats-Unis, au Canada, en France et aux Pays-Bas. Au Royaume-Uni, en revanche, l'excédent a fortement régressé entre 1980 et 1982. Ce phénomène serait dû notamment au fait que, par suite du recul de l'inflation et des taux d'intérêt, les ménages ont moins éprouvé le besoin de compenser l'érosion de leurs actifs financiers par un surcroît d'épargne. Une autre raison avancée serait qu'un redémarrage précoce s'est produit dans le secteur du logement.

Etant donné les efforts entrepris dans le secteur privé pour reconstituer les positions financières, et à part quelques exceptions où des modifications compensatrices se sont opérées dans la position du secteur extérieur, les déficits du secteur public étaient forcément appelés à s'accroître. Le tableau montre qu'ils ont été fort élevés l'an passé par rapport à 1979, particulièrement aux Etats-Unis, au Canada et aux Pays-Bas. Comme l'expose le Chapitre II, cependant, un certain nombre de pays se sont efforcés de réduire l'élément structurel, ou tendanciel, du déficit du secteur public. Ainsi, dans plusieurs cas – et plus spécialement au Royaume-Uni mais également au Japon et en Allemagne l'an dernier – les autorités sont parvenues à réduire le déficit financier du secteur public mesuré en proportion du PNB, même dans le contexte d'une désinflation générale. Dans le même temps, l'Italie et la Belgique se sont trouvées confrontées à des déficits

Soldes financiers par secteur¹

Pays	Années ²	Secteur privé			Secteur public	Reste du monde	Poste résiduel
		Ménages	Entreprises	Total			
en % du PNB							
Etats-Unis	1975-76	4,5	- 0,3	4,2	- 4,1	- 0,3	0,2
	1979	2,2	- 2,3	- 0,1	- 0,4	0,8	- 0,3
	1980	3,6	- 1,2	2,4	- 2,6	0,2	-
	1981	4,3	- 1,9	2,4	- 2,2	0,2	- 0,4
	1982 ³	5,1	- 0,4	4,7	- 5,1	0,4	-
Canada	1975-76	4,9	- 5,1	- 0,2	- 2,5	2,4	0,3
	1979	5,5	- 5,7	- 0,2	- 1,8	1,9	0,1
	1980	6,7	- 5,0	1,7	- 2,1	0,4	-
	1981	7,1	- 8,0	- 0,9	- 1,2	1,6	0,5
	1982 ³	9,3	- 3,9	5,4	- 5,5	- 0,8	0,9
Japon	1975-76	11,0	- 4,1	6,9	- 7,4	- 0,3	0,8
	1979	9,2	- 3,1	6,1	- 8,0	0,9	1,0
	1980	8,3	- 3,5	4,8	- 6,8	1,1	0,9
	1981	11,2	- 3,1	8,1	- 7,4	- 0,5	- 0,2
	1982 ³	11,0	- 3,9	7,1	- 7,1	- 0,7	0,7
Royaume-Uni	1975-76	5,1	- 0,2	4,9	- 6,9	1,0	1,0
	1979	6,7	- 1,5	5,2	- 4,3	0,4	- 1,3
	1980	8,2	- 0,6	7,6	- 4,4	- 1,3	- 1,9
	1981	6,6	0,8	7,4	- 3,2	- 2,4	- 1,8
	1982 ³	4,8	0,2	5,0	- 2,5	- 1,5	- 1,0
France	1975-76	4,7	- 4,4	0,3	- 1,3	0,9	0,1
	1979	3,6	- 3,5	0,1	- 0,7	0,1	0,5
	1980	2,8	- 5,1	- 2,3	0,3	1,4	0,6
	1981	3,7	- 4,5	- 0,8	- 1,6	1,5	0,9
	1982 ³	5,1	- 5,7	- 0,6	- 2,6	2,9	0,3
Allemagne fédérale . . .	1975-76	8,5	- 3,1	5,4	- 4,5	- 0,8	- 0,1
	1979	7,0	- 5,2	1,8	- 2,7	0,9	-
	1980	7,3	- 6,2	1,1	- 3,2	2,1	-
	1981	7,9	- 5,1	2,8	- 4,0	1,2	-
	1982 ³	7,7	- 3,4	4,3	- 3,9	- 0,3	0,1
Italie	1975-76	15,5	- 7,6	7,9	-10,8	0,9	2,0
	1979	14,6	- 1,3	13,3	-10,0	- 1,7	- 1,6
	1980	12,5	- 7,1	5,4	- 9,6	2,5	1,7
	1981	14,5	- 7,6	6,9	-12,4	2,3	3,2
	1982 ³	14,7	- 4,1	10,6	-13,0	1,6	0,8
Belgique	1975-76	7,7	- 1,1	6,6	- 6,9	- 0,2	- 0,5
	1979	5,6	0,4	6,0	- 8,9	2,9	-
	1980	6,4	0,9	7,3	-12,2	4,9	-
	1981	10,7	1,4	12,1	-16,5	4,4	-
	1982 ³	9,3	3,2	12,5	-16,1	3,6	-
Pays-Bas	1975-76	8,7	- 2,1	6,6	- 4,0	- 2,6	-
	1979	5,1	- 0,7	4,4	- 5,8	1,4	-
	1980	5,4	- 1,2	4,2	- 5,9	1,7	-
	1981	7,6	1,6	9,2	- 7,2	- 2,0	-
	1982 ³	9,5	1,4	10,9	- 8,5	- 2,4	-

¹ Ces soldes par secteur sont obtenus à partir de données sur les flux de fonds ou de la comptabilité nationale et représentent, pour chacun d'eux, la différence entre l'épargne (plus les transferts nets en capital) et les investissements propres. Le solde à l'égard du reste du monde correspond approximativement à la position en compte courant du pays avec les signes inversés. La somme des soldes par secteur est donc égale à zéro (à l'exception du poste résiduel qui, dans certains cas, comprend également les soldes de certaines institutions financières et de compagnies d'assurances).
² Moyenne annuelle pour les années 1975-76. ³ Chiffres préliminaires.

financiers structurels du secteur public particulièrement élevés, tandis qu'en France le déficit de ce secteur s'est accru en raison des efforts entrepris pour soutenir la production et l'emploi.

Ralentissement des flux de crédit globaux

Les modifications dans la structure par secteur des prêts et emprunts nets se sont généralement accompagnées, l'an passé, d'un fléchissement du taux d'expansion du crédit interne total acheminé par les banques et par d'autres canaux. Le tableau de la page suivante donne une mesure approximative de ces flux globaux pour quelques pays. Il convient de noter que ces emprunts ne sont pas ajustés en fonction des variations des actifs financiers des divers secteurs et qu'ils sont donc plus élevés en général que les soldes nets par secteur analysés dans la section précédente.

En proportion du PNB, le montant total des fonds obtenus sur les marchés du crédit par les emprunteurs nationaux non financiers a été, aux Etats-Unis, sensiblement inférieur à son niveau anormalement élevé de 1979. Après avoir diminué de trois points de pourcentage entre 1979 et 1981, il a légèrement progressé l'an passé, du fait surtout de l'expansion vigoureuse des emprunts du secteur public, mais en raison aussi de la vive décélération de la croissance du PNB nominal. Dans la plupart des autres pays, le montant total des fonds collectés a suivi une évolution cyclique plus ou moins nette. Ainsi, en Allemagne, le crédit total recueilli par les secteurs nationaux non financiers est revenu à 12,1% du PNB en 1982, contre 15,6% une année auparavant (ces estimations comprennent les emprunts à l'étranger). De même, les ressources totales que se sont procurées les secteurs nationaux non financiers du Royaume-Uni ont encore diminué par rapport au PNB, pour atteindre un niveau bien inférieur à celui de 1979. Au Japon, l'expansion du crédit total s'est quelque peu ralentie par rapport au PNB en 1982, bien que le ratio soit demeuré assez proche du chiffre de 1979. En France, en revanche, l'expansion du crédit total par rapport au PNB s'est légèrement accrue depuis 1979.

Le tableau fournit également une indication approximative des changements intervenus dans la structure de la demande de crédit, tant entre les secteurs qu'entre les marchés. Comme le montraient également les données précédentes sur les soldes financiers par secteur, les entreprises ont en général réduit leurs emprunts tout en maintenant ou en accroissant quelque peu leur recours au financement sous forme d'obligations et d'actions. Il s'agit là d'un phénomène cyclique typique découlant de la nécessité, pour les entreprises, de consolider leur bilan et de l'existence de conditions favorables sur le marché les incitant à agir ainsi en raison de la baisse des taux d'intérêt. Il apparaît, en outre, que l'évolution vers un financement à plus long terme s'est accélérée en cours d'année. Dans le secteur des ménages, la demande de crédit au logement a régressé, sauf au Royaume-Uni, tandis que la croissance des crédits ayant d'autres objets semble avoir été régulière. Les différences entre pays sont cependant très marquées dans le cas du recours du secteur public à l'emprunt. Par référence à l'année 1979, les vives progressions en proportion du PNB notées aux Etats-Unis et en France contrastent avec le recul sensible enregistré au Royaume-Uni et, à un degré moindre, en Allemagne. Au Japon, les emprunts du secteur public sur les marchés ont fortement baissé l'an dernier en proportion du PNB, tout en demeurant importants par comparaison avec les autres pays, ce qui traduit essentiellement le rôle joué par ce secteur en tant que contrepartie de l'épargne élevée du secteur privé.

Fonds collectés par les emprunteurs nationaux non financiers¹

Pays	Années	Emprunteur							Total
		Secteur des entreprises ²				Secteur des ménages ²		Secteur public ²	
		Actions	Obligations	Prêts ³	Total ⁴	Crédit au logement ⁵	Divers		
en % du PNB									
Etats-Unis	1975-76	0,6	1,7	1,7	4,0	3,1	1,2	5,7	14,0
	1979	-0,3	1,3	5,1	6,1	5,0	2,3	2,4	15,8
	1980	0,5	1,6	3,4	5,5	3,7	0,8	4,0	14,0
	1981	-0,4	1,2	4,3	5,1	2,8	1,3	3,7	12,9
	1982	0,1	1,2	2,6	3,9	1,8	1,0	6,8	13,5
Japon	1975-76	0,7	0,8	9,5	10,8		5,0	10,0	25,8
	1979	0,6	0,6	4,7	6,2		5,2	10,6	22,0
	1980	0,6	0,3	6,5	7,8		4,4	10,8	23,0
	1981	0,8	0,5	7,4	8,4		3,9	10,5	22,8
	1982*	0,8	0,6	7,2	8,6		3,5	8,6	20,7
Royaume-Uni	1975-76	0,8	0,1	1,7	3,6	3,4	0,1	8,7	15,8
	1979	0,5	0,0	2,7	3,5	3,4	1,9	6,5	15,3
	1980	0,4	0,2	3,3	4,7	3,3	1,6	5,4	15,0
	1981	0,7	0,0	3,2	4,3	3,9	1,8	4,3	14,3
	1982	0,4	0,0	3,0	3,8	5,1	2,0	2,0	12,9
France	1975-76	1,2	0,9	5,6	7,7		4,9	4,2	16,8
	1979	1,0	0,5	5,9	7,4		6,2	2,9	16,5
	1980	1,7	0,7	6,6	9,0		4,5	1,9	15,4
	1981	1,5	0,4	6,4	8,3		5,1	3,4	16,8
	1982	1,0	1,1	5,6	7,7		4,2	5,4	17,3
Allemagne fédérale	1975-76	0,4	0,0	2,3	5,0	2,3	1,0	5,2	13,5
	1979	0,3	-0,2	4,1	5,4	4,2	1,4	3,1	14,1
	1980	0,3	0,1	3,5	6,2	4,1	0,8	3,7	14,8
	1981	0,2	0,0	3,1	6,5	3,6	0,5	5,0	15,6
	1982	0,3	0,2	2,0	4,3	2,8	0,6	4,4	12,1

¹ Chiffres établis à partir de données nationales fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. Pour les Etats-Unis, fonds collectés sur les marchés du crédit; pour le Japon, émission de titres et prêts obtenus auprès des organismes financiers et à l'étranger; pour le Royaume-Uni, montant total des emprunts des secteurs indiqués, à l'exception des crédits commerciaux et des investissements intra-entreprises; pour la France, montant total des emprunts recensés. ² Pour le Japon et le Royaume-Uni, les emprunts des entreprises publiques sont inclus dans les emprunts du secteur public et, pour ces pays et la France, ceux des entreprises individuelles figurent dans les crédits au secteur des ménages. ³ Comprend les effets négociables sur le marché monétaire. ⁴ Y compris les emprunts à l'étranger. ⁵ Pour l'Allemagne, montant total du crédit au logement. ⁶ Chiffres préliminaires.

Crédit bancaire et expansion monétaire

Le ralentissement de l'expansion du montant total des prêts, l'an dernier, a été principalement le fait des crédits accordés par l'entremise du système bancaire (banque centrale comprise). Cela n'est pas surprenant en soi, étant donné l'importance de la création de crédit bancaire par rapport aux flux de crédits acheminés par les autres institutions financières et de manière directe par les marchés. Il convient de souligner, cependant, que l'importance relative du crédit bancaire s'est récemment accrue dans la plupart des pays, à la suite d'une longue période de taux d'inflation élevés et variables. Tant les emprunteurs que les prêteurs du secteur privé s'étaient montrés de plus en plus réfractaires aux risques impliqués par les engagements à long terme et sont devenus fortement tributaires du financement bancaire à court terme.

L'expansion du crédit interne total accordé par le système bancaire s'est ralentie l'an passé dans tous les pays du Groupe des Dix, à l'exception des Etats-Unis, de l'Italie et de la Belgique. La décélération a été essentiellement attribuable au fléchissement des prêts au secteur privé, dû notamment à la diminution des besoins de fonds de roulement des entreprises industrielles et commerciales résultant du recul de l'inflation et de la compression des stocks. En outre, dans la mesure où les entreprises ont eu tendance à accroître leur recours au crédit bancaire pour financer leurs besoins à plus long terme, le ralentissement du crédit bancaire a été lié à la baisse prononcée des investissements en capital fixe survenue l'an passé. Dans beaucoup de pays, les banques ont également consenti moins de nouveaux crédits pour financer le logement et l'acquisition de biens de consommation durables. Les seuls pays du tableau de la page suivante à avoir enregistré, l'an dernier, un accroissement de la part du crédit bancaire au secteur privé dans l'expansion de la masse monétaire au sens large ont été le Royaume-Uni, la Suède et le Danemark. En France, le crédit interne a continué de se développer à un rythme assez rapide en 1982, sous l'effet en partie de sollicitations massives de fonds de la part des entreprises, dans le secteur public et nationalisé en particulier.

En général, les gouvernements se sont efforcés l'an dernier de limiter le financement monétaire du déficit public, afin de dégager des ressources bancaires suffisantes pour le secteur privé, sans qu'il en résulte une expansion excessive de la masse monétaire. Ces efforts ont été le plus souvent couronnés de succès, tout spécialement au Royaume-Uni. En 1982, l'encours des créances du secteur bancaire britannique sur le secteur public a en fait baissé de 10%, tandis que les créances en sterling sur le secteur privé se sont accrues de près de 20%. Ce résultat a été dû à un «surfinancement» du déficit du secteur public. Grâce à des ventes massives de titres d'Etat hors du système bancaire, la contribution du secteur public à l'expansion de la masse monétaire a été négative. La pénurie de liquidités qui s'est ensuivie sur le marché monétaire a été atténuée par des achats par la banque centrale d'instruments à court terme de la dette publique et par des acquisitions, de plus en plus importantes l'an passé, d'effets commerciaux auprès du système bancaire. De ce fait, les prêts bancaires au secteur des entreprises se sont, dans le même temps, développés, de pair avec la dissipation des craintes d'un dépassement des objectifs de masse monétaire. Au Japon, en France, en Allemagne, en Suède et en Suisse, l'incidence du crédit interne accordé au secteur public sur l'expansion de la masse monétaire au sens large a également été réduite l'an passé; l'Italie, la Belgique et l'Autriche ont été les seuls pays où la contribution des emprunts du secteur public ait connu une expansion sensible. Il convient néanmoins de remarquer que les emprunts du secteur public à l'étranger ont été particulièrement importants l'an passé en Belgique, en Suède et au Danemark. Le produit des emprunts en devises a limité la diminution des avoirs extérieurs nets du système bancaire et permis de détendre les conditions monétaires internes davantage qu'il n'aurait été possible autrement.

Dans la plupart des pays, l'expansion de la masse monétaire au sens large ne s'est pas ralentie dans la même mesure que la croissance du crédit bancaire interne, que ce soit en 1982 ou sur une période plus longue commençant en 1979 ou 1980. Cela s'explique notamment par l'amélioration de la position extérieure

Variations du crédit bancaire et de la masse monétaire au sens large¹

Pays	Années	Contributions aux variations de la masse monétaire au sens large des variations					Variations de la masse monétaire au sens large ⁶
		du crédit au secteur privé ²	du crédit au secteur public ³	du crédit bancaire interne total	des avoirs extérieurs nets ⁴	autres ⁵	
de décembre à décembre, en points de pourcentage							en %
Etats-Unis	1979	8,7	0,0	8,7	- 1,4	0,5	7,9
	1980	5,9	1,0	6,9	2,6	- 0,7	8,8
	1981	4,6	0,1	4,7	2,7	2,7	10,1
	1982	4,2	1,1	5,3	2,4	1,4	9,2
Canada	1979	17,5	- 0,1	17,4	- 1,4	- 0,1	15,9
	1980	10,7	- 0,2	10,5	0,0	0,5	11,0
	1981	33,6	- 0,3	33,3	- 1,6	- 4,2	27,5
	1982	0,2	1,1	1,3	1,2	1,7	4,2
Japon	1979	7,7	2,3	10,0	- 2,3	1,4	9,1
	1980	8,0	2,0	10,0	- 1,0	- 1,8	7,2
	1981	9,0	2,9	11,9	- 0,2	- 0,7	11,0
	1982	8,6	1,2	9,8	- 0,6	- 2,8	6,3
Royaume-Uni	1979	16,5	3,3	19,8	- 6,0	- 1,1	12,7
	1980	17,1	4,7	21,8	- 0,8	- 2,4	18,6
	1981	16,4	- 0,8	15,6	0,4	- 2,5	13,5
	1982	20,4	- 5,8	14,6	- 2,9	- 2,4	9,3
France	1979	14,2	1,1	15,3	0,6	- 1,5	14,4
	1980	11,8	- 0,5	11,3	2,0	- 3,5	9,8
	1981	15,1	2,4	17,5	- 0,5	- 5,6	11,4
	1982	14,0	2,1	16,1	- 3,2	- 1,5	11,4
Allemagne fédérale	1979	17,1	4,1	21,2	- 3,8	-11,3	6,0
	1980	14,6	3,5	18,1	- 1,5	-10,4	6,2
	1981	11,2	6,7	17,9	2,1	-15,0	5,0
	1982	8,5	4,9	13,4	0,4	- 6,7	7,1
Italie	1979	8,3	10,7	19,0	1,6	2,5	23,2
	1980	7,0	12,5	19,5	- 2,0	- 0,2	17,3
	1981	4,6	12,8	17,4	0,5	- 1,9	16,0
	1982	3,7	14,3	18,0		- 0,7	17,3
Belgique	1979	9,8	6,4	16,2	- 7,8	- 2,1	6,4
	1980	5,0	8,5	13,5	- 1,2	- 8,8	3,5
	1981	4,4	7,7	12,1	-11,5	6,0	6,6
	1982	1,6	11,3	12,9	- 7,4	1,6	7,1
Pays-Bas	1979	25,6	6,3	31,9	- 3,6	-20,8	7,5
	1980	17,8	4,2	22,0	- 3,7	-14,5	3,8
	1981	10,1	3,7	13,8	3,8	-12,4	5,3
	1982	5,3	5,1	10,4	3,9	- 5,6	8,8
Suède	1979	12,8	11,0	23,8	- 4,3	- 3,0	16,5
	1980	10,8	14,1	24,9	- 2,6	-10,0	12,3
	1981	9,7	15,2	24,9	- 3,2	- 7,9	13,8
	1982	12,3	8,4	20,7	- 2,7	-10,2	7,8
Suisse	1979	6,2	0,2	6,4	- 2,4	4,8	8,8
	1980	9,3	0,0	9,3	0,5	- 5,5	4,3
	1981	8,4	0,4	8,8	- 0,9	- 3,7	4,2
	1982	3,1	0,0	3,1	2,8	- 0,7	5,2
Autriche	1979	10,4	6,2	16,6	- 1,3	- 9,1	6,2
	1980	8,5	5,7	14,2	- 1,1	- 4,4	8,7
	1981	10,1	3,9	14,0	1,0	- 2,9	12,1
	1982	2,0	6,9	8,9	4,4	0,9	14,2
Danemark	1979	3,7	15,3	19,0	- 3,7	- 4,5	10,8
	1980	6,0	11,3	17,3	- 7,4	- 1,8	8,1
	1981	4,8	15,4	20,2	- 8,8	- 1,8	9,6
	1982	9,8	16,0	25,8	-13,6	- 1,1	11,1

¹ Sur la base de données nationales non ajustées fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. ² Pour les Etats-Unis, le Canada et la Suisse, crédit des banques commerciales uniquement. ³ Pour les Etats-Unis, avoirs des banques commerciales en titres du Trésor seulement; pour la France, administration centrale exclusivement; pour le Royaume-Uni et le Danemark, comprend les emprunts du secteur public à l'étranger. ⁴ Pour les Etats-Unis, banques commerciales seulement; pour le Canada, engagements nets en devises des banques commerciales à l'égard des résidents et des non-résidents; pour la France, Banque de France uniquement; pour la Suisse, réserves officielles exclusivement. ⁵ Y compris les engagements non monétaires des banques. ⁶ Pour les Etats-Unis, le Canada, la France, la Belgique, les Pays-Bas et le Danemark, M₂; pour le Japon, M₂ et CD; pour l'Allemagne, l'Italie, la Suède, l'Autriche et la Suisse, M₃; pour le Royaume-Uni, M₃ sterling.

nette du système bancaire, ce qui a été le cas, par exemple, des Pays-Bas, de la Suisse et de l'Autriche. Une autre raison est le fait que l'affaiblissement de la demande de crédit s'est accompagné dans certains pays — Allemagne, Belgique, Pays-Bas et Autriche, par exemple — d'un ralentissement, voire d'un fléchissement, du rythme d'expansion des engagements autres que les dépôts. Ces exemples permettent de comprendre comment, même au sein du système bancaire lui-même, les variations des flux de crédit et de leurs contreparties ont pu contribuer à la diminution de la vitesse-revenu de la masse monétaire au sens large. De même, dans plusieurs pays, y compris les Etats-Unis, le Japon, le Royaume-Uni et la Suède, la croissance de la masse monétaire au sens large s'est davantage ralentie l'an passé que le crédit bancaire interne en raison d'une contribution plus faible ou d'une détérioration de la position extérieure nette et/ou d'une expansion relative plus rapide des engagements autres que les dépôts.

Reprise de l'activité sur le marché financier?

Les données fragmentaires disponibles donnent à penser que les prêts des institutions financières non bancaires aux entreprises et aux ménages se sont en général ralentis en 1982, bien que les demandes de crédit de cette nature aient légèrement augmenté au second semestre. Aux Etats-Unis, les crédits des institutions financières non bancaires privées — principalement les organismes d'épargne et les compagnies d'assurances, les sociétés de financement des ventes à tempérament et les fonds du marché monétaire — n'ont progressé que de 6,6% en 1982, alors qu'ils s'étaient accrus en moyenne de 10,8% au cours des trois années précédentes. Au Canada, le secteur privé semble avoir renforcé ses acquisitions directes de titres, en particulier les obligations d'Etat, tout en réduisant ses nouveaux placements auprès des institutions non bancaires. En Allemagne, l'expansion des créances des établissements de crédit immobilier et de prêt et des coopératives de crédit a enregistré une forte baisse l'an passé, alors qu'en France et en Italie on a également noté un ralentissement des prêts des institutions financières non bancaires au secteur privé, compensé dans le cas de la France par un accroissement des achats d'obligations et d'actions. Le Japon est un autre pays où les flux financiers non bancaires (acheminés principalement par les comptes fiduciaires, compagnies d'assurances et institutions financières gouvernementales) se sont développés plus lentement en 1982. En revanche, les sociétés de crédit immobilier au Royaume-Uni, bénéficiant d'une forte expansion des dépôts, ont accru leurs prêts ordinaires et leurs prêts hypothécaires d'accession à la propriété et ont étoffé sensiblement leurs portefeuilles de titres d'Etat et d'autres actifs financiers. Cependant, la croissance des avoirs financiers détenus par des compagnies d'assurances s'est fortement ralentie. Il semblerait donc qu'en général les institutions financières non bancaires, et également dans certains cas les banques, aient été en mesure dans plusieurs pays d'acquérir davantage de titres d'Etat et d'accroître également leurs portefeuilles de titres du secteur privé. En outre, les investisseurs du secteur privé non bancaire ont commencé, après le milieu de l'année, à se tourner davantage vers les marchés des valeurs mobilières. Les paragraphes qui suivent examinent avec une attention particulière le marché primaire, où certains développements nouveaux se sont produits l'an passé.

Après pratiquement une décennie de faible activité d'émission sur les marchés nationaux des titres à revenu fixe, certains signes d'une reprise de ce type de financement à long terme sont apparus en 1982, en liaison surtout avec le recul des taux d'intérêt au second semestre. Même si le récent accroissement des émissions d'obligations a été dû pour une bonne part aux gouvernements et aux organismes du secteur public, le tableau ci-après montre que dans quelques pays celles des obligations de sociétés ont également fortement progressé. Le volume des ressources collectées en 1982 par voie d'émissions d'actions n'a guère varié globalement par rapport à 1981, en dépit de l'amélioration des perspectives offertes par ce genre d'émissions du fait de la vive remontée des cours des actions à partir du milieu de l'année.

Marchés financiers nationaux: nouvelles émissions d'actions et d'obligations¹

Pays/Années	Actions	Obligations ²	Total des émissions		Obligations émises par				
					le secteur public	les entreprises non financières du secteur privé ³	les institutions financières	le reste du monde	
									en monnaies nationales ⁴	en % du PNB	en % de l'ensemble des émissions d'obligations
Etats-Unis	1975-77 ⁵	11,2	136,5	147,7	8,5	72,2	17,3	5,6	4,9
	1980 . . .	20,5	195,1	215,6	8,2	79,0	17,0	3,6	0,4
	1981 . . .	25,3	183,1	208,4	7,1	84,4	13,1	- 0,4	3,0
	1982 . . .	30,6	291,9	322,5	10,5	89,3	7,7	0,8	2,2
Canada	1975-77 ⁵	1,9	8,1	10,0	5,3	71,8	21,3	5,9	0,9
	1980 . . .	5,4	16,0	21,4	7,3	89,3	7,2	2,1	1,3
	1981 . . .	5,8	11,6	17,4	5,2	83,0	10,5	6,2	0,4
	1982 . . .	3,8	10,6	14,4	4,1	91,6	9,3	- 3,2	2,3
Japon	1975-77 ⁵	1,1	13,6	14,7	8,9	76,2	6,3	17,4	-
	1980 . . .	1,4	19,3	20,7	8,8	88,5	2,9	8,6	-
	1981 . . .	2,1	20,8	22,9	9,1	85,0	5,1	9,8	-
	1982 . . .	2,0	19,5	21,5	8,1	81,3	3,3	15,4	-
Royaume-Uni	1975-77 ⁵	1,0	7,4	8,4	6,8	100,2	-	0,4	- 0,7
	1980 . . .	1,0	11,1	12,1	5,3	100,1	0,4	- 0,6	0,1
	1981 . . .	1,8	7,6	9,4	3,8	96,2	1,1	- 1,2	3,9
	1982 . . .	1,0	6,5	7,5	2,7	88,2	- 1,2	4,3	8,7
France	1977 . . .	11,1	39,1	50,2	2,6	26,8	20,8	51,7	0,8
	1980 . . .	21,1	92,0	113,1	4,1	33,7	12,1	53,2	1,1
	1981 . . .	23,3	82,5	105,8	3,4	27,6	7,8	64,2	0,4
	1982 . . .	24,2	118,9	143,1	4,0	31,7	18,3	49,0	1,0
Allemagne fédérale	1975-77 ⁵	5,5	51,0	56,5	5,1	33,4	- 0,7	62,6	4,8
	1980 . . .	6,9	52,6	59,5	4,0	9,4	- 2,4	79,1	13,9
	1981 . . .	5,5	73,0	78,5	5,1	- 3,6	- 1,3	96,5	8,4
	1982 . . .	5,9	83,7	89,7	5,6	34,1	- 0,8	53,5	13,1
Suisse	1975-77 ⁵	1,0	7,1	8,1	5,5	30,9	27,1	13,6	28,4
	1980 . . .	2,1	10,1	12,2	6,9	5,1	8,4	41,5	45,0
	1981 . . .	1,9	12,3	14,2	7,3	6,9	8,1	30,7	54,3
	1982 . . .	0,3	15,8	16,1	8,1	4,5	9,3	27,3	58,9

¹ Sur la base de sources nationales fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. ² Emissions nettes, à l'exclusion des placements privés dans le cas de la France. ³ Y compris les entreprises non financières du secteur public en France et en Suisse. ⁴ En milliards d'unités de monnaie nationale, à l'exception du Japon (en milliers de milliards). ⁵ Moyenne annuelle.

Déduction faite des amortissements, l'activité d'émission sur les marchés obligataires nationaux s'est développée aux Etats-Unis, en France, en Allemagne et en Suisse, alors qu'elle a légèrement faibli au Canada et au Royaume-Uni. Les émissions brutes au Japon ont progressé l'an passé, mais ont légèrement régressé en termes nets. Les émissions d'actions ont fortement fléchi au Canada, au Royaume-Uni et en Suisse.

La faiblesse des bilans des entreprises, la préférence accordée par ce secteur au crédit bancaire pour ses financements externes et le souci de limiter la monétisation des déficits du secteur public sont autant de raisons qui expliquent pourquoi la reprise de l'activité sur le marché financier constitue un élément important de la politique monétaire actuelle. Depuis le début des années soixante-dix, l'expérience de taux d'inflation et de taux d'intérêt nominaux historiquement élevés a encouragé l'apparition d'un «cercle vicieux». En raison de l'incertitude entourant la collecte de fonds à long terme, les entreprises de certains pays ont été contraintes de recourir massivement aux emprunts bancaires à court terme, encourageant ainsi une expansion monétaire plus forte. En outre, la demande élevée et relativement peu élastique de fonds de la part du secteur public a contribué à faire monter les taux d'intérêt et à évincer de facto les émissions d'obligations de sociétés plus sensibles aux niveaux de prix. Cette évolution a toutefois été atténuée dans certains cas par des emprunts du secteur public à l'étranger.

Au second semestre de 1982, sous l'effet conjugué du ralentissement de l'inflation et des réductions des taux d'intérêt, les conditions sont devenues plus favorables aux émissions de valeurs sur le marché financier. Malgré la forte rigidité des taux à long terme, l'écart de rendement inversé, qui avait été l'un des traits caractéristiques des années 1980-81, s'est progressivement résorbé, pour donner lieu à une accentuation de la courbe de rendement positive. Cependant, les taux d'intérêt sont toujours considérés comme élevés, spécialement en termes réels, et devraient encore baisser. Mais si, au lieu de se produire immédiatement, cette baisse paraît ne devoir intervenir qu'au bout d'un certain temps, les entreprises seront dissuadées de recourir massivement au financement à long terme à taux fixe. Les incertitudes au sujet de l'efficacité à long terme de la lutte contre l'inflation, alimentées notamment par les perspectives en matière de besoins d'emprunt des pouvoirs publics, maintiennent également le coût des ressources longues à un niveau élevé. Un autre problème pour beaucoup d'emprunteurs potentiels est que leurs bilans sont tellement vulnérables qu'ils ne peuvent recourir dans l'immédiat au financement à long terme, alors que beaucoup d'emprunteurs de taille plus réduite n'ont de toute façon pas accès au marché obligataire.

Le tableau indique également dans quelle mesure les émissions du secteur public ont dominé le marché obligataire aux Etats-Unis, au Canada, au Japon et au Royaume-Uni. Cette situation ne s'est guère améliorée en 1982, sauf au Royaume-Uni, où la part plus réduite des émissions du secteur public a toutefois été compensée par une augmentation de la proportion des émissions des institutions financières et des emprunteurs étrangers, les émissions nettes des entreprises privées non bancaires ayant été négatives. Dans quelques cas cependant, où les

gouvernements ont essayé de collecter davantage de fonds hors du système bancaire, ils ont recouru aux marchés à court terme ou aux emprunts à l'étranger, de façon à laisser les marchés à long terme à la disposition des entreprises.

Il est également possible que certaines innovations aient facilité le recours à l'emprunt du secteur des entreprises, et notamment une certaine expérimentation des «discount bonds». Pour l'essentiel cependant, une reprise durable de l'activité du marché financier dépendra certainement en grande partie d'un retour à des taux d'inflation faibles et stables, avec parallèlement des adaptations correspondantes des taux d'intérêt nominaux et réels, plutôt que d'une modification des techniques financières.

Fragilité financière et restructuration des bilans

La situation financière fondamentale des entreprises s'est gravement détériorée depuis les années soixante. Par suite de l'intensification de la concurrence internationale, de la baisse de la productivité et de l'accroissement des coûts salariaux, des tensions sévères et croissantes se sont exercées sur la rentabilité des entreprises. Ces facteurs, ainsi que les incertitudes liées à l'instabilité des taux d'inflation et de change, ont contribué à réduire sensiblement les excédents d'exploitation et les taux de croissance tendancielle de l'investissement fixe dans la plupart des pays. Les deux chocs pétroliers ont, bien entendu, profondément amplifié ces tendances, si bien que la mise en œuvre ultérieure de politiques concertées de désinflation a posé des problèmes d'ajustement d'une gravité sans précédent.

Dans un contexte caractérisé par des charges financières d'entreprises atteignant ou avoisinant souvent leurs niveaux records de l'après-guerre, par un raccourcissement de l'échéancier de la dette, assorti de plus en plus de taux d'intérêt variables, et par des taux d'intérêt exceptionnellement élevés, le tassement de la demande finale lié au processus prolongé de désinflation s'est traduit, pour les entreprises, par une contraction sensible des ressources d'autofinancement et de sérieux problèmes de liquidité, sinon de solvabilité. Au cours de la première phase de l'ajustement, surtout de fin 1979 à 1981, elles ont cherché à différer un ajustement plus fondamental, en prélevant sur leurs actifs liquides et en augmentant leurs emprunts à court terme, qui ont souvent revêtu, pour certaines d'entre elles particulièrement touchées, un caractère d'«urgence». Mais avec le temps, et comme on l'a noté précédemment au sujet de la diminution marquée des déficits financiers des entreprises, l'ajustement a essentiellement porté sur une compression des dépenses d'investissement et une réduction de coûts et d'effectifs. L'an dernier, plus qu'auparavant, il en est résulté un appel moins étendu aux ressources extérieures, ce qui a allégé la charge financière des entreprises.

A la suite de ce processus d'ajustement, les ratios financiers du secteur des entreprises se sont, paradoxalement, mieux comportés qu'on aurait pu s'y attendre, mais au prix surtout d'une baisse de la rentabilité et de réductions sensibles des stocks, de l'investissement fixe et de l'emploi. A cet égard, la situation précaire de ce secteur se reflète peut-être mieux dans les indicateurs

économiques réels que dans ceux de caractère purement financier. Les stabilisateurs automatiques, sous la forme de déductions fiscales de la charge d'intérêts et de diminutions des impôts sur les bénéfices, ont également joué un rôle. Le tableau ci-après donne un aperçu des tendances à long terme et de l'évolution récente de ces ratios dans divers pays. Un indicateur sommaire est le rapport entre les ressources d'autofinancement (bénéfices après impôt non distribués plus provisions pour amortissement) et l'endettement total. Aux Etats-Unis, en dépit de la baisse, l'an dernier, de quelque 25% par rapport à 1981 des bénéfices avant impôt des entreprises, ce ratio n'a que légèrement fléchi et est demeuré supérieur

Sociétés non financières: ratios d'autofinancement et de bilan¹

Ratios financiers		Moyenne		1979	1980	1981	1982 ³
		1960-69 ²	1970-79				
en %							
Etats-Unis	Excédent d'exploitation/revenu net des facteurs	29	25	26	25	25	24
	Variation de l'investissement fixe brut en volume ⁴	6,7	3,6	3,8	- 6,9	1,7	- 5,3
	Ratio de financement interne	93	85	86	90	89	96
	Autofinancement/endettement total	15	15	15	15	16	15
	Actifs liquides/endettement à court terme	25	20	18	18	18	18
	Endettement à long terme/endettement total	44	40	37	37	36	37
	Capital social ⁵ /endettement total	193	118	96	116	101	96
Japon	Excédent d'exploitation/revenu net des facteurs	47	36	33	32	31	.
	Variation de l'investissement fixe brut en volume ⁴	16,8	5,6	6,3	0,2	2,1	1,1
	Autofinancement/endettement total	.	19 ⁶	19	24	21	.
	Actifs liquides/emprunts	46	47	48	47	48	47
	Endettement à long terme/endettement total	14,5	8,9	8,6	8,3	8,3	.
Allemagne fédérale	Excédent d'exploitation/revenu net des facteurs	36	29	29	27	26	27
	Variation de l'investissement fixe brut en volume ⁴	4,5	2,3	7,2	3,2	- 3,8	- 5,6
	Ratio de financement interne	77	80	83	72	75	85
	Autofinancement/endettement total	17	15	18	17	13	13
	Actifs liquides/endettement à court terme	93	113	122	113	118	120
	Endettement à long terme/endettement total	63	59	57	56	54	54
	Capital social ⁵ /endettement total	35	23	21	20	19	19
France	Excédent d'exploitation/revenu net des facteurs	39	31	29	27	26	.
	Variation de l'investissement fixe brut en volume ⁴	8,1	3,0	3,2	2,4	- 2,2	- 1,1
	Ratio de financement interne	.	61	65	54	54	48
	Actifs liquides/crédit total	.	25	28	27	27	27
Royaume-Uni	Excédent d'exploitation/revenu net des facteurs	25	22	22	20	19	.
	Variation de l'investissement fixe brut en volume ⁴	5,7	1,0	0,9	- 2,9	- 8,9	2,7
	Ratio de financement interne	98	99	84	91	118	105
	Autofinancement/endettement total	14	16	17	14	14	12
	Actifs liquides/emprunts bancaires	92	63	60	59	62	61
Belgique	Excédent d'exploitation/revenu net des facteurs	39	30	28	27	26	.
	Variation de l'investissement fixe brut en volume ⁴	6,7	2,4	- 2,6	5,3	-16,2	- 4,9
	Ratio de financement interne	.	78	83	77	75	89

¹ Estimations BRI, établies à partir de sources nationales. Les données de stock se réfèrent aux montants en cours en fin de période. Sauf pour les excédents d'exploitation (selon la définition de la comptabilité nationale) et les variations de l'investissement fixe brut, les données portent sur les sociétés non financières aux Etats-Unis, en France et en Belgique, sur le secteur des entreprises privées au Japon, sur les sociétés industrielles et commerciales au Royaume-Uni, sur le secteur des entreprises (à l'exclusion de la construction de logements) en Allemagne. Le ratio de financement interne est normalement le rapport entre, d'une part, l'épargne brute et les transferts en capital reçus (nets) et, d'autre part, l'investissement brut. (Pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, l'épargne et l'investissement sont tous deux calculés après déduction de la réévaluation des stocks.) Les actifs liquides consistent essentiellement en dépôts bancaires, mais comprennent, dans quelques cas, des titres d'Etat et certaines autres valeurs mobilières. ² Pour le Royaume-Uni, 1963-69, sauf pour l'excédent d'exploitation et la variation de l'investissement brut en capital fixe. ³ Chiffres préliminaires. ⁴ Variation annuelle moyenne (en %). Pour les Etats-Unis, secteur privé uniquement. ⁵ Valeur en Bourse. ⁶ 1974-79.

au chiffre de 1973. Ailleurs, on n'a guère noté non plus de signes de forte détérioration, même si les raisons en sont peut-être trompeuses sous l'angle de la solidité économique fondamentale de ce secteur.

Les mêmes observations s'appliquent, pour l'essentiel, au ratio de financement interne du secteur des entreprises, c'est-à-dire au rapport entre l'autofinancement (selon la définition donnée précédemment) des sociétés (ou des entreprises, dans le cas de certains pays) et les propres dépenses d'investissement de ce secteur. Sauf dans le cas de la France, ces ratios ne se sont guère écartés en 1982 de leur moyenne à long terme, ce qui signifie que les entreprises ont tendance, dans une certaine mesure, à ajuster leurs dépenses d'investissement à la disponibilité de leurs ressources internes de financement.

Sur une longue période, le ratio actifs liquides/endettement à court terme a fléchi aux Etats-Unis et davantage encore au Royaume-Uni. Le rapport endettement à long terme/endettement total a eu tendance à régresser aux Etats-Unis, alors qu'il est demeuré légèrement supérieur à 50% en Allemagne. Dans ces deux pays, le ratio capital social/endettement a diminué de manière substantielle au fil des ans.

Il est certain que le processus de désinflation prolongée a engendré de sérieux efforts en matière de compressions de coûts et de dépenses et, lorsque cette action a été insuffisante, des faillites de grande envergure. En 1982, le nombre des faillites d'entreprises a grosso modo doublé aux Etats-Unis et en Allemagne par rapport à la moyenne enregistrée au cours des années de profonde récession de 1974-75, tandis qu'au Royaume-Uni et au Canada il a été respectivement d'environ trois et quatre fois supérieur. L'abaissement des taux d'intérêt depuis l'été dernier a joué un rôle utile à cet égard, d'une part en réduisant la charge financière de la dette et, d'autre part, en stimulant les investissements nouveaux. Il est peu probable cependant que l'investissement augmente de manière substantielle en l'absence d'une baisse notable des taux d'intérêt réels et d'une puissante reprise de la demande. Une relance de l'investissement peut donc dépendre en grande partie de l'évolution de la consommation et, dans certains cas, des exportations. En ce qui concerne la structure de l'endettement des entreprises, il est symptomatique que les courbes de rendement soient redevenues plus normales dans la plupart des pays. Si la hausse des prix continue d'être maîtrisée, ou de fléchir, les investisseurs financiers seront peut-être davantage enclins à investir sur les marchés financiers, ce qui faciliterait le retour des entreprises à des formes d'endettement à plus long terme. En renforçant la situation des bilans des entreprises, une telle évolution pourrait contribuer de manière sensible à la reprise de l'investissement.

Il peut être intéressant d'examiner certaines ressemblances et différences entre le problème de la fragilité des entreprises dans les divers pays industrialisés et celui de la fragilité internationale liée à l'accroissement de l'endettement extérieur des pays. Dans les deux cas, on peut attribuer les causes fondamentales de ce problème, d'une part, à la capacité moindre d'assurer le service de la dette (augmentation de la charge d'intérêts, réduction des bénéfices et, partant, des ressources d'autofinancement) et, d'autre part, à la dimension et à la structure déséquilibrée de l'endettement, fortement axé sur le court terme. En ce qui concerne

l'ajustement, la situation des entreprises paraît être meilleure que celle des pays, au moins à quatre égards. Tout d'abord, les efforts des entreprises pour réduire leurs déficits et renforcer leurs structures financières bénéficient d'un puissant soutien automatique sous la forme de déficits conjoncturels croissants du secteur public. Si ces derniers stimulent également l'économie mondiale, ils ne le font pas de manière aussi positive, à moins qu'ils ne s'accompagnent de déficits effectifs des paiements courants dans les pays économiquement plus forts. La deuxième différence est que les obstacles de caractère politique et social qui entravent les ajustements indispensables sont beaucoup moins contraignants pour les entreprises que pour les pays. Troisièmement, dans nombre d'entre elles – notamment les petites – la part de la dette libellée en monnaies étrangères est généralement peu importante, ce qui est en revanche une caractéristique assez typique d'un pays endetté. Pour ce dernier, un nouvel élément d'incertitude provient donc de ce que l'évolution des taux de change affecte la charge financière de sa dette de manière arbitraire. Une quatrième différence réside peut-être dans le fait que, si leur cote de crédit baisse, les entreprises se trouvent souvent mieux placées que les pays pour mobiliser l'assistance nécessaire à la restructuration de leur bilan, même si cette possibilité est également étroitement liée à la dimension du pays ou de l'entreprise concernés.

Innovations financières

L'objet de la fin de ce chapitre est de replacer dans une perspective à long terme les divers changements intervenus dans le système bancaire et les marchés financiers des différents pays durant ces dernières années. Jusqu'à présent, ils ont été beaucoup plus prononcés dans certains pays, tels que les Etats-Unis, le Canada et le Royaume-Uni que dans d'autres, comme par exemple l'Allemagne et la Suisse. Ces changements ou innovations s'inscrivent dans le cadre d'un processus continu et sont susceptibles d'influencer durablement et notablement le comportement financier des agents économiques et la structure des flux de financement des divers secteurs. Ils ont d'ores et déjà affecté sensiblement les modes de financement, par les institutions financières, de leurs opérations et, d'une manière plus générale, le processus d'intermédiation financière. La gamme des instruments et techniques qui peuvent être utilisés par les entreprises et les ménages pour leurs investissements, pour effectuer leurs paiements et pour recourir au crédit s'est considérablement élargie au cours des dernières années. Toutes choses étant égales par ailleurs, cette évolution se traduira par un accroissement de la capacité du système financier de collecter des ressources et d'accorder des crédits, et par une modification du volume et de la composition des divers flux monétaires et de crédit.

Les innovations financières se répartissent généralement en deux grandes catégories: la première comprend les techniques et instruments nouveaux ou remaniés qui peuvent facilement se substituer aux actifs inclus dans les agrégats monétaires; la seconde englobe les techniques et instruments nouveaux ou les changements institutionnels qui ne peuvent se substituer aux actifs inclus dans les agrégats monétaires, si ce n'est à un coût très élevé. Le premier groupe d'innovations

rend la définition et la mesure des divers agrégats plus difficiles. Le second modifie les conditions et les modalités des opérations de prêt et d'emprunt et affecte habituellement l'attrait relatif des divers actifs financiers non monétaires. Il est possible que les innovations de ce dernier type n'influencent pas *directement* la définition et la mesure d'un agrégat monétaire donné, puisque les actifs dont l'attrait peut varier ne sont généralement pas compris dans les agrégats. Dans la mesure toutefois où elles influent sur le degré de liquidité de certains actifs financiers par rapport à d'autres et permettent aux agents économiques d'effectuer davantage de transactions qu'auparavant, elles soulèvent des problèmes en ce qui concerne la stabilité et la signification des agrégats monétaires existants.

Ces deux types d'innovations affectent le fonctionnement du système financier et peuvent provoquer des modifications dans les rapports entre les agrégats monétaires et/ou d'autres variables financières et l'activité économique. De ce fait, en présence d'un degré élevé d'innovation financière, il peut s'avérer difficile d'interpréter les changements dans les agrégats monétaires et, d'une manière plus générale, d'évaluer l'incidence de la politique monétaire sur le reste de l'économie.

L'étude ci-après, qui ne prétend toutefois pas être exhaustive, met l'accent sur d'importantes innovations des deux types qui se sont produites récemment. Partant de l'analyse faite précédemment dans ce chapitre, elle considère d'abord les variations de la vitesse-revenu, en examinant plus particulièrement cependant son évolution à long terme depuis la fin des années soixante. Plus précisément, elle s'attache surtout aux variations de la vitesse-revenu de M_1 par rapport à celles des taux d'intérêt à court terme dans les principaux pays industrialisés. Elle passe ensuite en revue les principales modifications dans le système financier qui semblent avoir influencé le comportement récent de la vitesse de circulation, comme l'indiquent quelques innovations importantes effectuées dans certains de ces pays. Enfin, elle traite brièvement des implications des innovations financières pour la politique monétaire.

Le tableau ci-après montre les mouvements, exprimés en termes de variations moyennes annuelles (en %), de la vitesse de M_1 et des niveaux des taux d'intérêt à court terme pour trois périodes de cinq années — 1968–73, 1973–78, 1976–81 — ainsi que séparément pour 1978–81 et 1982. Il contient également quelques estimations approximatives de la vitesse tendancielle pour les trois périodes de cinq ans. Selon la théorie traditionnelle, les variations de la vitesse de circulation de M_1 sont directement liées à l'ampleur des mouvements des taux d'intérêt. On constate que cette relation, qui n'a en fait jamais été très étroite, s'est révélée assez instable durant ces dernières années dans la plupart des pays. Si les hausses des taux d'intérêt semblent avoir joué un rôle plus ou moins important dans l'accroissement de la vitesse de circulation durant la période 1978–81 en Allemagne, en Italie, au Japon, au Royaume-Uni et au Canada, l'ampleur des variations ne paraît pas concorder, dans la majorité des cas, avec l'expérience antérieure. En outre, aux États-Unis et en France, le taux d'accroissement moyen de la vitesse de circulation a diminué en 1978–81 alors que la hausse des taux d'intérêt a été plus forte qu'au cours de la période précédente. En 1982, le recul

Vitesse-revenu de M_1 et taux d'intérêt à court terme¹

Pays	Variation moyenne annuelle, en %					Estimations de la vitesse tendancielle ²			
	1968-73	1973-78	1976-81	1978-81	1982 ³	1968-73	1973-78	1976-81	
	d'un quatrième trimestre à l'autre								
Allemagne fédérale	Vitesse	2,62	- 3,69	0,41	3,51	- 3,20	0,51	- 0,79	- 1,56
	Taux d'intérêt	30,90	-18,10	27,40	59,10	-36,10	(0,60)	(1,28)	(2,07)
Canada	Vitesse	1,73	2,63	5,17	8,85	- 0,65	1,16	2,06	3,62
	Taux d'intérêt	10,20	11,30	14,90	16,30	-33,10	(1,54)	(1,92)	(3,48)
Etats-Unis	Vitesse	2,78	3,93	3,64	2,83	- 3,60	2,08	3,84	3,33
	Taux d'intérêt	10,80	5,70	22,1	13,1	-32,70	(9,39)	(12,69)	(7,88)
France	Vitesse	1,58 ⁴	1,95	1,74	1,70	- 1,20	- 0,12 ⁴	2,02	2,15
	Taux d'intérêt	10,00	- 4,20	14,20	37,20	-14,80	(0,25)	(3,16)	(3,91)
Italie	Vitesse	- 5,96	1,90	1,59	5,47	- 1,80	- 6,12	- 0,96	- 2,06
	Taux d'intérêt	3,20	14,80	9,70	17,20	- 4,90	(7,13)	(1,01)	(2,00)
Japon	Vitesse	- 4,76	0,68	2,07	2,60	- 1,10	- 3,88	1,65	1,92
	Taux d'intérêt	2,20	- 8,90	3,60	21,20	- 3,00	(3,19)	(2,37)	(1,79)
Royaume-Uni	Vitesse	2,84	1,87	0,01	3,41	- 2,30	1,89	2,82	1,02
	Taux d'intérêt	19,20	11,00	13,90	11,50	-35,40	(2,04)	(1,91)	(0,71)

¹ Pour le Canada, les Etats-Unis et le Royaume-Uni, taux des bons du Trésor à trois mois; pour le Japon, taux des bons du Trésor à deux mois; pour l'Allemagne, taux interbancaire à trois mois; pour la France, taux à un mois du marché monétaire; pour l'Italie, taux des obligations du secteur public. ² Les estimations de la vitesse tendancielle sont calculées sur la base d'une régression linéaire des variations annualisées, exprimées en pourcentage, de la vitesse de circulation par rapport aux variations annualisées, exprimées en pourcentage, des taux d'intérêt et par rapport à l'ordonnée à l'origine, l'ordonnée à l'origine étant indiquée ici avec, entre parenthèses, son coefficient t. ³ Estimations. ⁴ Du quatrième trimestre de 1969 au quatrième trimestre de 1973.

sensible des taux d'intérêt s'est accompagné de réductions notables de la vitesse de M_1 aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne, mais, là encore, l'ampleur relative de ces mouvements n'a pas concordé avec l'expérience précédente. Dans le même temps, au Canada, la vitesse de M_1 n'a guère varié en présence d'une baisse d'un tiers des taux d'intérêt à court terme.

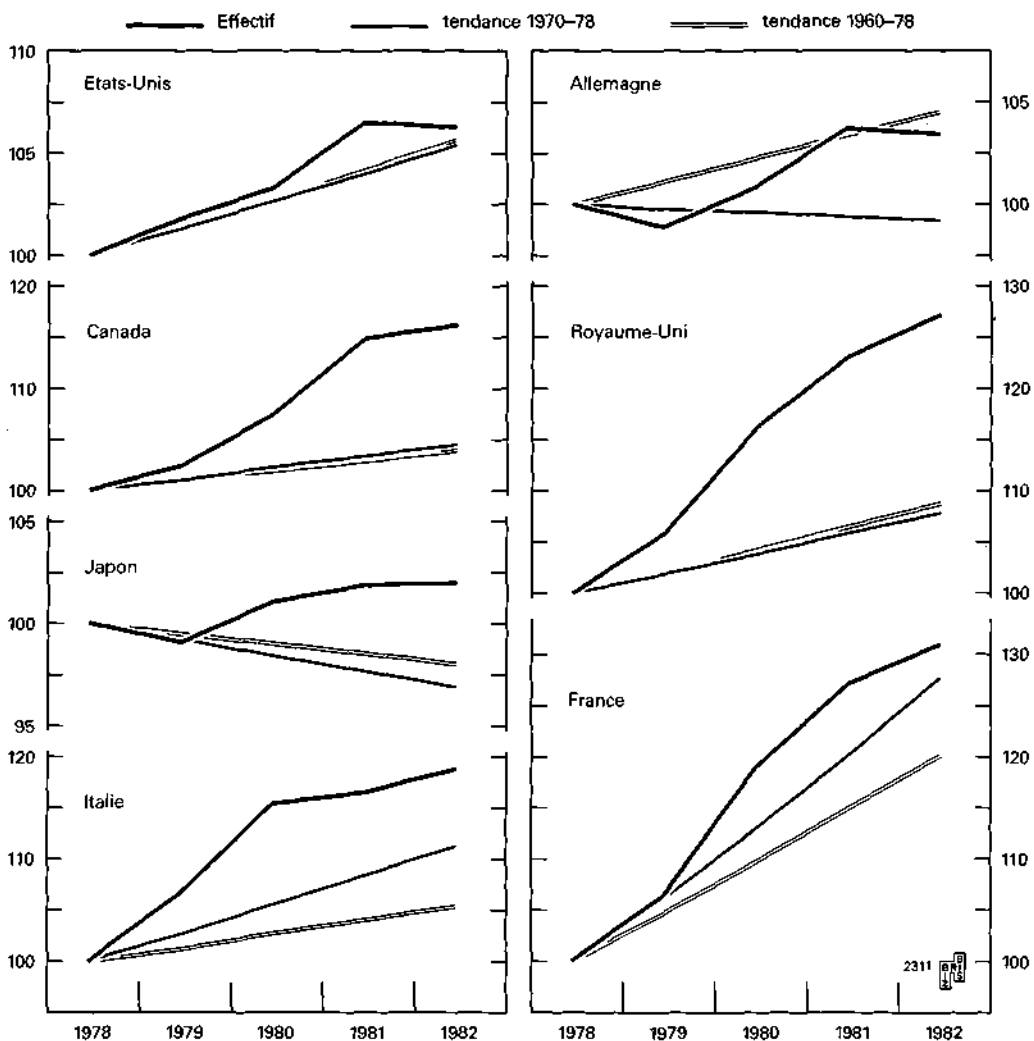
Les estimations de l'évolution tendancielle de la vitesse de circulation, dont certaines ne sont pas fiables sur la base des critères statistiques conventionnels, font ressortir une forte variabilité d'une période à l'autre, ce qui souligne l'instabilité de cette évolution qui se dégage des autres données figurant dans le tableau. A l'exception de l'Allemagne, cependant, elles montrent une évolution tendancielle ascendante au début ou au milieu des années soixante-dix. Dans l'ensemble, les données indiquent donc clairement que quelque chose de nouveau est intervenu ou est en train d'intervenir dans la relation entre M_1 , les taux d'intérêt et l'activité économique.

L'évolution tendancielle ascendante de la vitesse de circulation et l'instabilité de son comportement peuvent s'expliquer notamment par le processus d'innovations financières. Un aspect essentiel de ce processus est qu'il permet de maintenir les encaisses liquides et de transactions (ou les autres actifs monétaires à faible rémunération) à un niveau plus bas, grâce à l'application de techniques de gestion de trésorerie et à la mise au point de nouveaux instruments financiers. Sous cet angle, l'instabilité du comportement de la vitesse de circulation reflète les modifications dans les relations entre les agrégats monétaires et de crédit, les

taux d'intérêt et le secteur réel, induites par des innovations qui sont généralement imprévisibles et qui agissent de manière irrégulière dans le temps.

Il semblerait qu'au cours de ces dernières années les innovations financières aient contribué à réduire l'attrait de la détention d'encaisses sous forme de billets et de monnaies en circulation par rapport à d'autres actifs. Le graphique ci-après montre que, dans pratiquement tous les grands pays industrialisés, l'augmentation du ratio des dépenses de consommation des ménages aux billets et monnaies en circulation a été plus rapide entre 1978 et 1981 que les niveaux historiques atteints au cours des périodes 1960-78 ou 1970-78 auraient pu le laisser penser, même si, dans certains cas, cette hausse plus rapide s'est en partie inversée en 1982, pour des raisons dictées sans doute par un comportement de prudence lié à la récession. L'accélération de la croissance de la consommation par rapport aux

Ratios des dépenses de consommation des ménages aux billets et monnaies en circulation



billets et monnaies en circulation indique qu'au cours de cette période la préférence des particuliers et des ménages est allée de plus en plus vers les transactions non liquides. Il est toutefois difficile de déterminer avec précision la mesure dans laquelle la réduction de la demande de billets et de monnaies en circulation traduit une réaction *normale* aux niveaux élevés et instables des taux d'intérêt (ou d'inflation) au cours des dernières années. Mais il est certain que l'existence même de taux d'intérêt élevés et fort variables favorise beaucoup le processus d'innovations.

Gestion des ressources

Dans de nombreux pays, les modifications intervenues dans le système bancaire et sur les marchés financiers semblent avoir eu des effets importants sur la demande et l'offre d'encaisses de transactions tant monétaires que non monétaires. Un facteur important à l'origine de ces effets est constitué par le processus de «gestion des ressources» qui a amené les institutions financières à recourir de plus en plus, pour financer leur activité, à des instruments rémunérés à des taux d'intérêt liés à ceux du marché. Ce phénomène a pris rapidement de l'ampleur au milieu des années soixante-dix, en partie dans le sillage des pratiques qui s'étaient déjà développées auparavant sur l'euro-marché. Ensuite, sous l'influence des taux d'intérêt élevés et instables et de leur interaction dans certains pays avec les contraintes réglementaires, le processus de gestion des ressources, favorisé en outre par le recours à l'ordinateur et à la technologie informatique, s'est fortement développé. Il est à présent très utilisé par les banques et les institutions financières non bancaires qui ont ainsi pu accroître leur capacité d'octroi de crédits aux emprunteurs potentiels. Il fait appel à l'émission d'instruments nouveaux ou remaniés (voir l'évolution par pays ci-après) et/ou à divers marchés pour la collecte de fonds sensibles aux taux d'intérêt (par exemple, les certificats de dépôt (CD), les prises en pension, les euro-dollars et le papier commercial). La gestion des ressources a eu comme contrepartie une augmentation de la demande de ce type d'instruments par les ménages et les entreprises — qui sont devenus plus attentifs aux progrès réalisés sur le plan financier et plus sensibles aux moins-values potentielles liées à la détention d'actifs financiers à rémunération nulle ou faible.

Pour le système bancaire, une importante conséquence du processus de gestion des ressources est la réduction du rôle des encaisses de transactions faiblement rémunérées, au passif des bilans, au profit des fonds autres que les dépôts. Le tableau ci-après montre l'évolution des dépôts à vue par rapport au montant total des ressources des banques commerciales depuis 1976. Ces ratios ont fléchi dans tous les pays au cours des trois ou quatre dernières années. Le recul a été le plus sensible au Canada, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis — trois pays où l'innovation financière s'est faite à un rythme très élevé. Bien entendu, le montant total des ressources peut s'accroître plus rapidement que les dépôts à vue par suite à la fois de l'augmentation des fonds autres que les dépôts et des diverses catégories de dépôts à terme et d'épargne. Quoiqu'il en soit, le tableau indique que la capacité d'octroi de crédit du système bancaire s'est accrue nettement plus rapidement que la croissance des dépôts à vue durant ces dernières années.

Banques commerciales: dépôts à vue par rapport au total des ressources¹

Pays	1976	1978	1981	1982
	ratios, en %			
Allemagne fédérale	8,2	8,4	7,1	7,2
Canada	10,6	8,9	5,7	4,8
Etats-Unis ²	32,7 (18,8)	30,6 (22,5)	21,0 (23,8)	17,3 (22,3)
France	17,4 ³	16,5	14,6	13,4 ⁴
Italie	26,2	28,1	24,2	24,5 ⁴
Japon	6,2	6,5	5,1	4,7
Royaume-Uni ⁵	7,6 (30,8)	8,2 (34,0)	5,2 (24,1)	5,0 (23,3)

¹ Sur la base des données de fin d'année; les niveaux indiqués pour chaque période ne sont pas comparables d'un pays à l'autre en raison de différences tenant à la définition des données et aux institutions. Les dépôts à vue comprennent: le montant total des dépôts à vue en monnaie nationale auprès des banques à charte pour le Canada; les dépôts à vue ou en compte courant en monnaie nationale auprès des banques en France, en Italie et au Japon; les dépôts à vue non bancaires auprès des banques en Allemagne; les dépôts à vue du secteur privé auprès des banques effectuant des déclarations mensuelles au Royaume-Uni; les dépôts à vue auprès des établissements bancaires commerciaux aux Etats-Unis. ² Les chiffres entre parenthèses représentent les ratios du montant total des ressources autres que les dépôts et les gros dépôts à terme par rapport à l'ensemble des ressources. ³ Chiffre établi à partir de données pour 1977. ⁴ Chiffres établis à partir de données pour septembre 1982. ⁵ Les chiffres entre parenthèses représentent les ratios du montant total des dépôts à vue en sterling des «clearing banks» de Londres par rapport à l'ensemble de leurs ressources.

Il n'est pas surprenant, comme le montre le tableau suivant, que la diminution de l'importance des encaisses monétaires et de transactions dans les opérations de paiement ait entraîné une baisse du rapport M_1/M_2 dans tous les grands pays. Cette baisse a été particulièrement marquée au Canada, où ce ratio a fléchi de près de 40% entre 1976 et 1982. En revanche, au cours de la même période, il n'a baissé que de quelque 10% aux Etats-Unis, malgré la rapidité du processus d'innovation. Cette évolution est due dans une large mesure au fait que les innovations financières aux Etats-Unis ont également réduit la signification de M_2 par suite de l'apparition de nombreux instruments financiers qui peuvent se substituer aisément aux actifs inclus dans cet agrégat.

Variations du rapport entre M_1 et M_2 ¹

Pays	1976	1978	1981	1982
	ratios, en %			
Allemagne fédérale ²	35,0	35,6	32,3	32,0
Canada	23,5	22,1	15,1	14,6
Etats-Unis	26,7	25,9	24,2	23,9
France	51,9	49,8	49,2	49,0
Italie	50,9	50,3	45,5	45,5
Japon	38,5	36,9	32,0	31,3
Royaume-Uni ³	47,1	52,6	41,7	42,5 ⁴

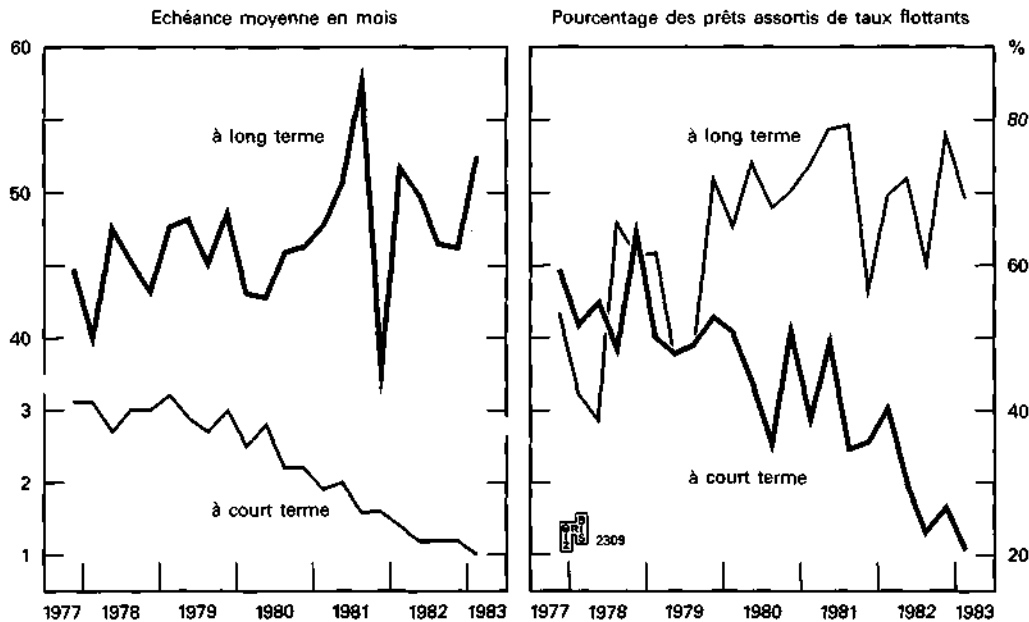
¹ Chiffres établis à partir de niveaux moyens au quatrième trimestre; données désaisonnalisées, sauf pour l'Italie. ² Ratio de M_1 à M_2 . ³ Ratio de M_1 à M_2 sterling. ⁴ Nouvelle définition pour M_1 : avec la définition antérieure, le chiffre obtenu est 40,1.

Raccourcissement des échéances et prêts à taux variables

Les intermédiaires financiers ont essayé de se prémunir contre les risques accrus découlant des niveaux élevés et imprévisibles des taux d'intérêt en introduisant des modifications du côté de l'actif des bilans. En particulier, en contrepartie de l'augmentation des ressources sensibles aux taux d'intérêt (fréquemment à court terme), il a été procédé à une réduction des échéances des contrats de prêt à taux fixe et/ou à une extension des prêts à taux variables. Ces deux techniques ont été utilisées de manière intensive aux Etats-Unis durant ces dernières années. Comme le montre le graphique ci-après, 60 à 80% des crédits bancaires commerciaux et industriels à long terme accordés au cours des trois précédentes années environ l'ont été à des taux variables. Le graphique indique également que l'échéance moyenne des prêts commerciaux et industriels à court terme s'est réduite au cours de ces dernières années. Au Royaume-Uni, les prêts hypothécaires des sociétés de crédit immobilier sont assortis depuis de nombreuses années de taux flottants. Dans ce dernier pays, comme en France, les crédits bancaires à moyen et à long terme à taux variables semblent s'être accrus de manière sensible, bien que l'on ne dispose pas dans ce domaine de données fiables. De même, en Italie, l'indexation explicite ou de facto des actifs et des prêts se pratique depuis plusieurs années, dans une mesure qui reste cependant difficile à déterminer.

En Allemagne, l'indexation des contrats de prêt est quasiment inexistante, mais on a constaté, ces dernières années, un raccourcissement assez généralisé des échéances. Comme l'indique le tableau ci-après, le ratio augmentation des crédits à court terme/accroissement du crédit bancaire total atteignait quelque 22% au cours de la période 1980-82, contre 13% pour les six années précédentes et 11% en 1974-75. Ces différences sont encore plus prononcées si l'on ne prend en

Etats-Unis: structure des crédits bancaires commerciaux et industriels



Crédit bancaire et raccourcissement des échéances¹

	Allemagne fédérale ²	France	Italie
	ratio des variations du crédit bancaire à court terme par rapport à celles du crédit bancaire total		
1974-79	12,8 (17,2)	31,3	61,9
1980-82 ³	21,8 (27,1)	35,4	65,8
1980-81	23,8 (29,9)	33,5	74,4
<i>Pour mémoire:</i> 1974-75	11,0 (5,5)	41,9	52,1

¹ Les valeurs indiquées pour chaque période ne sont pas comparables entre les divers pays en raison des différences institutionnelles et autres. ² Les chiffres entre parenthèses sont établis sur la base de l'expansion du crédit bancaire à court terme au secteur privé par rapport à l'expansion du crédit bancaire total à ce même secteur. ³ Les données pour 1982 sont en partie des estimations.

compte que les crédits au secteur privé. Le tableau fait également apparaître que la part du court terme dans l'ensemble des flux de crédits bancaires s'est accrue en France et en Italie au cours de la période 1980-82. Dans le cas de la France cependant, les variations ont été moins marquées en 1980-82 que durant la période de 1974-75, caractérisée par un ralentissement de l'activité économique.

Evolution dans les divers pays

Il ressort de l'analyse qui précède que l'évolution des innovations financières a sensiblement varié d'un pays à l'autre. Cette diversité de rythme s'explique par des différences dans plusieurs domaines: taux d'inflation et taux d'intérêt, structures institutionnelles et financières, rôle des réglementations et de la persuasion morale, étendue et densité des marchés financiers, utilisation des transferts électroniques de fonds et de la nouvelle technologie informatique et rôle des euro-marchés. Il importe de tenir compte de ces différences lorsqu'on examine l'évolution dans les divers pays. Cependant, il convient de souligner que la diversité des changements financiers mentionnés ci-après est particulièrement difficile à apprécier, si l'on méconnaît les disparités sensibles existant d'un pays à l'autre dans les structures du secteur financier et dans le cadre réglementaire. Ainsi, en ce qui concerne les structures financières, le système bancaire est beaucoup moins concentré aux Etats-Unis que dans les autres grands pays. De même, alors que les intermédiaires financiers non bancaires concurrencent sérieusement les banques aux Etats-Unis et, à un degré un peu moindre, au Royaume-Uni, en France, au Canada et au Japon, ils ne jouent pas un rôle notable en Allemagne ni en Italie.

En matière de contraintes réglementaires, les taux d'intérêt demeurent soumis à un contrôle étendu au Japon et en France, tandis qu'en Allemagne, au Canada, en Italie et au Royaume-Uni, aucun contrôle important n'a été pratiqué dans ce domaine depuis au moins le début des années soixante-dix. Aux Etats-Unis, de nombreux plafonds sur les taux d'intérêt ont été abolis au cours des

dernières années et certaines limitations, telles que la Réglementation Q, sont progressivement supprimées en vertu de la loi sur le contrôle monétaire de 1980. D'importantes contraintes affectent les bilans (sous la forme, par exemple, de limites d'expansion du crédit) en Italie, en France et au Japon, alors qu'il n'y en a aucune dans les autres grands pays. Enfin, bien que le système des réserves obligatoires existe dans tous les pays, leur niveau et leur domaine d'application institutionnel diffèrent considérablement.

D'une manière générale, ces commentaires sur l'évolution dans les divers pays visent à compléter l'analyse présentée dans la section précédente. L'accent est mis, là encore, sur les changements susceptibles de modifier sensiblement le fonctionnement du système financier. Plus spécifiquement, toutefois, l'analyse porte surtout (mais pas exclusivement) sur les innovations qui tendent à altérer la signification et l'interprétation des agrégats monétaires choisis comme objectifs. Ces derniers varient d'un pays à l'autre (voir Chapitre IV) et les innovations considérées peuvent avoir des implications différentes selon les cas.

C'est aux *Etats-Unis* que l'innovation financière a revêtu de loin l'ampleur la plus forte. D'une part, deux ans seulement après avoir été redéfinis, les agrégats monétaires existants, en particulier M_1 et M_2 , se trouvent confrontés à de sérieux problèmes de définition et de mesure dus à l'introduction de nouveaux instruments financiers et de nouvelles méthodes de gestion de trésorerie. D'autre part, les prêts à taux variables, le raccourcissement des échéances et toute une série d'autres pratiques nouvelles dans le secteur financier, ainsi que le développement de nouveaux marchés des capitaux, modifient le fonctionnement du système financier. Comme beaucoup de ces changements semblent s'insérer dans le cadre d'un processus continu, les problèmes qui en découlent pourraient encore s'aggraver avec le temps.

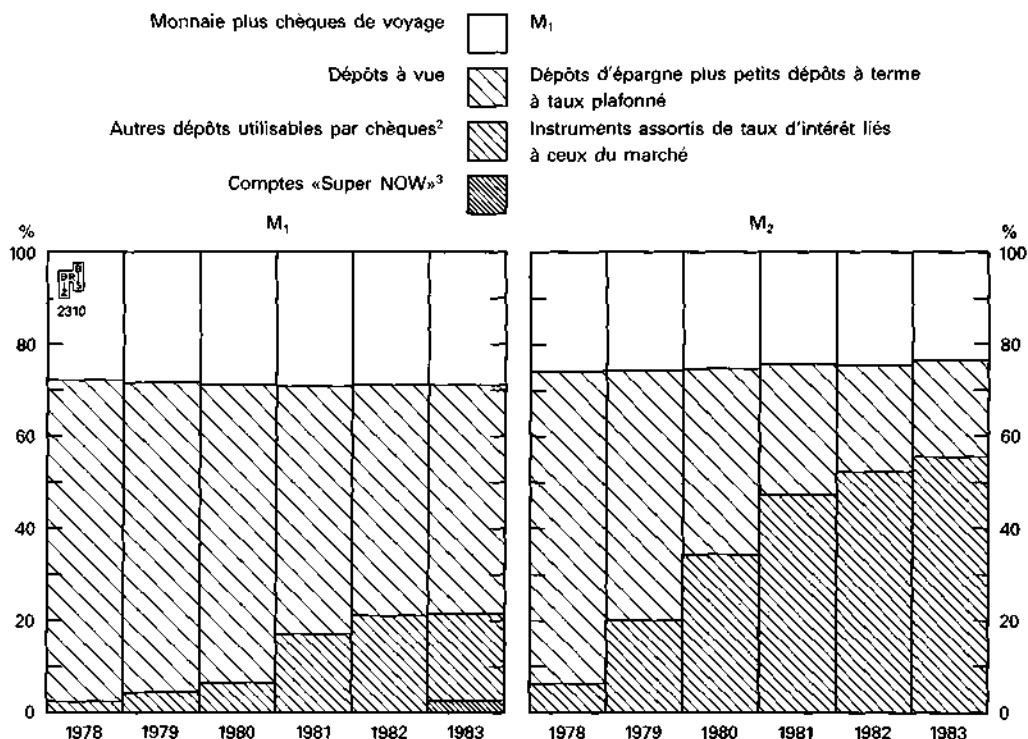
La redéfinition des agrégats effectuée au début de 1980 a été motivée par les précédentes innovations financières qui avaient changé la signification et réduit l'importance des anciens agrégats pris comme objectifs. Ces innovations avaient entraîné, en particulier, un déplacement vers le bas en 1974-76 de la fonction de la demande de M_1 . D'autres innovations ont été apportées ultérieurement et, depuis la nouvelle définition des agrégats, leur rythme paraît s'être encore accéléré, du fait en partie du processus de «déréglementation» opéré dans le cadre de la loi sur le contrôle monétaire. De ce fait, les nouveaux agrégats ont, une fois de plus, perdu la signification qu'on avait voulu leur attribuer.

M_1 et M_2 ont été l'un et l'autre fortement affectés par l'introduction de plusieurs techniques ou instruments financiers nouveaux, ainsi que par l'utilisation accrue des instruments mis au point avant la redéfinition des agrégats. On peut citer à titre d'exemple les certificats du marché monétaire, les fonds communs de placement en titres du marché monétaire, les comptes d'épargne utilisables pour des règlements (comptes NOW), les comptes offrant des services de transfert automatique (comptes ATS), les comptes de transactions rémunérés au-delà d'un certain montant minimum («sweep accounts») et autres techniques de gestion de trésorerie, les chambres de compensation et guichets bancaires automatisés et, plus récemment, les comptes de dépôt sur le marché monétaire, créés en

décembre 1982, ainsi que les comptes de dépôt à rémunération libre (comptes «Super NOW»), qui ont fait leur apparition en janvier de cette année. Ces instruments et techniques, et d'autres du même genre, ont réduit le rôle des encaisses de transactions non rémunérées dans les paiements et entraîné de profondes modifications dans la composition de M_1 et de M_2 (voir graphique). A la suite de l'introduction des comptes NOW à l'échelon national vers la fin de 1980, la composante rémunérée de M_1 est passée de quelque 6½% à près de 22% en janvier 1983. Pendant la même période, la part des dépôts à vue ordinaires est tombée de 65% à 50%. Comme le montre le tableau de la page 58, la part de M_1 dans M_2 a notablement fléchi au cours des dernières années. Mais un changement plus significatif dans la composition de M_2 a été provoqué par l'accroissement sensible de la part des instruments rémunérés à des taux liés à ceux du marché, qui est passée de 20% environ à la fin de 1979, soit juste avant que la nouvelle définition prenne effet, à près de 56% au début de cette année.

Parallèlement à l'évolution des prêts à taux variables exposée dans la section précédente, on a noté l'apparition d'un grand nombre de nouveaux instruments du marché financier susceptibles de fournir une protection contre les risques. Certains permettent également de réaliser des profits spéculatifs. La liste de ces instruments est très longue et varie constamment: «notes» à taux flottants, obligations liées aux cours des matières premières, prêts hypothécaires à taux ajustables,

Etats-Unis: variations dans la composition de la monnaie¹



¹ 1978-82: chiffres du quatrième trimestre; 1983: janvier. ² Principalement comptes NOW à taux d'intérêt fixes. ³ Dépôts utilisables par chèques rémunérés à des taux liés à ceux du marché.

obligations «deep discount» (à coupon zéro), marchés à terme sur les taux d'intérêt et les devises et options sur contrats à terme, obligations assorties d'options de vente, valeurs mobilières amortissables partiellement avant échéance et assorties d'autres conditions variables («pass-through securities»), certificats d'épargne «grand public», polices d'assurance-vie variables, etc. La plupart d'entre eux n'ont aucun effet *direct* sur la mesure des agrégats monétaires conventionnels comme M_1 ou M_2 . Mais, ces instruments et les évolutions sur les marchés des capitaux qui leur sont associées modifient le processus d'intermédiation et le fonctionnement du secteur financier vis-à-vis du secteur non financier. Les marchés financiers de certains des nouveaux instruments (par exemple, les marchés à terme sur les devises et les taux d'intérêt) se sont développés rapidement, cependant que ceux des instruments plus anciens (certificats de dépôt, euro-dollars, prises en pension, papier commercial et acceptations bancaires) ont pris de l'extension et intensifié leur activité. La majorité de ces marchés sont accessibles aux banques et aux institutions financières non bancaires ainsi qu'aux sociétés non financières (voire, dans certains cas, aux particuliers).

Au Canada, à la différence des Etats-Unis, la «déréglementation» ou démantèlement des contrôles sur les taux d'intérêt n'a pas contribué à favoriser l'innovation financière. La réglementation sur les taux d'intérêt a été abolie en vertu de la loi bancaire de 1967. Les innovations, au Canada, sont essentiellement intervenues en réaction aux niveaux élevés et variables des taux d'intérêt ainsi qu'à l'application de la nouvelle technologie, et elles ont surtout affecté les activités du secteur bancaire (englobant le secteur parabancaire).

Depuis le milieu des années soixante-dix environ, les principales innovations se sont produites dans deux domaines de l'activité bancaire: les comptes des sociétés et ceux des ménages. Ces innovations ont sensiblement modifié la signification de M_1 — principal objectif de la politique monétaire jusqu'à sa suspension en 1982 — et en ont réduit l'importance.

Au cours des dernières années, les grandes sociétés et les moyennes entreprises ont amplement bénéficié d'un ensemble de services de gestion de trésorerie qui leur permettent de consolider quotidiennement sur un compte unique des soldes de divers comptes courants. Le niveau des encaisses de transactions se trouve ainsi réduit et les fonds excédentaires peuvent être placés de la fin de la journée jusqu'au lendemain. En outre, l'utilisation de coffres-forts régionaux et la possibilité d'effectuer des retraits de comptes pré-autorisés permettent d'accélérer les flux et, de ce fait, de réduire encore les encaisses de transactions.

Ces dernières années, deux innovations importantes ont concerné les dépôts des ménages canadiens. En 1979, les banques ont commencé à proposer aux particuliers et aux ménages des comptes d'épargne produisant un intérêt calculé sur le solde quotidien. Certains des fonds placés sur ces comptes proviennent de comptes de chèques personnels, mais la plus grande partie est fournie par des transferts d'autres formes de comptes d'épargne. Une seconde innovation a été apportée en 1981, lorsque les banques ont introduit des comptes de chèques assortis d'un intérêt calculé quotidiennement, qui combinent les caractéristiques

des comptes d'épargne à intérêt quotidien et celles des comptes de chèques personnels. Ces nouveaux comptes connaissent maintenant un succès croissant et affectent considérablement la demande de M_1 .

Au *Royaume-Uni*, d'importantes innovations financières sont intervenues depuis le début des années soixante-dix. Divers facteurs ont été à l'origine de ce processus: modifications du cadre réglementaire et de l'action monétaire, taux d'intérêt et d'inflation élevés et variables et, plus récemment, évolution technologique. En septembre 1971, à la suite d'un programme de réformes financières portant sur la réglementation de la concurrence et du crédit («*Competition and Credit Control*»), le plafonnement du crédit bancaire fut aboli et les banques ont été invitées à renoncer à leur accord de cartel sur les taux d'intérêt. Ces mesures semblent avoir stimulé la progression des certificats de dépôt et autres dépôts rémunérés à des taux d'intérêt liés à ceux du marché, ce qui a permis de financer l'accroissement des prêts bancaires et a provoqué une accélération de M_3 sterling. En réaction à cette évolution, les autorités ont notamment imposé à plusieurs reprises le système des dépôts spéciaux supplémentaires (ou «corset») pour limiter l'expansion des dépôts bancaires productifs d'intérêts. Le «corset» — qui fut ensuite aboli en 1980 — décourageait la concurrence sur les taux d'intérêt pour la collecte des dépôts, tout en encourageant les méthodes non contrôlées de financement bancaire et non bancaire.

Un autre grand changement dans le domaine financier a fait suite à la suppression complète, en 1979, du contrôle des changes. Il en résulta une très forte progression des dépôts en monnaies étrangères des résidents britanniques, qui ont représenté 18% des dépôts bancaires en sterling au troisième trimestre de 1981, contre 11% environ à la fin de 1978.

Le processus d'innovation financière s'est poursuivi ces dernières années. Les banques ont redoublé d'efforts pour attirer les dépôts de faible montant; c'est ainsi qu'elles proposent maintenant des plans d'épargne assortis de facilités ordinaires d'emprunt et des comptes d'épargne liés aux comptes courants offrant des facilités de transferts d'un compte à l'autre. Depuis 1980, les «clearing banks» ont considérablement développé leur marché des prêts d'accession à la propriété, concurrençant ainsi directement les sociétés de crédit immobilier. En conséquence, celles-ci se sont intéressées de plus près au processus d'innovation. La popularité des cartes de crédit n'a cessé de s'accroître: 25% environ des adultes en détiennent actuellement, contre 13% en 1977. A l'instar des Etats-Unis, des marchés à terme d'instruments financiers se sont ouverts au Royaume-Uni l'an dernier. Enfin, le gouvernement lui-même a proposé récemment au grand public des valeurs mobilières indexées, dans le cadre d'une campagne en faveur de la Caisse d'épargne (*National Savings*).

En *Allemagne*, le raccourcissement des échéances des prêts bancaires, évoqué précédemment, n'a pas été la seule innovation importante sur la scène financière au cours des dernières années. Certains instruments financiers existants semblent avoir été utilisés plus intensivement que dans le passé, ce qui pourrait affecter la signification et l'importance de l'agrégat large M_3 , sur la base duquel est mesuré l'agrégat de monnaie centrale choisi comme objectif. La hausse générale des taux

d'intérêt en 1980-81 a accentué la concurrence entre banques pour la collecte de fonds; celle-ci a essentiellement porté sur les instruments inclus dans M_3 , mais semble avoir affecté également dans une certaine mesure d'autres instruments. Ainsi, la progression des titres bancaires à échéance inférieure à quatre ans détenus par les résidents du secteur non bancaire s'est sensiblement accélérée en 1980 et en 1981. Ces titres se révèlent être un substitut assez fidèle aux dépôts d'épargne inclus dans M_3 mais, à la différence de ces dépôts, ils ne sont pas assujettis aux réserves obligatoires. Si ces titres bancaires avaient été compris dans M_3 , le taux de progression de cet agrégat aurait été supérieur de deux points de pourcentage au chiffre de 6,2% enregistré en 1980 et aurait presque doublé par rapport aux 5% relevés en 1981. En 1982, les titres de l'espèce ont encore continué à progresser à un rythme beaucoup plus rapide que M_3 . Bien que l'accroissement de la demande de ces titres ne se soit pas fait entièrement au détriment d'actifs inclus dans M_3 , il pourrait y avoir cependant une corrélation significative entre cette demande (pour la partie notamment concernant les titres à échéance inférieure à un an) et le ralentissement de l'expansion de M_3 .

Les dépôts en euro-monnaies des résidents allemands du secteur non bancaire ont également pris davantage d'importance au cours des trois ou quatre dernières années. Ils ont fortement progressé en 1980 et en 1981 et peuvent avoir influencé la croissance de M_3 . Sur ces deux années, l'inclusion des engagements des succursales et des filiales à l'étranger des banques allemandes à l'égard des résidents du secteur non bancaire de l'Allemagne aurait accru de $\frac{1}{2}$ point de pourcentage environ la croissance de M_3 sur une base annuelle.

Au Japon, le système bancaire et les marchés financiers ont subi des changements notables au cours de la dernière décennie. Au fil des ans, les autorités ont encouragé l'assouplissement des taux d'intérêt, tout en maintenant d'importants contrôles tant dans ce domaine que dans d'autres. On a assisté à un développement continu mais progressif des marchés des obligations et des titres à court terme, ainsi que de nouveaux instruments financiers. Le caractère progressif du rythme de ces changements traduit en partie le fait que les autorités ont essayé d'en orienter ou d'en contrôler l'ampleur.

Plusieurs innovations financières importantes se sont produites ces dernières années. En 1978, le gouvernement a commencé à proposer des titres à court terme assortis d'échéances de deux ou trois ans. En mai 1979, les certificats de dépôt négociables ont fait leur apparition et connaissent depuis une vive expansion. Les amendements de 1980 à la réglementation sur les changes ont provoqué une accélération de la croissance des dépôts en monnaies étrangères. En 1980 également, le gouvernement a instauré un fonds mutuel de placement en obligations, axé sur les besoins du secteur des ménages, des parts du fonds étant émises par les opérateurs sur titres qui investissent le produit de ces émissions essentiellement en obligations d'Etat et en argent au jour le jour.

En France, les marchés financiers ont connu, ces dernières années, au moins deux changements destinés à revêtir une certaine importance. Tout d'abord, les obligations à taux variables ont enregistré un développement rapide. Les banques,

notamment, ont pris une part très active dans l'émission de ces obligations. En 1981, par exemple, 40% environ des obligations émises par les banques étaient assorties de taux variables. Le succès populaire remporté par les émissions de ce genre explique en partie l'augmentation de la part des obligations dans le montant total des flux d'actifs financiers (plus de 28% en 1982, contre quelque 17% en 1979).

En second lieu, un certain nombre de fonds de placement sont apparus sur le marché monétaire depuis la fin de 1981. Le point de départ de cette évolution a été la décision, prise par les autorités françaises, de porter de FF 100.000 pour un mois à FF 500.000 pour six mois le niveau minimum des dépôts à intérêt non plafonné. Mais elle a été également motivée par les besoins de financement de l'Etat, car les fonds de placement sur le marché monétaire ont aidé à soutenir le marché obligataire — les obligations étant jusqu'à présent le plus important instrument de placement financier en France. Il est encore difficile, à ce stade, de savoir si ces fonds de placement exercent ou non une incidence notable sur la demande de M_2 — qui est l'agrégat choisi comme objectif.

En *Italie*, l'un des changements les plus significatifs survenus récemment dans le domaine financier a été le développement du marché des bons du Trésor. La popularité de ces titres (à faible montant nominal et exonérés d'impôt) a entraîné une désintermédiation considérable des dépôts bancaires entre 1978 et 1981. Au cours de cette période, la part des bons du Trésor dans les flux d'actifs financiers est passée de 7% à 32%, tandis que celle des dépôts est tombée de plus de 60% à 40% environ. La désintermédiation des dépôts bancaires et l'accroissement de la demande de bons du Trésor ont été dus dans une certaine mesure au durcissement de l'encadrement des crédits bancaires, qui a réduit la demande de dépôts de la part des banques et ne les a guère incitées à relever leurs taux créditeurs. En 1982, par suite du rétrécissement de l'écart entre le taux des bons du Trésor et les taux servis sur les dépôts, le mouvement antérieur de désintermédiation des dépôts s'est en partie inversé.

Innovations et politique monétaire

Il ressort clairement de ce qui précède que, ces dernières années, les Etats-Unis, le Canada et le Royaume-Uni ont été des précurseurs en matière d'innovation financière. Ailleurs, le rythme général de l'innovation a été plus ou moins graduel, ou bien gardé sous contrôle. Le degré élevé d'innovation financière aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni a créé au moins trois problèmes importants en ce qui concerne les objectifs monétaires intermédiaires. De sérieuses difficultés sont apparues en particulier dans la définition et la mesure des agrégats monétaires, la maîtrise de leur évolution et l'interprétation de l'importance de leurs mouvements. La présente section analyse brièvement ces difficultés.

Les questions de définition et de mesure des agrégats monétaires ont déjà été amplement examinées dans la section précédente sur l'évolution par pays. En résumé, les instruments financiers présentant à la fois les caractéristiques de placements (c'est-à-dire, assortis d'une rémunération liée aux taux d'intérêt du

marché) et celles de moyens de transactions sont de plus en plus répandus, d'où la difficulté d'identifier de manière satisfaisante un instrument donné sur la base de sa caractéristique dominante. En outre, par suite de la réduction des coûts encourus pour passer d'un instrument à un autre, il s'est produit un élargissement de la gamme des moyens de paiement utilisables. L'identification du « degré de liquidité » est particulièrement importante si les objectifs monétaires doivent être exprimés en termes de M_1 , comme ce fut le cas aux Etats-Unis et, jusqu'à une date récente, au Canada, et actuellement au Royaume-Uni. Mais ce problème est beaucoup plus général, comme en attestent les difficultés que soulève au Royaume-Uni la mesure de M_3 sterling; les innovations financières créent des instruments pouvant se substituer à ceux qui sont inclus à la fois dans les agrégats au sens large et dans les agrégats au sens étroit.

Dans les trois pays en question, les innovations financières semblent avoir rendu plus difficile le contrôle à court terme des agrégats retenus comme objectifs, en raison des modifications survenues dans la demande de ces agrégats (voir ci-après), dans le ratio monnaie/dépôts et dans le coefficient effectif de réserve, par suite des transferts de dépôts à faible rendement vers des instruments mieux rémunérés et non assujettis aux réserves obligatoires. Au cours de ces dernières années, ces modifications semblent avoir été importantes, bien qu'il ne soit pas facile de déterminer dans quelle mesure elles ont été associées au processus d'innovation.

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où des agrégats plus larges (M_2 , M_3 et M_3 sterling) ont été utilisés comme objectifs, il est devenu plus malaisé de maîtriser leur évolution à court terme en agissant sur les taux d'intérêt, étant donné que l'élasticité de la demande de ces agrégats par rapport aux taux d'intérêt s'est progressivement réduite. Cette réduction résulte de l'augmentation de la part prise par les dépôts assortis de taux d'intérêt liés à ceux du marché dans ces agrégats; comme le rendement de ces instruments tend à s'élever (baisser) avec la hausse (baisse) du niveau général des taux du marché, les détenteurs d'actifs ne sont pas incités à opérer une substitution entre ces instruments. Etant donné que la part des dépôts rémunérés dans M_1 s'accroît aussi, notamment aux Etats-Unis, il est probable que les modifications de taux d'intérêt perdront de leur efficacité pour la régulation à court terme de cet agrégat également.

Dans une optique à long terme, l'incidence des modifications du système financier sur les relations entre agrégats monétaires, taux d'intérêt et activité économique est plus importante que n'importe quel problème de contrôle monétaire à court terme. L'utilité et la signification des objectifs intermédiaires dépend de toute évidence de la nature de ces relations. Dans ce domaine, les deux principaux problèmes concernent les effets des innovations financières récentes sur la stabilité de la demande de monnaie et sur la nature du mécanisme de transmission des impulsions monétaires à l'économie réelle.

Dans les trois pays considérés, tout porte à croire que la fonction de demande de monnaie s'est déplacée au moins une fois au début ou au milieu des années soixante-dix: M_1 dans le cas du Canada et des Etats-Unis, M_3 dans celui du Royaume-Uni. Certaines indications récentes font également état d'un nouveau

déplacement au début des années quatre-vingt. Plus précisément, on estime que pendant la période 1980-81 et/ou la période 1981-82 la fonction de M_1 pour le Canada et les Etats-Unis s'est infléchie vers le bas, tandis que la fonction de M_3 sterling se serait orientée vers le haut. Ces constatations d'une modification récente de la fonction de demande de monnaie concordent avec l'analyse de la vitesse de circulation de la monnaie et des taux d'intérêt présentée précédemment. Dans le cas des Etats-Unis, toutefois, certains économistes contestent ces faits et produisent d'autres estimations qui donnent à penser que, jusqu'à présent, la récente vague d'innovations financières n'a pas provoqué de modification sensible de la demande de M_1 . Ces conclusions contradictoires semblent dues au fait que le déplacement vers le bas a été masqué par un mouvement en sens opposé provoqué par l'introduction des comptes NOW sur le plan national vers la fin de 1980.

Les analyses empiriques de cette nature sont souvent ambiguës et imprécises. Mais l'aspect peut-être le plus important du comportement récent des fonctions estimées de la demande de monnaie est qu'il semble y avoir une forte augmentation de l'instabilité à court terme - c'est-à-dire sur des périodes de un à quatre ou cinq trimestres - même si l'on admet qu'en très longue période ces fonctions ont pu rester relativement stables. Ainsi, les erreurs de prévision de la demande de M_1 aux Etats-Unis, sur la base du modèle économétrique trimestriel du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, ont été sensiblement plus importantes depuis le début de 1980 que pendant les trois ou quatre années précédentes.

Aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni, ainsi que dans certains autres pays, il est possible également que le processus d'innovation modifie le mécanisme de transmission des impulsions de la politique monétaire à l'économie réelle. Les variations des taux d'intérêt, induites par les autorités ou par d'autres facteurs, ont tendance à se propager plus rapidement à toute la gamme des avoirs et engagements financiers, et cela pour plusieurs raisons: plus grande sensibilité

Variabilité des taux d'intérêt à long terme*

Pays	Ecart-type des séries mensuelles des taux à long terme					Ecart-type des séries mensuelles des taux à long terme corrigés de l'évolution tendancielle				
	1968-70	1971-73	1974-76	1977-79	1980-82	1968-70	1971-73	1974-76	1977-79	1980-82
Etats-Unis . . .	0,8	0,4	0,4	0,9	1,5	0,5	0,3	0,5	0,6	1,5
Canada	0,6	0,4	0,5	0,7	1,7	0,4	0,3	0,5	0,4	1,6
Royaume-Uni . . .	0,8	1,2	1,0	1,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,0	1,6
Allemagne fédérale . . .	0,9	0,8	1,2	0,9	1,0	0,8	0,7	1,2	0,8	1,0
Japon	0,3	0,6	0,3	0,8	1,0	0,6	0,7	0,4	0,9	0,9
France	0,7	0,5	0,4	0,7	1,4	0,3	0,5	0,7	0,8	1,1
Italie	1,1	0,5	1,7	0,5	2,5	0,6	1,1	1,1	1,0	1,9

* Rendements sur le marché secondaire pour les Etats-Unis, obligations à dix ans de l'Etat fédéral; pour le Canada, fonds d'Etat à échéance de dix ans et plus; pour le Royaume-Uni, fonds d'Etat à échéance de vingt ans; pour l'Allemagne, obligations du secteur public; pour le Japon, obligations des collectivités locales; pour la France, obligations du secteur public; pour l'Italie, bons du Trésor.

aux taux d'intérêt des engagements et avoirs des établissements financiers, octroi de prêts à taux variables et raccourcissement des échéances, développement et intégration des marchés financiers et, d'une façon plus générale, intensification de la concurrence au sein du système financier. Ces développements renforcent ainsi l'incidence des taux d'intérêt sur l'économie réelle. En même temps, les «déréglementations» opérées dans certains pays (démantèlement de nombreux plafonds de rémunération des dépôts et des lois sur l'usure aux Etats-Unis, suppression du «corset» et du contrôle des changes au Royaume-Uni, assouplissement du contrôle des changes et de certaines réglementations des taux d'intérêt au Japon, etc.) réduisent le rôle de l'offre de crédit ou du «rationnement quantitatif» dans la transmission des impulsions monétaires au secteur non financier et accroissent d'autant le rôle qui incombe aux taux d'intérêt du marché.

L'élimination ou la réduction de diverses sources d'imperfections du marché et l'accroissement de la concurrence au sein du système financier impliquent des fluctuations de taux d'intérêt plus amples que précédemment. Cela semble concorder avec le comportement effectif des taux d'intérêt ces dernières années par rapport à la période antérieure. Le tableau présente les écarts-types des séries mensuelles des taux à long terme observés et des mêmes taux corrigés de l'évolution tendancielle sur cinq périodes triennales comprises entre 1968 et 1982. Ces deux mesures montrent que, à l'exception peut-être de l'Allemagne, la variabilité des taux d'intérêt a été plus forte au cours de la période triennale 1980-82 que pendant les années antérieures.

La tendance à abandonner l'encadrement du crédit au profit d'une intensification de la concurrence dans le domaine de la collecte de fonds, ainsi que l'augmentation de la variabilité des taux d'intérêt qui en résulte renforceront peut-être le lien entre la dépense réelle et les taux d'intérêt. Dans ce nouveau contexte, les effets exercés par les taux d'intérêt peuvent devenir plus évidents et plus faciles à estimer, mais il est également possible que certains changements importants du comportement des agents économiques se produisent. Les estimations précédentes relatives à l'élasticité par rapport aux taux d'intérêt de diverses composantes de la demande finale risquent de ne plus être fiables et, après une phase de transition, elles pourraient se révéler plus élevées que précédemment.

Le processus d'innovation et ses implications en sont encore à un stade évolutif dans un certain nombre de pays. Dans ces divers cas, la politique monétaire ne peut s'en remettre à la seule régulation des agrégats monétaires, dont la signification et le rôle sont sujets à d'imprévisibles changements. Ce fait a été reconnu par les autorités aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. C'est pour cette raison notamment que ces trois pays ont adopté, en 1982, une stratégie de politique monétaire plus souple, au terme de laquelle les autorités recourent aussi bien à des agrégats monétaires qu'à d'autres indicateurs (voir Chapitre IV, pages 82-88) pour guider leur action.

IV. LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET LE PROCESSUS DÉSINFLATIONNISTE

Faits saillants

Les taux d'intérêt ont fortement baissé l'an dernier sur les principaux marchés d'Amérique du Nord et d'Europe, tout en demeurant très élevés par rapport aux taux d'inflation.

Comme les taux à court terme ont fléchi davantage que les taux à plus long terme, les tensions qui s'étaient exercées sur les institutions financières, du fait de l'inversion des courbes de rendement, se sont atténuées. Dans une période de profonde récession, cependant, les rendements sur le marché financier se sont maintenus à des niveaux exceptionnellement élevés, en raison des craintes d'une recrudescence de l'inflation, des préoccupations suscitées par la perspective de besoins d'emprunt élevés du secteur public et de la prise de conscience par les entreprises de la nécessité de continuer à restructurer leurs bilans. La préoccupation des marchés au sujet de la situation financière des entreprises s'est parfois reflétée dans les primes de risque notables incorporées aux taux d'intérêt demandés à certains emprunteurs. Plus généralement, comme les banques étaient obligées de constituer des provisions plus importantes pour créances douteuses, elles ont tardé à répercuter la baisse des taux du marché monétaire sur leurs conditions débitrices. Aussi, malgré une certaine tendance antérieure à assortir davantage les prêts de taux variables, les avantages de la réduction des taux d'intérêt n'ont pas été ressentis aussi largement ou aussi rapidement qu'on aurait pu l'escompter.

C'est la politique monétaire qui a été le principal support de la lutte contre l'inflation et des efforts visant à stabiliser les anticipations en matière de prix. L'an passé, le rythme de la hausse des prix et des salaires a diminué, mais le processus d'ajustement est entré dans une phase très difficile. Dans plusieurs pays cependant, les autorités ont été en mesure de faire face aux problèmes nés de la récession et de la fragilité financière, sans compromettre pour autant les objectifs à plus long terme de l'ajustement, en raison du renforcement progressif de la confiance dans leur action au cours des dernières années. Dans un environnement perturbé et marqué par de rapides mutations, il a fallu accorder une plus grande place au jugement dans la mise en œuvre de la politique. Aux Etats-Unis, en particulier, les marchés se sont rendu compte qu'il fallait satisfaire la demande exceptionnelle de liquidités liée à la récession et se sont ralliés à l'adoption d'une approche plus globale et à plus long terme de la régulation monétaire. On s'est également aperçu que l'innovation financière provoquait à un moment crucial de sérieuses distorsions des agrégats monétaires.

Les grands pays industrialisés continuent de reconnaître généralement l'utilité de la publication d'objectifs pour les agrégats monétaires. Ils ont été de plus en plus nombreux, cependant, à conférer une plus grande souplesse aux politiques de ce type et à tenir davantage compte d'autres indicateurs financiers et d'autres variables économiques pour apprécier la situation monétaire.

Dans certains pays, les politiques de taux d'intérêt axées sur la défense de la monnaie nationale sur le marché des changes ont constitué la pierre angulaire de l'action de stabilisation des prix entreprise par les autorités. Très souvent, l'an passé, le recul des taux d'inflation leur a permis d'encourager une certaine détente des conditions monétaires.

Dans les conditions actuelles, des taux d'intérêt réels élevés demeurent un obstacle à une reprise durable de l'économie mondiale. Les craintes d'une résurgence de l'inflation limitent toutefois de manière stricte les objectifs réalisables par la seule politique monétaire et, dans la plupart des cas, les déséquilibres dans les secteurs privé et public imposent des contraintes supplémentaires. Dans certains pays, l'amélioration de la position extérieure a réduit le risque de voir le recul des taux d'intérêt entraîner une dépréciation de la monnaie sur les marchés des changes et une recrudescence de l'inflation par les coûts. Mais la situation diffère considérablement d'un pays à l'autre en ce qui concerne la marge de manœuvre dont disposent les autorités pour encourager une détente des taux d'intérêt.

Taux d'intérêt nominaux

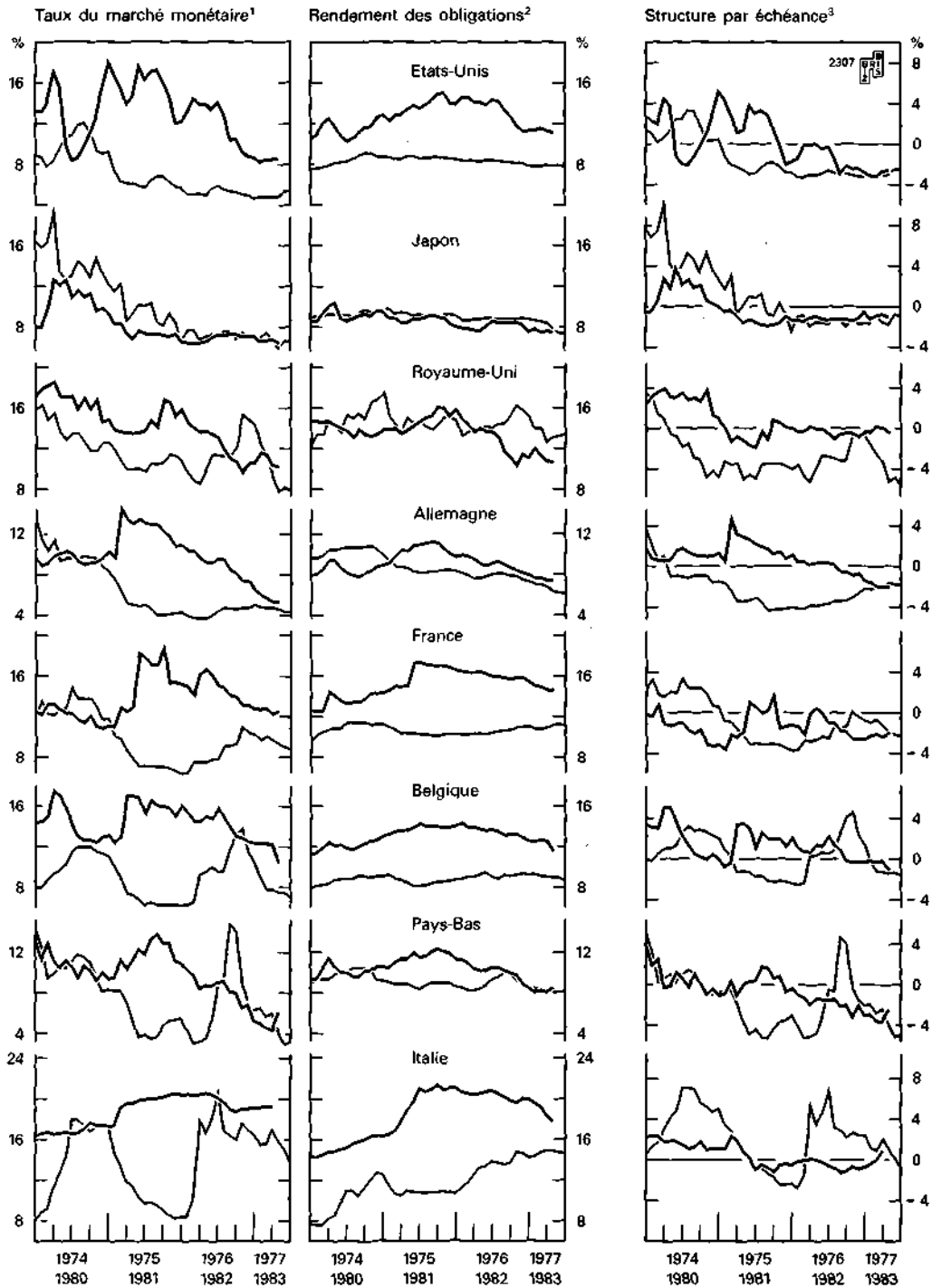
Evolutions récentes. Au grand soulagement de toutes les catégories d'emprunteurs – et de nombre de leurs créanciers – les taux d'intérêt se sont fortement détendus l'an passé sur les principaux marchés d'Amérique du Nord et d'Europe. En effet, même par rapport à l'évolution notée au cours des années agitées qui ont suivi la première crise pétrolière, la récente période de taux d'intérêt élevés a été d'une durée difficile à supporter. En outre, si la baisse survenue l'an dernier s'est avérée supérieure à ce qu'avaient escompté les observateurs les plus optimistes, le niveau des taux d'intérêt est néanmoins demeuré anormalement élevé dans beaucoup de pays pour une période de récession.

Aux Etats-Unis, les taux du marché monétaire avaient reculé à l'automne 1981, pour remonter toutefois au début de 1982 et se maintenir à des niveaux très élevés jusqu'au milieu de l'année. Ils ont ensuite accusé une baisse de 5 à 6 points en l'espace de six mois. Les marchés, qui commençaient à croire aux chances de préserver les succès impressionnants remportés dans la lutte contre l'inflation, ont admis l'idée que la politique monétaire puisse désormais tenir davantage compte de la récession et de la nécessité d'encourager la reprise économique. Le recul des taux d'intérêt à long terme a cependant tardé à se produire et, au début de 1983, les rendements des obligations dépassaient encore de 3 points environ leur niveau moyen des années soixante-dix.

A partir du moment où le loyer de l'argent a commencé à baisser aux Etats-Unis, les autorités monétaires des pays européens ont pu à nouveau peser sur les taux de leur marché monétaire national. En 1982, les taux d'intérêt à court terme ont régressé de 2 à 4 points dans presque tous les pays européens représentés sur le graphique de la page suivante, le recul ayant été cependant moins prononcé en Italie. Au printemps de 1983, les niveaux de la plupart de ces taux étaient inférieurs de plus de moitié aux maximums enregistrés en 1980 et 1981. En mars, les taux d'intérêt à court terme ont dû être relevés en Belgique et en France pour

Taux d'intérêt à court et à long terme

——— 1974 - 77 ——— 1980 - 83



¹ 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. ² 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 catégories d'obligations du secteur public. ³ Taux d'intérêt à court terme moins taux à long terme.

faire face aux pressions sur les marchés des changes. Toutefois, à la suite du réalignement survenu au sein du Système monétaire européen, les taux du marché monétaire ont pu être abaissés dans ces pays. Au Royaume-Uni, ils sont demeurés sensibles aux perspectives d'évolution de la livre liées au prix du pétrole mais ont fortement régressé, au total, entre 1981 et le début de 1983.

L'an passé, les rendements des obligations ont progressivement diminué en Allemagne, aux Pays-Bas, en Suisse et (jusqu'en novembre) au Royaume-Uni, mais ils sont restés très élevés en France, en Belgique et en Italie. Dans ces trois pays, la balance des paiements courants est déficitaire, et en Italie et en Belgique les déficits budgétaires sont relativement importants. De plus, le taux tendanciel d'inflation demeure élevé en France et davantage encore en Italie.

Au Japon, où le processus d'ajustement opéré au lendemain de la seconde crise pétrolière était déjà bien avancé, les taux d'intérêt se sont maintenus à de faibles niveaux l'année dernière. Au Canada, par contre, ils se sont dans l'ensemble inscrits en hausse au premier semestre de 1982, par suite de l'élargissement de l'écart des taux à court terme à l'égard des Etats-Unis, alors que des pressions s'exerçaient sur le marché des changes. A partir du milieu de l'année, cependant, les taux canadiens ont enregistré une baisse encore plus forte que celle des taux américains, grâce à l'amélioration de la balance des paiements du Canada.

Courbe des rendements. Etant donné que les rendements des obligations sont restés élevés ou ont beaucoup moins baissé que les taux du marché monétaire, les courbes de rendement, qui avaient été nettement inversées sur des périodes exceptionnellement longues en 1980 et 1981, sont devenues positives au cours de l'année dernière, la pente ascendante ayant été anormalement forte dans certains cas. On a constaté en de précédentes occasions que les taux d'intérêt à long terme réagissaient lentement à la baisse des taux du marché monétaire — ce qui reflète généralement une restructuration de l'endettement des entreprises en période de récession. L'an passé, les déséquilibres budgétaires des pouvoirs publics ont également joué dans le même sens. De plus, l'écart important entre les taux du marché monétaire et les rendements des obligations, particulièrement évident aux Etats-Unis, pouvait être notamment interprété comme l'indication des doutes du marché quant à la possibilité de maintenir à moyen terme les faibles taux d'inflation enregistrés pendant la récession.

Variabilité des taux d'intérêt. La détente des conditions du marché monétaire, l'an passé, s'est accompagnée d'une diminution sensible de la variabilité des taux d'intérêt. Aux Etats-Unis, où les efforts entrepris à partir d'octobre 1979 pour mieux maîtriser l'évolution de la masse monétaire à très court terme s'étaient traduits par une extrême instabilité des taux d'intérêt, on a constaté récemment une réduction notable de l'ampleur des mouvements d'un mois à l'autre des taux d'intérêt du marché monétaire (voir page 85) ainsi que de la variabilité d'un jour à l'autre. On voit clairement la baisse de cette dernière sur le tableau ci-après retraçant la variabilité des taux d'intérêt au jour le jour, corrigée de l'évolution tendancielle, pendant des périodes consécutives de six mois. Il ne fait guère de

doute que la stabilité relative notée au cours des six derniers mois traduit l'abandon progressif de la politique d'objectifs monétaires à court terme et les progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation. Dans la plupart des autres pays, la variabilité au jour le jour des taux d'intérêt du marché monétaire était demeurée beaucoup moins forte qu'aux Etats-Unis en 1980-81, mais elle a néanmoins diminué l'année dernière. En Allemagne, aux Pays-Bas et en Suisse, en particulier, la diminution des taux d'intérêt a été bien plus graduelle et a suscité moins d'incertitudes sur le marché des changes que le précédent mouvement de hausse. Une baisse de l'instabilité des taux du marché monétaire est d'autant mieux venue qu'il apparaît que, dans certains pays, les fluctuations des taux d'intérêt à court terme se trouvent plus fidèlement reflétées ces dernières années qu'auparavant dans le niveau et la variabilité des rendements du marché financier.

Variabilité d'un jour à l'autre des taux d'intérêt du marché monétaire*

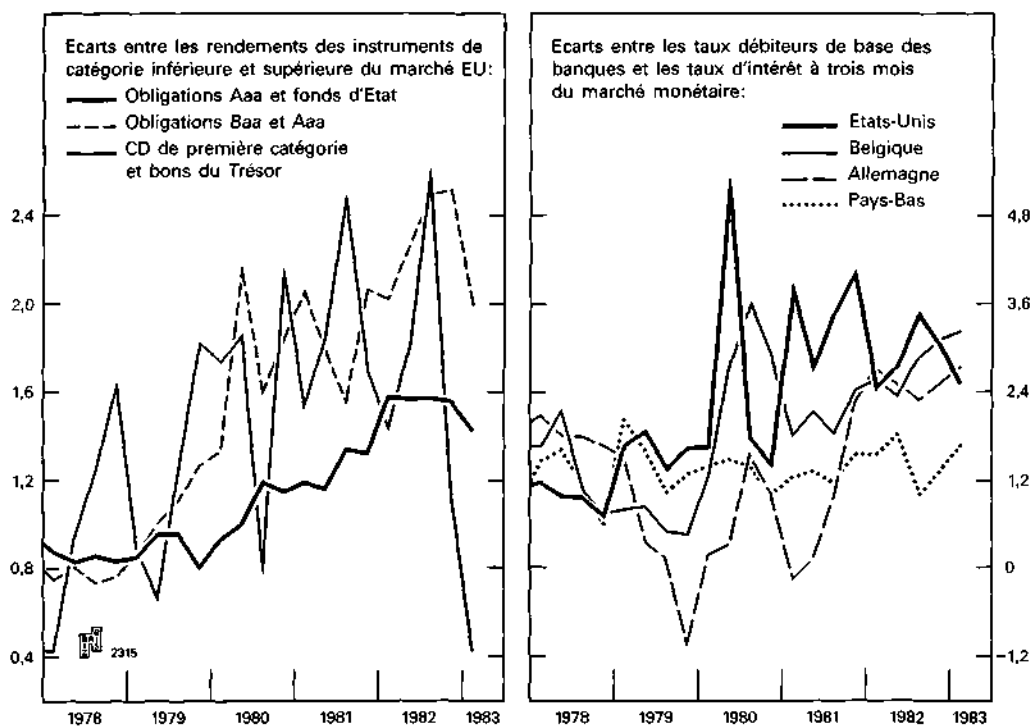
Période de six mois se terminant en	Etats-Unis	Canada	Royaume-Uni	Allemagne fédérale	France	Italie	Belgique	Pays-Bas	Suisse
Septembre 1979	0,43	0,25	0,53	0,19	0,27	0,05	0,54	0,38	0,37
Mars 1980 . . .	1,27	0,53	0,61	0,40	0,35	0,75	0,61	1,28	0,68
Septembre 1980	2,58	1,04	0,42	0,34	0,26	0,31	0,53	0,41	0,44
Mars 1981 . . .	2,12	1,27	0,47	0,96	0,46	0,43	0,48	0,48	0,75
Septembre 1981	1,10	0,81	0,52	0,23	1,92	0,05	0,49	0,53	0,74
Mars 1982 . . .	1,36	0,95	0,51	0,29	0,92	0,20	0,51	0,34	0,54
Septembre 1982	1,08	1,01	0,33	0,34	0,28	0,32	0,60	0,42	0,63
Mars 1983 . . .	0,43	0,40	0,54	0,25	0,27	0,07	0,59	0,26	0,47

* La variabilité est mesurée par l'écart-type des estimations sur la base de régressions par rapport au temps pour chaque période de six mois. Sur la base des taux journaliers des instruments à trois mois, sauf pour la France (à un mois). Taux du marché monétaire national pour le Royaume-Uni, la France et l'Italie; taux des euro-monnaies pour les autres pays.

Primes de risque et conditions d'octroi de crédits des institutions financières. L'an passé, les écarts de taux d'intérêt ont parfois reflété la forte sensibilité des marchés financiers à la fragilité des situations de bilan, due à la récession et aux taux d'intérêt élevés. Ce facteur ainsi que la tendance à ne pas vouloir assumer de gros risques élevés en général sont parfaitement illustrés par l'évolution sur les marchés des Etats-Unis. Ainsi, l'élargissement sensible, juste après le milieu de l'année, de l'écart entre les rendements des certificats de dépôt et ceux des bons du Trésor reflétait à la fois des préoccupations spécifiques et générales. On constate le même phénomène sur les marchés à plus long terme à propos de l'écart de rendement entre les obligations des sociétés classées Baa et de celles qui sont classées Aaa, ou pour l'écart entre les rendements des obligations de sociétés en général et ceux des titres d'Etat. Les divers types de primes de risque sur les marchés américains ont ensuite diminué presque aussi fortement qu'ils avaient augmenté. Sur le marché obligataire, cependant, les écarts de rendement fondés sur des considérations qualitatives montrent depuis plusieurs années une tendance à la hausse. Les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt à long terme proposés aux emprunteurs du secteur privé autres que ceux de premier ordre dépassent toujours de quelque 1½ point leurs niveaux de 1978.

Dans beaucoup de pays, la rentabilité des institutions financières s'est ressentie l'an passé de la nécessité d'accroître leurs provisions pour créances

Primes de risque et écarts d'intermédiation*



* En points de pourcentage.

douteuses. En conséquence, elles ont eu tendance à augmenter l'écart de taux entre leurs actifs et passifs rémunérés et ont marqué une réticence inhabituelle à répercuter sur leurs conditions débitrices les baisses des taux d'intérêt du marché monétaire. En période de récession, une telle attitude peut poser un dilemme aux autorités. Sur une plus longue période cependant, les banques de nombreux pays ont élargi la part de leurs prêts assortis de taux d'intérêt ajustables (voir Chapitre III). De ce fait, certains emprunteurs ont dû bénéficier des baisses des taux d'intérêt à court terme peu de temps après qu'elles se soient produites.

Taux d'intérêt réels

Dans plusieurs pays où les taux d'intérêt à long terme ont fléchi l'an passé, la diminution a été nettement moins forte que celle des taux d'inflation. Dans certains des pays représentés dans le tableau, les rendements des obligations, corrigés en fonction des taux courants de hausse des prix à la consommation, se sont inscrits en baisse l'an passé; dans la plupart des cas, cependant, ils ont augmenté et se situaient, au début de 1983, à des niveaux beaucoup plus élevés qu'en 1980. Mesurés de cette façon, les taux d'intérêt réels à long terme, au début de 1983, s'échelonnaient entre 3% environ en Allemagne (ce qui est assez normal pour ce pays), en Italie et au Royaume-Uni et quelque 7% aux Etats-Unis. Corrigés de la hausse des prix, les taux d'intérêt à long terme sont également élevés au Japon.

Rendements réels des obligations

Rubriques et périodes	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni	Allemagne fédérale	France	Italie	Belgique	Suisse
	moyennes annuelles, en % par an							
Rendements réels¹								
1963-72 moyenne	2,7	1,6	2,7	4,1	2,7	3,0	3,0	1,0
1974-77 moyenne	0,3	-5,3	-3,9	2,8	-0,6	-5,7	-1,7	0,7
1979-82 moyenne	1,8	3,6	0,5	3,7	1,6	-0,7	5,7	0,1
1980	-1,6	1,9	-4,5	3,0	0,6	-5,3	6,0	0,7
1981	3,2	2,9	2,1	4,7	3,1	-0,2	6,3	-0,3
1982	6,5	5,1	2,9	3,3	3,0	3,6	4,9	-1,1
1983 1 ^{er} trimestre	7,5	5,2	5,3	3,1	5,3	2,3	3,7	-1,3
<i>Pour mémoire:</i>	<i>en %</i>							
Taux d'inflation²								
1963-72 moyenne	3,2	5,7	4,8	3,2	4,6	4,3	3,8	4,5
1982	6,2	2,7	8,6	5,3	11,8	16,6	8,7	5,6
Taux de croissance du PNB réel								
1963-72 moyenne	4,0	9,8	2,8	4,7	5,5	5,6	4,8	4,4
1982	-1,7	3,0	1,4	-1,1	1,8	-0,3	-0,7	-1,7
Déficits budgétaires³								
1963-72 moyenne	0,1	-0,2 ⁴	0,5	-0,0	-0,5	5,4	1,7	-
1982	3,8	4,1	1,6	3,9	2,9	12,0	12,2	-
1983 ⁵	4,5	3,4	2,5	3,8	2,3	11,6	10,7	-

¹ Rendements représentatifs des obligations à long terme ajustés en fonction des moyennes mobiles sur six mois des variations en % sur douze mois des prix à la consommation. ² Hausse des prix à la consommation d'une année sur l'autre. ³ Emprunts nets (-) des administrations publiques en % du produit national brut. ⁴ 1965-72. ⁵ Estimations et prévisions de l'OCDE.

Il convient de se montrer prudent dans l'interprétation de tels chiffres. Les taux de hausse des prix enregistrés sont souvent une approximation médiocre des anticipations inflationnistes – étant donné que l'instabilité de ces dernières est très vraisemblablement moins forte que celle des taux et que certaines indications obtenues par sondage donnent à penser que les anticipations inflationnistes à long terme pourraient à présent se maintenir à des niveaux plus élevés que les taux récents d'inflation. L'éternelle question du choix de l'indice des prix a revêtu récemment moins d'importance que d'habitude; quelle que soit la mesure utilisée, les taux d'intérêt à long terme ajustés en fonction de l'inflation sont élevés, et ce sont eux justement qui comptent le plus dans les décisions en matière d'épargne et d'investissement. Certes, la fiscalité affecte les taux de rémunération réels effectivement payés par les emprunteurs et reçus par les prêteurs, mais dans des proportions difficiles à mesurer. En période de récession, cependant, les bénéfices imposables de nombreuses entreprises peuvent être insuffisants pour leur permettre de profiter pleinement des abattements fiscaux au titre des paiements d'intérêts.

Cela étant, il ne fait guère de doute que les taux d'intérêt réels avant et après impôt sont exceptionnellement élevés pour une période de récession ou de début de reprise. Ils sont également très hauts par rapport aux taux réels moyens de rendement du capital et à tout taux de croissance de l'économie qu'on peut raisonnablement escompter pour les prochaines années. A ces divers égards, les conditions qui prévalaient dans les années soixante étaient très différentes, et les comparaisons avec des années antérieures ne peuvent servir qu'à souligner l'importance de l'abaissement des taux d'intérêt réels pour l'amélioration des perspectives de croissance.

Des taux d'intérêt réels élevés, mesurés de cette manière, reflètent à l'évidence un dosage inadéquat des politiques, la faiblesse de la situation financière des entreprises et la persistance de doutes sur la possibilité d'éviter une recrudescence de l'inflation. En particulier, des déficits budgétaires élevés, qu'ils soient effectifs ou prévus, entretiennent les préoccupations suscitées non seulement par les tensions qui pourraient s'exercer sur les taux d'intérêt dans la mesure où leur financement est assuré par le marché financier, mais également par l'inflation qui pourrait en résulter s'ils devaient être couverts par des moyens monétaires.

Problèmes de politique monétaire

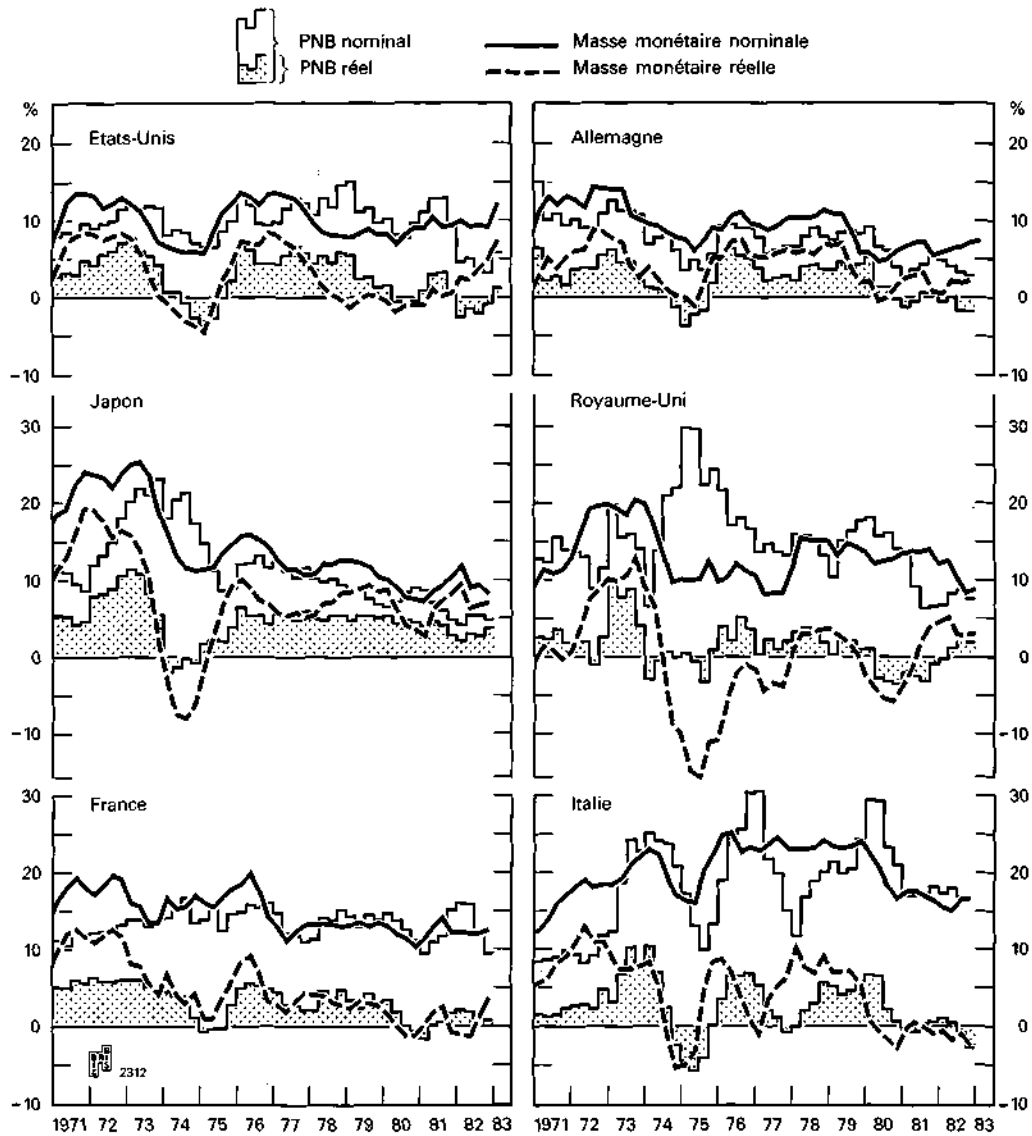
Pendant quelques années, la politique monétaire dans le monde industrialisé a dû accorder la priorité absolue à la maîtrise de l'inflation, et il était donc primordial d'adopter à cet effet des stratégies cohérentes. L'an passé, en raison de la récession et de l'innovation financière, il a fallu introduire une plus grande part de jugement dans la mise en œuvre de ces stratégies. La question de la marge de manœuvre disponible pour un assouplissement s'est surtout posée à propos des politiques de régulation des agrégats monétaires du genre de celles qui ont été utilisées au cours des dernières années dans la plupart des grands pays.

Des questions semblables de souplesse peuvent cependant se poser également dans le cadre d'une forme différente de politique monétaire «non accommodante» — celle dans laquelle l'influence du taux de change sur les coûts et les prix internes constitue un élément déterminant pour la fixation des taux d'intérêt. Les normes de taux de change dans la politique monétaire ne doivent pas être rigides et peuvent être modifiées de temps à autre. Les objectifs ou contraintes dans ce domaine ont toutefois fortement influencé ces dernières années la politique des taux d'intérêt dans la plupart des pays, grands et petits (les Etats-Unis constituant à cet égard la seule exception notable) et affecté de manière substantielle le degré de transmission des impulsions de la politique monétaire d'un pays à un autre. Les orientations de la politique monétaire en matière d'agrégats et de taux de change sont passées en revue dans les deux sections suivantes de ce chapitre. La section finale est consacrée à l'examen des options et des contraintes ainsi que de la marge de manœuvre offerte aux autorités des divers pays pour la conduite de la politique monétaire.

Agrégats monétaires: évolutions et politiques

Evolutions monétaires récentes dans une perspective à plus long terme. Après un ralentissement prononcé en 1980, le rythme de l'expansion monétaire s'est accéléré en 1981 dans la plupart des pays industrialisés. Comme le montre le graphique, les taux de croissance des agrégats au sens large sont demeurés relativement élevés dans certains pays, l'an passé, compte tenu du ralentissement de l'inflation. Etant donné les incertitudes au sujet de l'impact de l'innovation financière et, dans le cas des Etats-Unis, des modifications d'ordre réglementaire (dont certaines ont pris effet à la fin de 1982), il convient de se montrer prudent dans l'interprétation de l'évolution de tel ou tel agrégat. Il semble cependant que la demande exceptionnelle

Masse monétaire au sens large et PNB en termes nominaux et réels
Variations en % sur quatre trimestres*



* 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, LSP_2) et des déflateurs du PNB/PIB.

d'encaisse de précaution, qui est analysée dans la section du Chapitre III consacrée à la vitesse-revenu, ait joué un rôle. Sous l'angle de la politique, l'important est qu'en fin de compte elle ait été en grande partie satisfaite.

Considérés dans une perspective à plus long terme, les taux d'expansion des agrégats au sens large indiqués sur le graphique ont été en moyenne plus faibles ces dernières années qu'au début des années soixante-dix dans tous les pays considérés. Dans la plupart d'entre eux, les taux d'accroissement notés depuis 1979 ont

également été inférieurs en moyenne à ceux qu'on avait observés après la première crise pétrolière.

Avec la recrudescence de l'inflation en 1979, les taux d'expansion de la masse monétaire au sens large, mesurés en termes réels, ont fortement fléchi, pratiquement comme en 1974. Au cours de la période 1979-81, durant laquelle les taux d'inflation sont demeurés obstinément élevés, les taux d'expansion monétaire réelle ont été faibles ou négatifs sur de longues périodes dans tous les pays, sauf au Japon. En anticipant une période de récession prolongée, la masse monétaire réelle a continué d'être un bon indicateur précurseur de l'évolution de la production, malgré la complexité indéniable des relations de cause à effet qui entrent en jeu. Tout aussi frappante, cependant, est la vive hausse des taux d'expansion monétaire, ajustés en fonction de l'évolution des prix, enregistrée l'an passé aux Etats-Unis, en Allemagne et en France. Le changement est particulièrement marqué dans le cas de M_2 aux Etats-Unis, pour lequel on avait constaté précédemment une relation étroite avec l'évolution ultérieure du PNB tant en termes nominaux que réels.

Les taux d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit se sont également accélérés sensiblement l'an passé dans beaucoup de pays sous l'influence de la baisse des taux d'intérêt. Etant donné notamment leur sensibilité bien connue aux variations de ces taux, et comme la politique de taux d'intérêt doit souvent être axée sur la réalisation des objectifs de taux de change, la plupart des pays d'Europe continentale n'ont jamais considéré que les agrégats au sens étroit étaient appropriés pour servir d'objectifs. Aux Etats-Unis et au Canada, où la masse monétaire au sens étroit a été dans le passé au centre des préoccupations des responsables de la politique, l'évolution de M_1 s'est révélée tellement erratique, l'an passé, qu'il est apparu que cet agrégat était devenu impropre à la fixation d'objectif. Comme indiqué au Chapitre III, il est devenu de plus en plus difficile de définir des agrégats qui reflètent correctement la détention de monnaie à des fins purement transactionnelles, par suite de l'introduction de facilités très sophistiquées permettant d'opérer des transferts de fonds entre des comptes de transactions et d'épargne et de l'apparition de comptes rémunérés pouvant être utilisés à la fois pour effectuer des transactions et pour recevoir des encaisses d'épargne de précaution.

Le cadre de base de la politique monétaire. Depuis de nombreuses années, des normes sont fixées au taux d'accroissement de la masse monétaire. Dans plusieurs pays, elles furent publiées pour la première fois à la fin de 1974 ou au début de 1975, peu après la première crise pétrolière. L'adoption d'objectifs quantitatifs, qui vise essentiellement à réduire les taux d'inflation élevés, est fondée sur la conviction que, dans un contexte fortement inflationniste, les signaux donnés par les taux d'intérêt peuvent manquer de clarté. Une autre considération importante, dans des pays comme l'Allemagne et la Suisse, était que le passage à un système de taux de change plus flexible supprimerait une contrainte imposée jusque-là à la politique monétaire. On se rendait compte de plus en plus que les précédentes politiques de gestion de la demande axées sur la croissance économique avaient contribué à alimenter l'inflation et les anticipations inflationnistes. Pour y remédier, l'approche fondée sur la fixation d'objectifs a été, dès le début, orientée vers

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

Pays et agrégats ¹	Objectifs ² et (en italique) résultat effectif								
	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
	augmentation pendant la période ³ , en % ⁴								
Etats-Unis M ₁ . . .	5-7½	4½-7½	4½-6½	4-6½	1½-4½	4-6½	6-8½	2½-5½	4-8
	<i>5,0</i>	<i>5,7</i>	<i>7,9</i>	<i>7,2</i>	<i>5,5</i>	<i>7,2</i>	<i>5,1</i>	<i>8,5</i>	
	8½-10½	7½-10½	7-10	8½-9	5-8	6-9	6-9	6-9	7-10
	<i>9,6</i>	<i>10,9</i>	<i>9,8</i>	<i>8,7</i>	<i>8,3</i>	<i>9,0</i>	<i>9,4</i>	<i>9,2</i>	
M ₂ . . .	10-12	9-12	8½-11½	7½-10	6-9	6½-9½	6½-9½	6½-9½	6½-9½
	<i>12,3</i>	<i>12,8</i>	<i>11,7</i>	<i>9,5</i>	<i>8,1</i>	<i>9,8</i>	<i>11,7</i>	<i>10,1</i>	
CR . . .	6½-9½	6-9	7-10	7-10	7½-10½	6-9	6-9	6-9	8½-11½
	<i>3,4</i>	<i>4,1</i>	<i>7,6</i>	<i>13,3</i>	<i>12,6</i>	<i>8,0</i>	<i>8,3</i>	<i>6,1</i>	
Japon M ₂ +CD	-	-	-	12-13	11	8	10	8	7
	<i>14,5</i>	<i>14,3</i>	<i>10,6</i>	<i>12,6</i>	<i>10,3</i>	<i>7,6</i>	<i>10,4</i>	<i>8,3</i>	
Allemagne MC . . .	8	8	8	8	6-9	5-8	4-7	4-7	4-7
	<i>9,9</i>	<i>9,3</i>	<i>9,0</i>	<i>11,4</i>	<i>6,4</i>	<i>4,8</i>	<i>3,5</i>	<i>6,0</i>	
France M ₂ . . .	-	-	12½	12	11	11	10	12½-13½	9
	<i>18,2</i>	<i>12,9</i>	<i>13,9</i>	<i>12,2</i>	<i>14,4</i>	<i>9,8</i>	<i>11,4</i>	<i>12,0</i>	
Royaume-Uni £M ₃ . . .	-	9-13	9-13	8-12	8-12	7-11	6-10	8-12	7-11
		<i>7,3</i>	<i>15,4</i>	<i>11,4</i>	<i>10,3</i>	<i>20,0</i>	<i>14,6</i>	<i>9,8</i>	
M ₁ . . .	-	-	-	-	-	-	-	8-12	7-11
		<i>9,9</i>	<i>22,2</i>	<i>12,1</i>	<i>2,7</i>	<i>9,4</i>	<i>9,3</i>	<i>10,8</i>	
LSP ₂ . . .	-	-	-	-	-	-	-	8-12	7-11
		<i>7,8</i>	<i>15,6</i>	<i>13,3</i>	<i>9,6</i>	<i>14,5</i>	<i>12,0</i>	<i>8,9</i>	
Italie CIT . . .	17%	17½	15	16	18½	17½	16	15½	18
	<i>25,4</i>	<i>19,9</i>	<i>17,8</i>	<i>20,9</i>	<i>18,5</i>	<i>18,5</i>	<i>18,1</i>	<i>20,8</i>	
Pays-Bas M ₂ . . .	-	-	10	7	8½	7½	6%	-	-
			<i>7,5</i>	<i>5,5</i>	<i>6,8</i>	<i>7,8</i>	<i>3,0</i>		
Suisse MC . . .	6,8	3,0	3,5	16,6	6,8	4	4	3	3
	<i>4,0</i>	<i>7,8</i>	<i>5,4</i>	<i>16,6</i>	<i>8,5</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,5</i>	<i>2,6</i>	
M ₁ . . .	6	6	5	5	-	-	-	-	-
	<i>4,0</i>	<i>7,8</i>	<i>5,4</i>	<i>16,6</i>	<i>8,5</i>	<i>-15,8</i>	<i>-3,6</i>	<i>2,9</i>	
Canada M ₁ . . .	-	10-15	8-12	7-11	6-10	5-9	4-8	4-8	-
		<i>10,9</i>	<i>8,3</i>	<i>9,2</i>	<i>8,0</i>	<i>6,2</i>	<i>3,9⁵</i>	<i>3,5⁵</i>	

¹ CR = agrégat représentatif du crédit, crédit bancaire ou (pour 1983) endettement total des secteurs internes non financiers; MC = monnaie centrale; £M₃ = M₃ sterling; LSP₂ = liquidité du secteur privé (en anglais PSL₂); CIT = crédit intérieur total. Pour les Etats-Unis, agrégats redéfinis à compter de 1980 à 1983; les objectifs et les taux d'expansion de M₁ pour 1980 et 1981 sont ceux qui concernent M_{1B}, non corrigés de l'incidence estimée de l'innovation financière. Pour les Pays-Bas, les objectifs (et les résultats) pour 1980 et 1981 se réfèrent à la création de M₂ par les secteurs internes.

² Pour le Japon, projection uniquement; pour la France (sauf en 1978) et les Pays-Bas (en 1979 seulement), limites. Pour l'Italie, les pourcentages sont établis sur la base des limites exprimées en liras.

³ Périodes d'application des objectifs: d'un quatrième trimestre à l'autre pour les Etats-Unis, le Japon (jusqu'en 1982) et l'Allemagne (depuis 1979); de décembre à décembre pour l'Italie (depuis 1976), la France (sauf 1983) et l'Allemagne (1975 seulement); moyennes annuelles pour la Suisse (sauf 1980) et l'Allemagne (de 1976 à 1978). Plusieurs périodes commençant en avril (1976, 1977 et 1978), juin (1979) et février (1980, 1981 et 1982) pour le Royaume-Uni et au deuxième trimestre (1975 et 1979), février-avril (1976), juin (1977 et 1978) et août-octobre (1980) pour le Canada. Pour l'Italie et les Etats-Unis, les objectifs indiqués pour 1975 couvrent des périodes commençant respectivement en mars et au premier trimestre. Pour 1983, les objectifs sont établis sur la base de février-mars, dans le cas de M₂ aux Etats-Unis, et de novembre-janvier dans le cas de la France; pour le Japon, la projection figurant dans le tableau vaut d'un deuxième trimestre à l'autre. Les taux effectifs d'expansion monétaire sont normalement ceux qui se réfèrent à la période indiquée pour l'objectif et sont calculés sur la même base que ce dernier. Ne figurent pas dans le tableau les objectifs assignés à l'expansion du crédit intérieur au Royaume-Uni et au crédit total en Italie pour certaines périodes comprises entre 1974 et 1978, ainsi que, aux Etats-Unis (avant 1979) et au Japon, toutes les normes fixées à l'expansion monétaire pour des périodes consécutives de quatre trimestres se chevauchant.

⁴ En taux annuels dans les cas où la période n'est pas une année. ⁵ Jusqu'à décembre 1981. ⁶ De décembre à décembre.

le moyen terme et a revêtu un caractère gradualiste. On en est venu, en outre, à attacher une grande importance à l'influence potentielle de la politique monétaire sur les anticipations, même si l'on admettait que son incidence pouvait ne pas être immédiate. Une fois fixées, les normes ne furent guère modifiées d'une année sur l'autre ou furent progressivement abaissées sur une période de plusieurs années, pour chercher à atténuer les attentes inflationnistes.

Les objectifs en vigueur, qu'ils soient demeurés inchangés ou qu'ils aient été graduellement abaissés, sont devenus en fait plus restrictifs après le second choc pétrolier. En outre, à partir de 1979, les pays ont encore affiné certains aspects de leurs méthodes de fixation des objectifs. Un fait particulièrement significatif à cet égard a été l'abandon, en octobre 1979, par la Réserve fédérale, dans le souci de mieux contrôler les mouvements à court terme de la masse monétaire, de procédures qui nécessitaient un accord explicite au sein du Comité de l'open market sur les modifications de taux d'intérêt. Elles furent remplacées par des techniques axées davantage sur les mouvements des réserves bancaires qui laissaient ainsi les taux d'intérêt sur le marché monétaire fluctuer à l'intérieur de larges limites. Par la suite, les phases de modération de la croissance des réserves bancaires ont alterné avec des périodes de relative aisance. En 1980, après une brève période où il fut recouru à titre exceptionnel au contrôle direct du crédit, la masse monétaire, les taux d'intérêt et, partant, l'activité économique ont connu des fluctuations d'une ampleur sans précédent. Lorsque, en 1981, la production s'est temporairement redressée, la Réserve fédérale s'est opposée à une nouvelle accélération de la croissance de M_1 . Les taux d'intérêt à court terme sont alors montés en flèche et ont atteint des niveaux encore plus élevés que ceux de 1980.

A partir de 1979, on a également relevé dans d'autres pays un durcissement des attitudes à l'égard de la régulation des agrégats et un renforcement des procédures de contrôle. Les autorités allemandes, britanniques et françaises, en particulier, se sont efforcées résolument de ramener les taux d'expansion de certains agrégats monétaires à des niveaux plus conformes aux normes publiées, ou, dans le cas de l'Allemagne, dans la moitié inférieure de la fourchette-objectif. Dans ce pays, une nouvelle flambée des taux d'intérêt au début de 1981, bien qu'encouragée par la Bundesbank afin surtout de lutter contre le déficit des paiements courants, s'est révélée compatible avec la poursuite de l'expansion de la monnaie centrale à un rythme très voisin de la limite inférieure de la fourchette-objectif. Au Japon, le taux de progression de M_2 et des certificats de dépôt s'est ralenti en 1980, à la suite du resserrement de l'encadrement du crédit (système de «window guidance»). Cependant, la politique d'intervention rapide destinée à prévenir l'apparition d'anticipations inflationnistes a sans doute été davantage axée sur un relèvement prononcé du taux d'escompte de la Banque du Japon et un comportement responsable des syndicats.

Au Royaume-Uni, le plan gouvernemental, qui prévoyait de réduire chaque année le taux d'expansion de M_3 sterling sur une période de cinq ans, ainsi que les limites qui allaient probablement être imposées de ce fait aux besoins d'emprunt du secteur public, furent chiffrés dans un document appelé «Stratégie financière à moyen terme», publié en même temps que le budget de mars 1980. Les autorités envisagèrent également d'instaurer un système de régulation de la base

monétaire et établirent le cadre institutionnel qui leur semblait adéquat pour mettre en œuvre ce système. En fait, elles n'apportèrent que des changements mineurs à leurs techniques opérationnelles, qui visaient principalement à réduire le rôle des mécanismes administratifs dans la régulation monétaire et à accroître celui des forces du marché dans la détermination des taux d'intérêt. Par la suite, les prêts bancaires en livres au secteur privé se sont fortement développés et, pour freiner la croissance de M_3 sterling, il a été nécessaire de «surfinancer» largement les besoins d'emprunt du secteur public (voir Chapitre III).

Dans aucun pays, les anticipations inflationnistes n'ont réagi rapidement à l'annonce de l'intention des autorités de modérer l'expansion monétaire. En fait, on n'a guère enregistré de progrès en matière de stabilisation des prix avant le recul de la production et l'apparition de la récession. Pourtant, en l'absence de modérations dans les revendications salariales ou d'une action efficace pour faire face aux importants déficits budgétaires effectifs et prévisibles, la discipline monétaire a fini par constituer le principal rempart contre une recrudescence de l'inflation. Les marchés sont demeurés extrêmement sensibles à tout signe d'affaiblissement de la détermination des autorités de maintenir leur politique de resserrement monétaire.

Certaines autorités monétaires ont éprouvé des difficultés pour renforcer la crédibilité de leur action. En fait, le temps nécessaire pour gagner la confiance dans la politique mise en œuvre a sensiblement varié d'un pays à l'autre. Au Japon, où les anticipations inflationnistes ont été parfaitement maîtrisées juste après le second choc pétrolier, les conditions monétaires se sont détendues dès 1980; en Allemagne, une évolution analogue s'est dessinée en 1981, lorsque la balance des paiements courants a donné des signes d'amélioration. Aux Etats-Unis, en revanche, le changement décisif ne s'est produit que dans le courant de l'année dernière et, même par la suite, il a toujours fallu tenir compte, dans la conduite de la politique monétaire, des préoccupations du public au sujet des perspectives d'évolution à long terme des prix.

Tendance vers une plus grande souplesse. La persistance d'anticipations inflationnistes fortement ancrées appelait à l'évidence des stratégies politiques cohérentes et résolues. Elle intensifiait en même temps les pressions économiques et financières induites par le freinage de l'expansion monétaire, pressions dont il fallait tenir compte dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Aux Etats-Unis, en particulier, on n'avait pas oublié les expériences précédentes marquées par une accumulation excessive de liquidités dans l'économie. Mais, en raison de la gravité de la récession mondiale qui s'accompagnait de signes de fragilité financière sur les plans national et international, de nouveaux risques devaient être pris en considération. Si, dans ces conditions, les demandes croissantes de liquidités n'étaient pas partiellement satisfaites, et si aucune détente n'intervenait dans le domaine des taux d'intérêt, les forces déflationnistes risquaient de se développer rapidement à l'échelle internationale. De plus, dans certains pays, la réaction des autorités devait être appréciée et explicitée en tenant compte de l'apparition d'une gamme d'instruments financiers nouveaux, ce qui modifiait radicalement les relations fondamentales entre les différentes formes de la détention de monnaie.

Bien que la méthode de fixation d'objectifs fût d'abord destinée à assurer la continuité de l'action des autorités monétaires, certaines possibilités d'assouplissement avaient été prévues lors de sa formulation – en partie pour des raisons techniques, mais aussi pour laisser une certaine marge permettant d'adapter la gestion monétaire aux modifications de la situation conjoncturelle et/ou des conditions extérieures. Cette souplesse avait été en partie perdue, notamment aux Etats-Unis, où les procédures de régulation avaient été resserrées antérieurement. On s'attendait, dans une certaine mesure, à des difficultés, sous la forme notamment de dérèglements financiers d'origine externe ou interne. On se rendait bien compte, par exemple, que les efforts visant à contrôler étroitement les mouvements à court terme des agrégats risquaient de s'accompagner d'une plus grande instabilité des taux d'intérêt sur le marché monétaire. Il est probable cependant que personne n'avait prévu l'ampleur des variations de taux d'intérêt qui se sont effectivement produites aux Etats-Unis, ni pleinement évalué l'impact exercé par l'innovation financière sur les agrégats monétaires américains. Il est vrai que, dans la plupart des autres pays, les conditions étaient moins défavorables mais qu'en outre les procédures de contrôle étaient demeurées moins rigides.

Dans la mesure où l'orientation fondamentalement anti-inflationniste de la politique a été plus largement reconnue et où l'inflation a continué de se ralentir, les autorités monétaires ont pu davantage prendre en compte la faiblesse de l'économie dans l'utilisation des objectifs. En particulier, lors de la fixation des normes pour 1982, elles n'ont pas cherché, comme les années précédentes, à obtenir une réduction des taux d'expansion monétaire, et, dans certains cas, elles ont relevé les limites des fourchettes-objectifs. Au début de 1982, la Bundesbank et la Réserve fédérale ont fait savoir, l'une et l'autre, qu'elles étaient disposées à tolérer une expansion des agrégats à des rythmes situés dans la partie supérieure des fourchettes-objectifs, et, dans les deux pays, il a été prévu que les fourchettes puissent être révisées au milieu de l'année. Au Royaume-Uni, la priorité absolue accordée précédemment au freinage de la croissance de M_3 sterling avait contraint les autorités à accepter une forte appréciation de la livre. En mars 1982, dans son discours de présentation du budget, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé que la fourchette-objectif de l'expansion monétaire prévue pour 1982–83 serait plus élevée qu'il n'avait été envisagé dans la «Stratégie financière à moyen terme» publiée un an auparavant. De plus, comme la représentativité de M_3 sterling suscitait des incertitudes croissantes dans un contexte de forte expansion des prêts bancaires au secteur privé, il annonça que la nouvelle fourchette-objectif serait également appliquée à deux autres agrégats, M_1 et LSP_2 (liquidité du secteur privé), ajoutant qu'à l'avenir l'appréciation de la situation monétaire tiendrait davantage compte d'autres variables financières, notamment du taux de change et des taux d'intérêt en termes nominaux et réels.

L'évolution de la politique monétaire aux Etats-Unis en 1982 a été jalonnée d'un certain nombre d'événements importants. Reconnaissant que la croissance rapide de M_1 pendant les premiers mois de l'année pouvait refléter un comportement exceptionnellement prudent des agents économiques, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale décida, en mars, de tenir compte davantage de l'évolution de M_2 dans l'évaluation des écarts de M_1 par rapport à la fourchette-

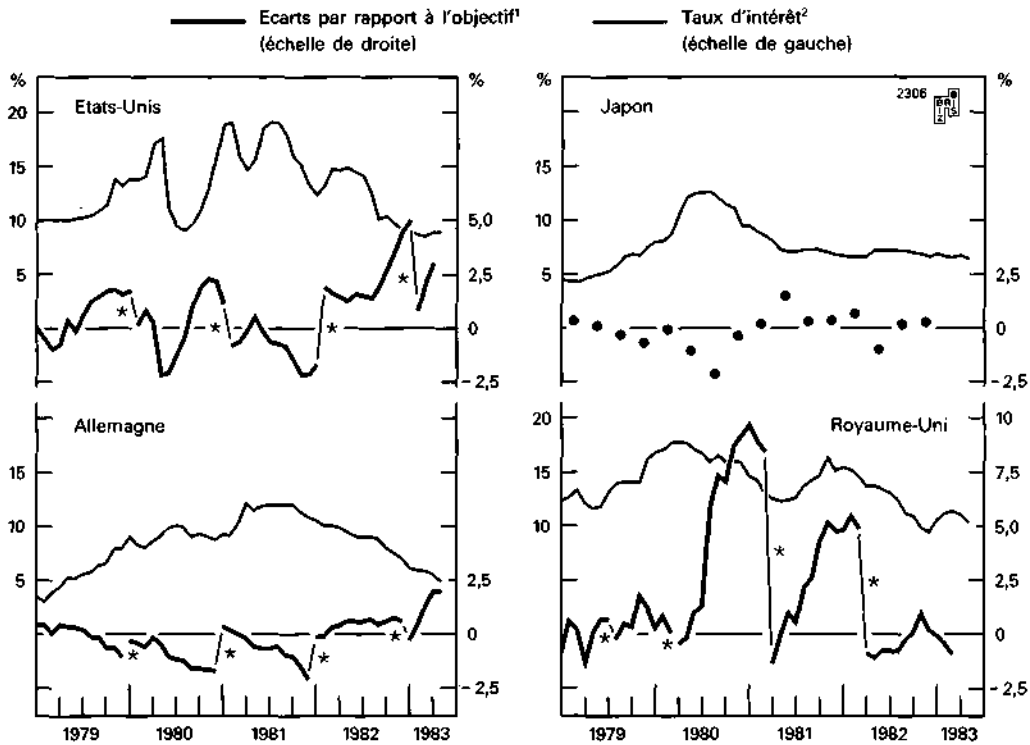
objectif à court terme. En juin, il estima que, devant l'incertitude et l'agitation qui régnaient alors sur le marché, il fallait tolérer que, pendant un certain temps, tous les agrégats dépassent la limite supérieure des fourchettes-objectifs – conclusion que le Président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale exposa devant le Congrès en juillet.

En mai et juin, les problèmes rencontrés par deux intermédiaires financiers d'importance secondaire perturbèrent profondément le marché des titres d'Etat et, au second trimestre, la Penn Square National Bank, l'Abilene National Bank et la société Lombard Wall, spécialisée dans les valeurs d'Etat, furent déclarées en faillite. Les difficultés économiques rencontrées par le Mexique pendant l'été attirèrent l'attention sur l'engagement international des banques américaines – à une époque où les faillites d'entreprises nationales non bancaires nécessitaient la constitution de provisions accrues pour créances douteuses sur les prêts à l'économie interne. Puis, devant les besoins réels de liquidités supplémentaires, il apparut que les agrégats monétaires risquaient de monter en flèche sous l'effet principalement des innovations. On ne savait pas comment serait réutilisé le volume important de fonds placés en certificats d'épargne «grand public» («all-savers certificates») assortis de privilèges fiscaux, dont l'émission avait été spécialement autorisée un an auparavant pour aider les institutions d'épargne et qui venaient à échéance en octobre. On ne pouvait pas davantage prévoir l'accueil que les épargnants allaient réserver aux nouveaux comptes de dépôts du marché monétaire et aux comptes «Super NOW» (comptes chèques rémunérés) que les banques avaient été autorisées à ouvrir, sans limitation de taux d'intérêt, à partir de décembre 1982 et de janvier 1983 respectivement. Quant aux éléments positifs, l'inflation continuait de se ralentir et les baisses soudaines des taux d'intérêt en juillet et août indiquaient que les anticipations inflationnistes commençaient enfin à s'atténuer.

C'est dans ces conditions que le Président de la Réserve fédérale annonça, en octobre, que la seule solution qui s'offrait pour l'heure à son institution était d'attacher moins d'importance qu'auparavant aux mouvements de M_1 . De fait, lors de la réunion d'octobre du Comité de l'open market, il ne fut assigné d'objectif monétaire à court terme qu'aux agrégats plus larges. Etant donné que M_1 était le seul agrégat publié sur une base hebdomadaire, il était ainsi mis un terme aux préoccupations excessives du marché sur l'évolution à très court terme de la masse monétaire. On commença également à se montrer plus prudent dans l'interprétation des variations d'un mois sur l'autre.

Entre octobre et décembre, le taux des fonds fédéraux a continué de fléchir graduellement et les taux d'escompte de la Réserve fédérale ont été progressivement abaissés. A un moment où tous les agrégats monétaires dépassaient nettement les limites supérieures de leur fourchette-objectif, ce fléchissement des taux d'intérêt a marqué une nette rupture dans les relations à court terme qui s'étaient maintenues tout au long des trois années précédentes. Depuis le recours, fin 1979, aux réserves bancaires comme objectif opérationnel, les taux d'intérêt n'avaient cessé de se tendre fortement – dans l'attente de mesures correctives officielles – chaque fois que le rythme d'expansion de la masse monétaire au sens étroit dépassait, même légèrement, le point médian de la fourchette-objectif. Dans

Écarts de la masse monétaire par rapport aux points médians des objectifs et taux d'intérêt



* Révision de l'objectif.

¹ Pour les Etats-Unis, M_{1A} - M_{1B} ; pour l'Allemagne, monnaie centrale; pour le Japon, $M_2 + CD$; pour le Royaume-Uni, M_3 sterling. Pour le Japon, variations sur quatre trimestres par rapport à la projection officielle. ² Pour les Etats-Unis, taux des fonds fédéraux; pour le Japon, argent à vue; pour l'Allemagne, taux de l'argent au jour le jour entre banques; pour le Royaume-Uni, taux de l'argent à trois mois entre banques.

d'autres pays, où les autorités n'avaient pas essayé de respecter aussi étroitement leurs objectifs d'expansion monétaire à court terme, l'évolution de la masse monétaire et des taux d'intérêt a été fort différente. Conformément aux relations traditionnelles de la demande de monnaie – mais sous l'influence également d'autres facteurs, tant internes qu'externes – les niveaux élevés des taux d'intérêt avaient été généralement liés à des taux d'expansion monétaire faibles par rapport aux normes. Le Royaume-Uni a toutefois constitué une exception à cet égard, puisque les difficultés rencontrées en 1980 et en 1981 par les autorités britanniques dans la maîtrise de M_3 sterling étaient en partie attribuables à l'incidence complexe des taux d'intérêt élevés sur la demande de cet agrégat large. Les taux d'intérêt y avaient cependant été beaucoup moins instables que ceux du marché monétaire aux Etats-Unis.

Les nouveaux objectifs d'expansion monétaire aux Etats-Unis pour 1983, annoncés en février, prévoient des modifications de la fourchette pour M_1 et M_2 et de la base retenue pour mesurer l'expansion de M_2 . Ces changements sont conçus pour faire face à de nouveaux transferts de fonds et à la persistance d'un comportement atypique de la vitesse de circulation au cours de la reprise prévue de l'activité économique. Pour la première fois, les autorités ont également publié

une série de valeurs indiquant les prévisions de la Réserve fédérale concernant l'évolution d'un agrégat de crédit large, à savoir l'endettement total du secteur interne non financier. Pour tous les objectifs, une révision est prévue dans un délai de trois mois; pour l'heure, on continuera à mettre surtout l'accent sur M_2 . Pendant les premiers mois de l'année en cours, tous les agrégats monétaires ont dépassé leur fourchette-objectif. Les marchés, pourtant beaucoup plus calmes qu'avant octobre 1982, sont restés sensibles à tout indice marquant un retour de la Réserve fédérale à un comportement plus restrictif dans la gestion des réserves mises à la disposition des banques.

En Allemagne et en Suisse, les objectifs d'expansion monétaire en 1983 ont été fixés aux mêmes niveaux qu'en 1982. Au Royaume-Uni, la nouvelle fourchette-objectif annoncée en mars est plus basse que la précédente, mais demeure conforme à l'évolution prévue dans la «Stratégie financière à moyen terme» publiée un an auparavant. En France, l'objectif pour 1983 traduit un resserrement de la politique économique en général, dans le contexte d'un important déficit des paiements courants, imputable au déphasage de la demande interne globale par rapport à l'évolution à l'étranger. En Italie, où l'objectif assigné à l'expansion du crédit interne total a été dépassé en 1982, les besoins d'emprunt du secteur public ayant été beaucoup plus importants que prévu, l'objectif retenu pour 1983 implique un ralentissement substantiel du taux de croissance de cet agrégat de crédit large.

Perspectives à court terme de la politique d'objectifs monétaires. On pouvait s'attendre que l'application de règles simples à l'expansion monétaire soit insuffisante pour stabiliser un cadre économique troublé et qu'il faille ajuster les règles elles-mêmes en cas d'apparition de chocs et de perturbations. Les politiques d'agrégats monétaires ont en général été inspirées par des intentions fort modestes: accroître la transparence des objectifs de la politique, vaincre une éventuelle tendance à retarder l'ajustement des taux d'intérêt officiels et faire en sorte qu'il soit dûment tenu compte des objectifs de stabilisation à moyen terme. Même dans le cadre de ces limites, la mise en œuvre de ces stratégies a parfois été exceptionnellement malaisée et, l'an dernier, les conditions dans lesquelles elles ont dû être appliquées se sont révélées particulièrement complexes.

Au fil des ans, les efforts entrepris pour appliquer les politiques de stabilisation des agrégats monétaires se sont heurtés à plusieurs difficultés imprévues. Par suite de perturbations d'origine externe, tous les pays ont dû faire face, au cours de la décennie écoulée, à des chocs du côté de l'offre, qui ont réduit la capacité de production et rendu le processus d'ajustement plus difficile. La demande de monnaie est intrinsèquement instable à court terme et, dans certains pays, elle a accusé d'amples fluctuations liées aux modifications des préférences pour la liquidité à l'échelon national ou des préférences pour telle ou telle monnaie sur le plan international. On a observé dans divers pays – même s'il ne s'agit nullement d'un phénomène général – des changements rapides dans les systèmes de paiement et les schémas d'intermédiation, dus notamment à des modifications du cadre réglementaire et à l'innovation financière. Ces derniers temps, des problèmes de cette nature se sont posés avec une acuité particulière aux Etats-Unis. De plus, comme la récession s'accompagne de déséquilibres financiers et qu'elle est intervenue au

moment où la lutte contre l'inflation n'était qu'à moitié gagnée, elle a rendu difficile l'évaluation objective des mesures à prendre pour parer à cette situation. De ce fait, l'application de la politique des objectifs s'est révélée beaucoup plus délicate.

Dans certains pays, le dispositif adopté en matière d'objectifs monétaires a été suffisamment souple pour permettre de réagir de manière discrétionnaire à la plupart des difficultés qui pouvaient se présenter. On a pu tenir compte dans une certaine mesure des variations conjoncturelles de la vitesse de circulation de la monnaie lors de la fixation de la valeur des objectifs; les écarts en plus ou en moins constatés par rapport à ces derniers sur une période donnée ont pu être pris en compte dans la base retenue pour la période suivante, tandis que les périodes de base elles-mêmes ont été choisies de façon à éviter l'apparition d'éventuelles distorsions. Le problème de l'instabilité à court terme de la demande de monnaie a pu être résolu de manière satisfaisante en utilisant des fourchettes-objectifs au lieu de valeurs uniques, ou en mesurant l'évolution monétaire en termes de moyennes annuelles ou trimestrielles et en l'évaluant sur des périodes d'un an au moins.

Dans les cas où les mécanismes existants ne pouvaient prendre en compte les perturbations rencontrées, les autorités ont été généralement en mesure, en aménageant de façon appropriée les dispositifs de fixation des objectifs, de continuer à utiliser des agrégats comme objectifs ou comme indicateurs de la situation monétaire. En présence de variations brusques de la demande de certains agrégats, le recours à un agrégat-objectif différent pouvait parfois s'imposer, de même qu'il était possible d'assigner des objectifs à une série d'agrégats. Dans la plupart des cas, les autorités ont expliqué les raisons de leur changement d'attitude qui furent comprises par le marché. Il n'en a pas été de même, bien entendu, lorsqu'on escomptait que les facteurs qui avaient causé la distorsion d'un agrégat particulier allaient demeurer inchangés et lorsqu'il a été impossible de trouver un agrégat de remplacement convenable. C'est ainsi que le Canada a renoncé à fixer un objectif à M_1 l'an dernier et qu'on continue à rechercher un agrégat plus approprié.

La conviction que les problèmes soulevés par les autres types d'approche étaient encore plus complexes a été un élément déterminant dans le maintien du recours aux agrégats monétaires comme point d'ancrage de la politique de stabilisation. Qu'il s'agisse du PNB nominal, des agrégats de crédit au sens large, des taux de change et, au-delà du très court terme, des taux d'intérêt nominaux et réels, l'évolution de toutes ces variables est influencée par divers facteurs ne relevant pas de la politique monétaire et ne se prêtant pas toujours à une régulation étroite de la part de la banque centrale. Le volume et la répartition des flux de crédit sont susceptibles de varier de manière imprévisible avec le temps, tout autant que le volume et la composition des actifs détenus par le public. De plus, en tant qu'indicateurs ou objectifs intermédiaires de la politique monétaire, les taux d'intérêt nominaux et réels présentent d'autres insuffisances bien connues.

Dans ces conditions, les autorités monétaires de nombreux pays ont continué à considérer les politiques axées sur la stabilisation des agrégats monétaires à moyen terme comme l'approche la plus efficace, en définitive, d'une politique de stabilisation économique. Aux Etats-Unis, où les difficultés pratiques

liées à l'interprétation de l'évolution de certains agrégats se sont considérablement aggravées récemment, la Réserve fédérale s'est employée par tous les moyens à les surmonter. Au Royaume-Uni, des influences de diverses natures ont faussé, au fil des ans, les signaux transmis par l'évolution des agrégats monétaires, mais la «Stratégie financière à moyen terme» du gouvernement pour lutter contre l'inflation demeure axée sur une conception souple de la fixation d'objectifs. En Allemagne et en Suisse, également, les autorités restent persuadées que seule une cohérence durable de la politique, telle qu'elle s'exprime par la méthode des objectifs, peut créer les conditions nécessaires à la stabilité des prix et à une croissance équilibrée à moyen terme. Dans ces pays, le rythme de l'innovation financière a été modéré, l'approche des objectifs a toujours été souple et les autorités n'ont jamais essayé de contrôler trop étroitement l'évolution à court terme de la masse monétaire. En France, l'objectif monétaire fournit un cadre à l'action restrictive poursuivie par les autorités dans les domaines budgétaire, des revenus, de l'épargne et du crédit pour rétablir l'équilibre économique interne et externe.

De plus en plus, toutefois, on s'est rendu compte que la complexité du mécanisme des interactions entre la politique monétaire et l'économie implique que les responsables de cette politique doivent souvent surveiller un certain nombre d'indicateurs financiers différents et suivre de très près l'évolution de l'économie. Il y a de bonnes raisons d'espérer que des approches de ce genre, qui recèlent des facteurs de continuité et des éléments discrétionnaires, se révéleront compatibles avec la nécessité de maîtriser l'inflation et de soutenir également une certaine relance de l'activité. Cette compatibilité n'a de chances de se réaliser à long terme que si l'on confère une certaine souplesse à la formulation de la politique à court terme.

Objectifs de taux d'intérêt et de taux de change dans la politique monétaire

Cadre de base. Alors que les problèmes soulevés par les politiques d'agrégats monétaires ont fait l'objet d'abondantes discussions, on a souvent négligé d'examiner dans quelle mesure les politiques de taux d'intérêt des pays industrialisés ont été axées, ces dernières années, sur la réalisation d'objectifs de taux de change. Pour faire face à la seconde crise pétrolière et à la montée en flèche du dollar qui s'ensuivit, de nombreux pays ont modifié leur politique monétaire, en vue surtout de s'opposer aux pressions à la baisse de leur monnaie sur le marché des changes. Cette attitude s'explique principalement par le fait qu'ils prenaient pleinement conscience des implications résultant du degré d'ouverture de leur économie et de la rigidité de leurs mécanismes internes de fixation des salaires, qu'ils soient caractérisés ou non par des dispositifs officiels d'indexation. Sous l'action conjuguée de ces deux facteurs, les pays concernés s'exposaient en effet au risque de voir une dépréciation excessive de leur monnaie, au lieu de contribuer à soutenir leur compétitivité et le niveau de l'emploi, déclencher une spirale interne salaires/prix que la politique monétaire devrait ultérieurement financer.

Les objectifs de taux de change ne doivent pas nécessairement revêtir un caractère officiel ou contraignant. Dans un monde caractérisé par des taux de

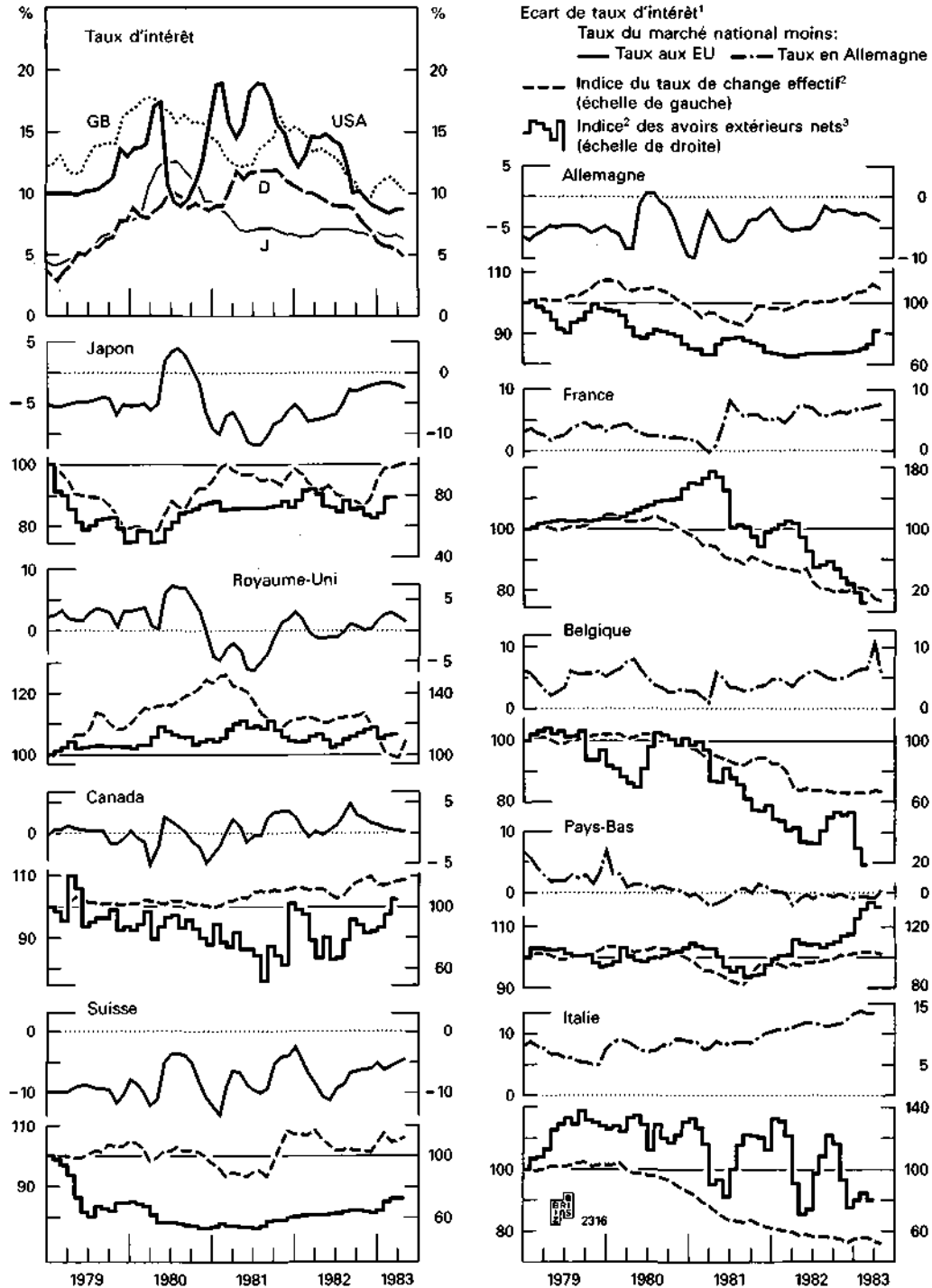
change flottants entre les principales monnaies, de nombreux pays ont estimé qu'il suffisait simplement d'essayer de limiter une dépréciation trop rapide de leur monnaie en termes effectifs. Les objectifs ont été évidemment beaucoup plus précis dans le cas de certains pays européens qui décidèrent, en raison de l'importance de leurs relations politiques et commerciales mutuelles, d'instaurer le Système monétaire européen. Parmi les divers buts que ces engagements étaient censés servir, la lutte contre l'inflation occupait une place prépondérante. De fait, dans certains des pays concernés, les objectifs de taux de change ont fini par devenir, en pratique, la pierre angulaire des politiques de stabilisation des prix — ainsi que de la politique monétaire.

En tant qu'objectif immédiat de la politique monétaire, la stabilisation des taux de change bilatéraux peut constituer une option attrayante pour les économies jouxtant un grand pays relativement stable. En cherchant à stabiliser leur monnaie par rapport au deutsche mark, certains pays européens pouvaient laisser le taux d'inflation relativement faible de l'Allemagne exercer une légère pression à la baisse sur le rythme tendanciel élevé de l'inflation interne. Peut-être espéraient-ils également qu'on tiendrait compte de leur engagement à l'égard du taux de change lors des négociations salariales et des prises de décisions en matière de prix.

Politiques axées sur les taux de change en période de hausse des taux d'intérêt. Devant les amples fluctuations des taux d'intérêt aux Etats-Unis, les banques centrales d'autres grands pays se sont constamment efforcées de limiter les oscillations des taux sur leur propre marché monétaire. Dans le même temps, elles sont intervenues «à contre-tendance» sur le marché des changes. Comme le montre le graphique de la page suivante, les écarts entre les taux du marché monétaire américain et les taux au Japon, en Allemagne et en Suisse, en particulier, ont connu d'amples oscillations au cours de la période allant de fin 1979 au milieu de 1981, qui traduisaient essentiellement les variations des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Etant donné que les diverses phases de hausse des taux d'intérêt américains risquaient de s'inverser brutalement, les autorités monétaires d'autres pays ont d'abord cherché à contenir la progression des taux d'intérêt sur leur propre marché, mais, ce faisant, elles ont dû accepter de fortes pertes nettes de réserves de devises pour limiter la dépréciation de leur taux de change. Elles étaient toutefois disposées à encourager des relèvements des taux de leur marché monétaire national, dans la mesure où ils étaient jugés nécessaires pour maîtriser l'inflation interne et, dans le cas de l'Allemagne, contribuer à réduire le déséquilibre fondamental de la balance des paiements courants.

L'application d'une telle politique en Allemagne a permis d'obtenir un profil de taux d'intérêt assez stable auquel les autres pays ont pu se référer pour déterminer les taux de leur propre marché monétaire. Pour réaliser leurs objectifs de taux de change, de nombreux autres pays européens ont recouru principalement, tout en effectuant de temps à autre des interventions substantielles sur le marché des changes, à des modifications des taux d'intérêt sur leur marché monétaire — cette action étant complétée, dans certains cas, par des mesures de contrôle des changes.

**Écarts des taux d'intérêt à court terme, taux de change et avoirs nets en devises
des banques centrales**



¹ Calculé à partir des moyennes mensuelles des valeurs quotidiennes des taux sur les placements à vue ou au jour le jour, sauf pour la Belgique et la Suisse (à un mois) ainsi que pour le Royaume-Uni (à trois mois). Taux des euro-monnaies pour la Belgique et la Suisse; taux du marché monétaire national pour les autres pays. ² Décembre 1978 = 100. ³ Variations cumulées calculées à partir de valeurs de transaction exprimées en monnaie nationale. A l'exclusion, dans le cas de l'Allemagne et de la Suisse, des opérations de swap et des prises en pension conclues avec des banques nationales. Pour le Royaume-Uni et le Canada, réserves officielles. Demi-échelle pour la France.

Ce faisant, certains pays européens ont en fait choisi une voie médiane. Ils ont pu ainsi éviter des fluctuations à court terme du taux de change de leur monnaie vis-à-vis de celles de leurs principaux partenaires commerciaux, à l'exception toutefois du dollar, tout en maintenant une plus grande stabilité de leurs taux d'intérêt par rapport à ceux des Etats-Unis. Cependant, les taux d'inflation en Europe ont continué à diverger sensiblement, et les pays dont la monnaie était sujette à dévaluation aux yeux du marché ont dû maintenir le plus souvent leurs taux du marché monétaire à des niveaux relativement élevés et même les relever chaque fois que les pressions en faveur d'un réalignement des taux de change se faisaient menaçantes. C'est surtout sur l'Allemagne et la Suisse que les mouvements de fonds, en faveur ou au détriment du dollar, ont exercé l'incidence la plus directe, mais d'autres pays également ont dû en tenir compte dans la conduite de leur politique de taux d'intérêt, dans la mesure où les relations entre les monnaies européennes s'en trouvaient affectées. La stabilité relative du loyer de l'argent dans certains pays européens et des taux de change au sein de l'Europe n'a pu être obtenue qu'au prix d'amples fluctuations des taux de change par rapport au dollar, dont les conséquences inflationnistes sont allées bien au-delà de l'importance relative des relations commerciales avec les Etats-Unis, puisque les cours mondiaux des marchés de nombreux produits de base essentiels, y compris le pétrole, sont établis en dollars. Une voie médiane a également été suivie au Canada, en ce sens que les taux du marché monétaire ont été ajustés afin de limiter les variations du taux de change de la monnaie nationale par rapport au dollar EU, malgré l'appréciation sensible en termes réels qui en résultait à l'égard d'autres monnaies.

Bien que l'action entreprise pour respecter les objectifs de taux de change se soit parfois traduite par de brusques hausses des taux du marché monétaire, les banques centrales de la plupart des pays européens ont été en mesure de maîtriser convenablement l'évolution des taux d'intérêt à court terme. En relevant les taux du marché monétaire, elles ont cherché, en outre, à atténuer l'impact exercé par cette hausse sur l'évolution plus générale des taux d'intérêt dans l'économie interne. Sans procéder à des modifications des taux d'escompte officiels et des taux lombards, qui auraient pu être interprétés comme le signal d'un ajustement du coût du crédit accordé aux entreprises et aux ménages, elles ont pris des mesures pour limiter l'accès des banques à ces catégories traditionnelles de refinancement auprès de la banque centrale. Les besoins résiduels de liquidités des banques ont pu alors être satisfaits au moyen de facilités spéciales et d'instruments du marché, à des taux qui pouvaient être ajustés de manière assez souple, si nécessaire, sans engendrer des répercussions importantes sur le niveau des taux des autres marchés. En Allemagne, les crédits lombards ordinaires ont été remplacés, en février 1981, par une facilité lombard spéciale, dont le taux a servi de référence aux taux d'intérêt au jour le jour durant la majeure partie de la phase suivante de taux d'intérêt élevés. En Allemagne, en Suisse, aux Pays-Bas et en Italie, les banques centrales ont recouru de manière intensive aux opérations de swap en devises, aux prises en pension de titres et aux concours spéciaux à des taux d'intérêt liés à ceux du marché. D'autres dispositions ont été introduites en 1980 et 1981, en France et en Belgique, pour permettre aux banques de se procurer des

liquidités à des taux pouvant être adaptés rapidement à l'évolution de la situation sur le marché des changes. Dans certains de ces pays, des mesures administratives ont été également appliquées pour mettre les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs à l'abri des impulsions émanant du marché monétaire. Il convient de noter que, dans un certain nombre de cas, la restriction des crédits à l'économie interne a reposé essentiellement sur l'encadrement du crédit.

Réactions des taux d'intérêt dans un contexte désinflationniste. Dès que le recul de l'inflation s'est amorcé, la politique monétaire dans les pays européens et au Japon a pu être adaptée en vue d'encourager une baisse des taux d'intérêt.

Comme le montre le graphique, la phase descendante des taux d'intérêt et la phase antérieure de hausse présentent un caractère asymétrique à certains égards. En premier lieu, l'amplitude des fluctuations des écarts entre les taux du marché monétaire américain et ceux de la plupart des autres pays s'est nettement réduite à partir du milieu de 1981. En second lieu, le fléchissement des taux d'intérêt qui s'est produit en 1980 au Japon, puis en 1981-82 en Allemagne et en Suisse — en présence de positions en compte courant plus solides — a été comparativement modéré. Dans le même temps, la situation nette en devises des banques centrales des pays concernés n'a guère varié, leur monnaie s'est progressivement raffermie et les écarts entre les taux d'intérêt nominaux à court terme sur ces places et les taux du marché monétaire des Etats-Unis se sont peu à peu rétrécis.

En Allemagne, la baisse des taux du marché monétaire a été obtenue au moyen d'interventions officielles sur le marché monétaire, tenant dûment compte de l'évolution sur le marché des changes. A chaque stade, elle a été étayée par des réductions du taux d'escompte officiel et du taux lombard. Durant cette période, un abaissement graduel des taux débiteurs de la banque centrale s'est également produit aux Pays-Bas et en Suisse, ces modifications étant étroitement synchronisées avec celles de ces mêmes taux en Allemagne. La situation a toutefois été différente dans ceux des pays européens dont la position extérieure était plus faible. En France et en Belgique, le mouvement de baisse des taux d'intérêt a dû parfois être interrompu, et, en Italie, les taux du marché monétaire ont été maintenus à des niveaux très élevés. La faiblesse relative de la position extérieure de ces pays s'est nettement reflétée dans les avoirs extérieurs nets de leur banque centrale et dans le fléchissement du taux de change effectif de leur monnaie. Au Royaume-Uni, les autorités n'étaient pas opposées, l'an passé, à un recul du taux de change de la livre, compte tenu de sa fermeté antérieure, mais elles ont adapté leur politique de taux d'intérêt de façon à modérer l'ampleur et le rythme de l'ajustement.

Certains pays, devant les progrès réalisés dans la voie de la réduction de leurs déséquilibres interne et externe, se sont estimés en mesure, l'an dernier, d'encourager des baisses substantielles de leurs taux d'intérêt, sans risquer de soumettre leur monnaie à des pressions à la baisse sur les marchés des changes. Les prix du pétrole exprimés en dollars avaient commencé à fléchir et, dans quelques cas, dont l'Allemagne, la dépréciation de la monnaie par rapport au dollar pouvait alors être moins redoutée, dans la mesure où son incidence sur le taux de change effectif se trouvait compensée par l'appréciation vis-à-vis d'autres monnaies.

Marge de manœuvre de la politique monétaire

Des résultats remarquables ont été obtenus l'an passé dans le sens d'un retour à la stabilité des prix, et les premiers signes d'un raffermissement de la demande sont apparus dans certains pays. Le désir prévaut généralement à présent, sous réserve d'une poursuite de l'atténuation des anticipations inflationnistes, de voir la reprise de la production se développer rapidement et de manière suffisamment forte pour alléger les tensions financières et réduire sensiblement le chômage. Le recul des taux d'intérêt nominaux constaté jusqu'à présent a été très utile à cet égard, mais les taux demeurent très élevés en termes réels. Il est difficile d'envisager une reprise équilibrée et durable de la production avec des taux d'intérêt réels aussi élevés.

Dans ces conditions, la conduite de la politique monétaire s'est avérée extrêmement malaisée. Il ne s'agit plus simplement de lutter contre l'inflation, même si les résultats acquis dans ce domaine doivent encore être consolidés. La récession, la fragilité financière et peut-être aussi la reprise naissante ont gonflé les demandes de liquidité, mais il est difficile de savoir dans quelle mesure ces demandes peuvent être satisfaites sans courir le risque d'une reprise de l'inflation. Cette incertitude s'est manifestée de manière très nette aux Etats-Unis où, malgré la présence de taux d'intérêt réels très élevés, le taux d'expansion de tous les agrégats a commencé, au début de 1983, à dépasser nettement la limite supérieure des fourchettes-objectifs. Dans certains autres pays, où le fardeau du freinage repose davantage sur la politique budgétaire, les autorités monétaires disposent d'une plus grande marge de manœuvre.

Avec la diminution de l'inflation, la politique monétaire est déjà devenue plus accommodante dans de nombreux pays. Cet assouplissement s'explique notamment par le fait que les objectifs monétaires sont fixés en termes nominaux, mais il traduit aussi la tendance croissante à replacer les variations des agrégats monétaires dans un contexte plus large et à profiter pleinement de l'amélioration de la position extérieure pour abaisser les taux d'intérêt. La baisse des taux réels, surtout dans le compartiment du long terme, dépend à présent essentiellement de la réduction de la demande de crédit du secteur public, en particulier aux Etats-Unis. Dans certains pays, les taux d'expansion des salaires et des prix doivent encore être abaissés, à plus forte raison si le recul des taux d'inflation est de fraîche date et demande encore à être consolidé. Le souvenir de l'inflation rapide demeure vivace dans presque toutes les mémoires, et l'opinion est sensible au risque d'une recrudescence de la hausse des prix induite par le raffermissement de la demande globale. Dans le passé, la politique monétaire a financé une accumulation excessive de liquidités, surtout en période de récession ou en début de reprise de l'activité, et lors de chacun des cycles ultérieurs les taux d'inflation sont remontés aux alentours de leurs niveaux records antérieurs, quand ils ne les ont pas dépassés. Les marchés estiment que, pour éviter une répétition des expériences précédentes, il importe de préserver la stabilité du cadre monétaire.

L'importance du rôle confié à la politique monétaire traduit dans une large mesure les contraintes auxquelles elle a été soumise précédemment. Les efforts mis en œuvre pour freiner la progression des revenus, par le biais notamment de

modifications des dispositifs d'indexation, ont permis dans quelques pays d'abaisser les taux tendanciels d'inflation. Cependant, la modération constatée récemment en matière de fixation des salaires et des prix semble due davantage aux taux d'utilisation exceptionnellement faibles des facteurs travail et capital, ce qui amène à se demander si cette situation se poursuivra avec le développement de la reprise. En outre, même si les déficits budgétaires ont été réduits dans certains pays, ils demeurent élevés dans d'autres, à commencer par les Etats-Unis. Les besoins d'emprunt potentiels élevés du secteur public continuent, en dépit des efforts incessants entrepris pour les abaisser, de susciter des appréhensions quant à leurs conséquences inflationnistes et aux tensions qu'ils exercent sur les marchés des capitaux. Enfin, les taux d'intérêt réels restent sujets à des pressions liées aux déséquilibres dans le secteur privé, qui s'expliquent notamment par la nécessité d'allonger l'échéancier de la dette des entreprises.

Certaines de ces contraintes sont spécifiques aux Etats-Unis ou se manifestent avec une acuité particulière en Amérique du Nord. D'autres sont le fait de nombreux pays. Si l'évolution aux Etats-Unis continue d'influencer dans une large mesure les options qui s'offrent ailleurs, il n'en demeure pas moins que l'amélioration de la situation extérieure des autres pays a plus ou moins atténué les contraintes externes qui pesaient sur leur politique monétaire. La marge de manœuvre demeure cependant limitée. Il ne reste aux autorités qu'à utiliser au mieux leur liberté d'action pour opérer une détente de la situation monétaire et soutenir activement la reprise économique.

V. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Faits saillants

Les deux principaux thèmes analysés dans ce chapitre sont, d'une part, l'interdépendance de l'évolution des balances des paiements courants des pays développés et des pays en développement au cours de ces dernières années et, d'autre part, la situation en 1982 des balances des paiements, à la fois au niveau des opérations courantes et des mouvements de capitaux, des pays du Groupe des Dix et de la Suisse.

En 1982, c'est-à-dire deux ans après le second choc pétrolier, la structure globale des balances des transactions courantes s'est révélée, à certains égards, très différente de ce qu'elle avait été en 1975, soit deux années également après la première vague de hausses du prix du pétrole. En particulier, la disparition de la deuxième série d'excédents de l'OPEP ne s'est accompagnée ni d'une réapparition de l'excédent global traditionnel des pays du Groupe des Dix, ni d'une réduction sensible des déficits cumulés des autres pays développés et des pays en développement non membres de l'OPEP. Ce phénomène a été en partie imputable à l'augmentation considérable l'an dernier — plus de \$100 milliards — de l'écart entre les déficits et les excédents mondiaux des opérations courantes. Mais il s'explique aussi par la récession prolongée dans les principaux pays industriels, à la suite de l'adoption par la plupart d'entre eux de politiques anti-inflationnistes à partir de 1979.

Ces stratégies, axées sur les politiques monétaires qui ont contribué à provoquer une hausse sans précédent des taux d'intérêt, spécialement aux Etats-Unis, ont eu à un double titre des conséquences défavorables sur les comptes courants des autres pays non membres de l'OPEP: elles ont réduit la demande de leurs exportations et accru la charge du service de leur dette extérieure. Ces pays, et notamment ceux en développement, ont ainsi subi des contraintes extérieures telles qu'ils ont eux-mêmes recouru à des politiques restrictives, ce qui a contribué à déprimer davantage le monde industrialisé et entraîné une contraction progressive du commerce mondial en 1982. Toutefois, même si l'environnement économique mondial avait été plus favorable au cours des dernières années, il est évident que les pays en développement non membres de l'OPEP n'auraient pu maintenir en 1982 la croissance de leur économie et de leurs importations aux mêmes taux qu'à la fin des années soixante-dix.

En ce qui concerne l'évolution des balances des paiements des pays du Groupe des Dix, leur solde global en compte courant n'a guère varié entre 1981 et 1982, mais des changements substantiels se sont produits d'un pays à l'autre. La modification la plus sensible est survenue aux Etats-Unis où, en raison notamment de l'atonie des marchés d'exportation de l'hémisphère occidental, le solde des opérations courantes est devenu nettement déficitaire au second semestre. En France, également, la balance des transactions courantes s'est sensiblement détériorée en 1982, par suite de l'expansion assez forte de la demande intérieure, alors

que celle de la plupart des autres pays du Groupe des Dix s'est améliorée, surtout en Allemagne et au Canada, où le solde en compte courant est devenu excédentaire.

Les mouvements de capitaux ont été caractérisés, l'an dernier, par trois développements importants au sein du Groupe des Dix. En premier lieu, les Etats-Unis ont de nouveau été le principal intermédiaire mondial entre l'épargne et l'investissement, avec des exportations persistantes et massives de fonds par les banques et des entrées encore plus considérables de capitaux privés non bancaires, pour la plupart non identifiées. En deuxième lieu, d'importantes sorties nettes se sont produites par le biais des secteurs privés non bancaires au Japon, en Allemagne, en Suisse, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, c'est-à-dire dans des pays qui bénéficiaient d'une situation plutôt confortable de leur balance des paiements courants. Enfin, des emprunts substantiels ont été effectués à l'étranger par les autorités ou sous leur influence, alors que quatre pays du Groupe des Dix dont la situation des paiements courants était déficitaire — à savoir la Belgique, la France, l'Italie et la Suède — ont quelquefois puisé dans leurs réserves pour couvrir leurs besoins de financement externe.

Commerce mondial

Le volume du commerce mondial, qui ne s'était guère accru en 1981, s'est contracté d'environ 2% l'an dernier, ce qui constitue le premier recul depuis 1975, année où le fléchissement avait atteint 3½%. Par suite de la réduction moyenne de 4½%, l'an dernier, des prix des produits faisant l'objet d'échanges internationaux, la valeur en dollars du commerce mondial a diminué de 6½%, pour s'établir au total à moins de \$1.900 milliards. Cette évolution s'explique principalement par la récession généralisée et les fortes compressions d'importations opérées par un certain nombre de pays en développement à balance des paiements vulnérable.

Il ressort d'estimations préliminaires que seuls les échanges de produits agricoles ont augmenté en volume (+1%) en 1982, tandis que le commerce de produits minéraux (y compris le pétrole) et de biens manufacturés a accusé des reculs de 7% et de 1% respectivement. Si les résultats médiocres dans le domaine des produits agricoles et minéraux sont essentiellement imputables à la stagnation de la demande dans les pays industriels, la contraction du commerce des biens manufacturés doit être attribuée en premier lieu à la régression, estimée à 8%, des importations de ces produits par les pays en développement non membres de l'OPEP. Les cours en dollars EU des produits de base autres que le pétrole ont diminué de 12%, c'est-à-dire presque autant qu'en 1981, alors que les prix du pétrole ont baissé, pour la première fois depuis le second choc pétrolier, d'environ 5%. Les prix des produits manufacturés se sont relativement bien maintenus, puisqu'ils ne se sont contractés que de 2%, soit nettement moins qu'en 1981 (-5%). De ce fait, le Groupe des Dix, ainsi que les autres pays développés, ont connu des améliorations de 2½% et ½% respectivement de leurs termes de l'échange alors que, corrélativement, ceux des deux autres groupes se sont

Commerce mondial, 1980-82

Zones ¹	Postes	Variations annuelles et semi-annuelles (en %) des volumes et des termes de l'échange					Valeur ² (milliards de \$EU)
		1980	1981	1982 année	1982 1 ^{er} semestre	1982 2 ^{ème} semestre	1982
Pays du Groupe des Dix	Exportations	4,0	2,5	- 2,0	- 1,0	- 4,5	1.040
	Importations	- 2,0	- 3,0	- 1,0	- 1,0	- 3,5	1.080
	Termes de l'échange	- 7,5	- 2,0	2,5	2,5	- 0,5	
Autres pays développés	Exportations	2,5	1,0	0,5	0,0	- 0,5	165
	Importations	4,0	0,5	0,5	0,0	- 3,0	210
	Termes de l'échange	- 4,0	- 3,5	0,5	1,0	- 1,0	
Pays de l'OPEP	Exportations	-16,0	-18,0	-14,5	- 9,5	- 1,0	220
	Importations	21,5	22,5	5,0	4,0	- 7,0	160
	Termes de l'échange	51,0	16,0	- 2,0	- 3,5	2,0	
Pays en développement non membres de l'OPEP	Exportations	8,5	7,0	0,5	0,5	- 1,0	235
	Importations	5,0	2,0	- 6,5	- 3,0	- 5,5	275
	Termes de l'échange	- 7,0	- 5,5	- 3,0	- 3,0	- 2,5	
Monde	Commerce ³	1,5	0,5	- 2,0	- 1,0	- 3,5	1.875 ⁴
	Valeur unitaire en dollars EU ³	23,0	- 1,5	- 4,5	- 0,5	- 3,5	

¹ Pour les pays figurant dans ces groupes, se reporter au tableau de la page 99. ² Exportations (f.o.b.), importations (c.a.f.). ³ A l'exclusion des économies à planification centralisée. ⁴ Y compris les échanges commerciaux des économies à planification centralisée.

Sources: GATT, FMI, OCDE et estimations BRI.

détériorés, pour la cinquième année consécutive en ce qui concerne les pays en développement non membres de l'OPEP.

L'étude du commerce mondial par groupe de pays montre que les pays développés extérieurs au Groupe des Dix, de même que les pays en développement non membres de l'OPEP, n'ont pas enregistré l'an dernier de diminution du volume de leurs exportations, bien que le rythme d'accroissement de 0,5% ait été bien inférieur à celui des années précédentes (cette constatation vaut avant tout pour le second groupe). Dans les deux autres groupes indiqués dans le tableau, le volume des exportations a régressé, ce fléchissement ayant été particulièrement prononcé dans le cas des pays de l'OPEP (-14,5%), sous l'effet conjugué de la récession mondiale et de la concurrence d'autres fournisseurs de pétrole. Dans le domaine des importations, en revanche, les pays de l'OPEP ont été les seuls à fournir un stimulant significatif à l'expansion du commerce mondial. La contraction des échanges internationaux en volume s'est accentuée au fil des mois, pour ressortir à 3,5% au second semestre, contre 1% au premier. Côté importations, ce mouvement a touché tous les groupes de pays. Cependant, la réduction concomitante du volume des exportations s'est particulièrement concentrée sur le monde développé.

Le freinage du commerce mondial, qui en 1981 provenait surtout du Groupe des Dix, s'est propagé, l'an dernier, aux pays en développement. En 1981, lorsque le commerce mondial avait pratiquement cessé de croître, la réduction du volume des achats à l'étranger par les pays du Groupe des Dix avait

encore été largement compensée par la progression de la demande d'importations dans les autres pays. Pour l'ensemble de 1982, le ralentissement de la demande d'importations du Groupe des Dix a été plus modéré, mais les achats à l'étranger des pays en développement ont été beaucoup plus faibles qu'en 1981. Comme le souligne la section suivante, le mouvement d'extension des compressions d'importations, qui, au second semestre de 1982, a affecté tous les groupes de pays indiqués dans le tableau précédent, a été à l'origine de la récession qui s'est déclenchée dans les grands pays industriels après le second choc pétrolier. Comme ces forces récessionnistes se sont propagées aux pays en développement par le biais des comptes extérieurs, elles ont déclenché un cercle vicieux dans lequel le fléchissement des importations d'un groupe de pays a induit un recul des achats dans d'autres.

Evolution de la balance mondiale des paiements et interdépendance globale

Deux traits dominants ont caractérisé la situation globale des paiements courants des principaux groupes de pays en 1982: disparition de l'excédent de l'OPEP qui, après avoir atteint le chiffre record de \$114 milliards à peine deux ans auparavant, a fait place à un déficit de \$3 milliards en 1982; insuffisance des progrès dans la voie d'un meilleur équilibre dans les autres principaux groupes de pays. A l'exception des économies à planification centralisée, qui sont passées d'un déficit global de \$5 milliards en 1981 à un excédent de \$3 milliards, tous les groupes de pays importateurs de pétrole sont demeurés déficitaires. Les déficits cumulés des pays en développement non membres de l'OPEP et des pays développés extérieurs au Groupe des Dix, avec \$67 milliards et \$30 milliards respectivement, sont restés considérables, bien qu'ils aient été inférieurs à ceux de 1981. Parallèlement, le Groupe des Dix a enregistré un accroissement de \$3 milliards de son déficit qui a ainsi atteint \$6 milliards. De ce fait, la somme négative de toutes les positions en compte courant — désignée par l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants — a accusé une progression sans précédent de \$47 milliards en 1982.

Origines et conséquences de l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants. L'élargissement sensible de l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants, qui a dépassé les \$100 milliards en 1982 et qui n'est guère éloigné du niveau record de l'excédent identifié de l'OPEP de 1980, rend très difficile l'analyse des changements intervenus dans la structure globale des opérations courantes et met en doute la valeur indicative des positions enregistrées par les divers groupes de pays. En outre, dans la mesure où la manière d'interpréter le solde des balances des transactions courantes des divers pays influence les politiques économiques, la surévaluation des déficits ou la sous-évaluation des excédents peut donner lieu à des orientations plus restrictives des politiques mises en œuvre qu'elles ne l'auraient été autrement.

Alors qu'en théorie la somme des soldes des balances des paiements courants de tous les pays devrait être égale à zéro — puisque chaque transaction courante devrait être enregistrée simultanément par les deux pays concernés, mais

Soldes des paiements courants dans le monde, 1980-82¹

Pays et zones	Solde de la balance commerciale (f.o.b.)			Solde des transactions invisibles			Solde des transactions courantes		
	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982
	en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	8,1	15,7	24,2	-23,8	-22,2	-21,0	-15,7	- 6,5	3,2
Canada	7,6	6,4	14,7	- 8,5	-10,9	-12,6	- 0,9	- 4,5	2,1
Etats-Unis	-25,3	-27,9	-36,3	26,8	32,4	28,2	1,5	4,5	- 8,1
France	-13,4	-10,0	-15,8	9,2	5,2	3,8	- 4,2	- 4,8	-12,0
Italie	-16,4	-10,6	- 7,9	6,7	2,5	2,4	- 9,7	- 8,1	- 5,5
Japon	2,1	20,0	18,1	-12,9	-15,2	-11,2	-10,8	4,8	6,9
Pays-Bas	- 1,4	3,9	3,9	- 1,6	- 1,0	- 0,5	- 3,0	2,9	3,4
Royaume-Uni	2,9	6,3	3,8	3,9	6,3	3,0	6,8	12,6	6,8
Suède	- 0,4	1,6	1,1	- 4,0	- 4,4	- 4,5	- 4,4	- 2,8	- 3,4
Suisse	- 5,9	- 2,6	- 1,5	5,4	5,2	4,9	- 0,5	2,6	3,4
UEBL	- 5,3	- 4,8	- 4,0	0,4	0,6	1,0	- 4,9	- 4,2	- 3,0
<i>Pays du Groupe des Dix</i>	-47,4	- 2,0	0,3	1,6	- 1,5	- 6,5	-45,8	- 3,5	- 6,2
Afrique du Sud	7,4	- 0,2	0,5	- 3,5	- 4,0	- 3,3	3,9	- 4,2	- 2,8
Australie	1,5	- 2,4	- 2,8	- 6,5	- 5,9	- 6,0	- 4,0	- 8,3	- 8,6
Autriche	- 6,1	- 4,3	- 3,2	4,4	2,9	3,6	- 1,7	- 1,4	0,4
Danemark	- 2,1	- 1,0	- 1,0	- 0,3	- 0,8	- 1,5	- 2,4	- 1,8	- 2,5
Espagne	-11,7	-10,1	- 9,2	6,5	5,0	4,9	- 5,2	- 5,1	- 4,3
Finlande	- 0,5	0,6	0,4	- 0,9	- 0,9	- 1,3	- 1,4	- 0,3	- 0,9
Grèce	- 5,7	- 5,8	- 4,9	3,5	3,4	3,1	- 2,2	- 2,4	- 1,8
Irlande	- 1,8	- 1,9	- 0,8	0,3	- 0,4	- 0,6	- 1,5	- 2,3	- 1,4
Israël	- 3,4	- 3,7	- 3,9	2,4	2,2	1,7	- 1,0	- 1,5	- 2,2
Norvège	2,0	3,2	2,5	- 0,9	- 0,9	- 1,7	1,1	2,3	0,8
Nouvelle-Zélande	0,4	0,3	- 0,1	- 1,3	- 1,3	- 1,5	- 0,9	- 1,0	- 1,6
Portugal	- 4,2	- 5,1	- 5,3	3,0	2,5	1,8	- 1,2	- 2,6	- 3,5
Turquie	- 4,0	- 3,1	- 1,9	0,3	0,8	0,7	- 3,7	- 2,3	- 1,2
Yougoslavie	- 4,7	- 3,0	- 1,9	2,4	2,1	1,4	- 2,3	- 0,9	- 0,5
<i>Autres pays développés</i>	-32,9	-36,5	-31,4	10,4	4,7	1,3	-22,5	-31,8	-30,1
<i>Total des pays développés</i>	-80	-38	-31	12	3	- 5	-68	-35	-36
Pays de l'OPEP ²	172	120	60	-58	-57	-63	114	63	- 3
Pays en développement non membres de l'OPEP ³	-56	-61	-43	- 9	-18	-24	-65	-79	-67
<i>Total des pays en voie de développement</i>	116	59	17	-67	-75	-87	49	-16	-70
Economies à planification centralisée ⁴	- 6	1	8	- 5	- 6	- 5	-11	- 5	3
Total	30	22	- 6	-60	-78	-97	-30	-56	-103

¹ Sur la base des transactions. ² Pays de l'OPEP (Algérie, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Qatar, Venezuela) plus Oman. ³ Le groupe des pays en développement non membres de l'OPEP comprend tous les pays qui ne sont pas inclus dans les autres groupes figurant dans ce tableau. Cette définition diffère cependant de celle qui est utilisée aux Chapitres VI et VII, et les données sur les pays en développement non membres de l'OPEP ne sont donc pas comparables avec celles des deux autres chapitres. ⁴ Albanie, République démocratique allemande, Bulgarie, République populaire de Chine, Corée du Nord, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie, République socialiste du Viêt-Nam et URSS.

Sources: FMI, OCDE, sources nationales et estimations BRI.

avec des signes opposés — il n'en a jamais rien été en pratique. L'écart peut être attribué principalement aux lacunes dans les déclarations et aux décalages ou différences dans l'enregistrement, en ce qui concerne notamment les services et les transferts, dont le déficit n'a cessé de s'inscrire en hausse rapide à l'échelle mondiale: alors que l'écart négatif des opérations invisibles avait été de \$11 milliards en 1972, il a atteint \$78 milliards en 1981 et s'est encore accentué de \$19 milliards l'an dernier. Cette évolution traduit en partie l'expansion des transactions invisibles, et notamment l'augmentation rapide de composantes telles que les revenus des investissements et les transports, qui donnent lieu facilement à des erreurs d'enregistrement. La seconde cause du décalage de la balance mondiale des paiements courants est à rechercher dans les échanges commerciaux et tient essentiellement au fait que les exportations sont enregistrées avant les importations correspondantes. C'est pourquoi l'écart de la balance commerciale varie en fonction des modifications de la valeur des échanges internationaux. Lorsque l'expansion de la valeur du commerce mondial s'accélère, l'écart est positif et croissant, mais lorsque les échanges internationaux fléchissent, l'écart devient négatif. Ce fut le cas l'an dernier où l'excédent de \$22 milliards de la balance commerciale mondiale en 1981 a fait place à un déficit de \$6 milliards et a donc été essentiellement à l'origine de l'accroissement de l'écart statistique, en 1982, de la balance mondiale des paiements courants.

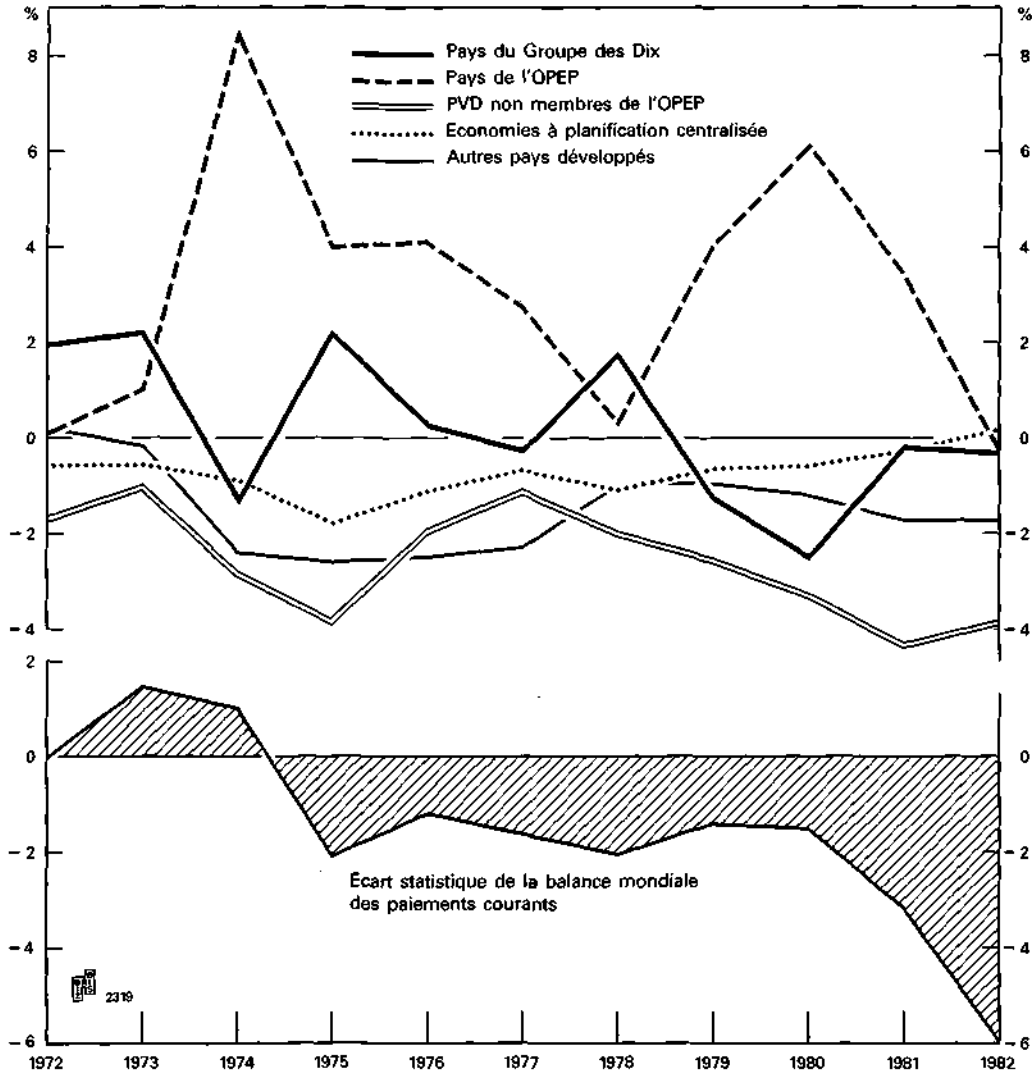
Il est impossible, à ce stade, de réaffecter le déficit mondial en compte courant de 1982 entre les principaux groupes de pays. Il y a lieu de croire, cependant, que le déficit des pays en développement non membres de l'OPEP n'a guère de chances de s'en trouver réduit. En effet, les recettes provenant de transactions de services du genre de celles qui semblent avoir été principalement à l'origine de l'écart mondial, sont à mettre en grande partie au compte des pays du Groupe des Dix et de l'OPEP. Si cette hypothèse est correcte, l'ampleur de toute impulsion déflationniste impartie à la politique économique pourrait se révéler moins puissante que ne le suggérerait l'importance de l'écart total, puisque les pays de ces deux groupes, à l'exception de certains pays de l'OPEP à forte capacité d'absorption, n'ont généralement pas eu à faire face à de graves contraintes extérieures.

Interdépendance de l'évolution des balances des paiements courants. Deux ans après les hausses des prix du pétrole de 1979-80, la structure mondiale des balances des opérations courantes a été, à certains égards, très différente de sa configuration après les augmentations de 1973. Cette évolution s'explique essentiellement par le fait que le second choc pétrolier a provoqué une récession moins sévère mais plus longue qu'en 1974-75 dans les plus grands pays industriels. Il en est résulté non seulement un accroissement sans précédent de l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants, mais également une détérioration fondamentale des positions globales des transactions courantes.

Le graphique ci-après, qui retrace l'évolution des balances des paiements courants des principaux groupes de pays depuis 1972 par rapport aux exportations mondiales, montre que les deux principales vagues de hausses des prix du pétrole ont d'abord porté l'excédent en compte courant des pays de l'OPEP à 8½% en 1974, puis à 6½% en 1980, par rapport aux exportations mondiales, tout en engendrant dans l'ensemble des autres grands groupes de pays d'importants

Balance globale des paiements courants des principaux groupes de pays et écart statistique de la balance mondiale des paiements courants, 1972-82

En % des exportations mondiales



déficits des transactions courantes. Tant en 1975 qu'en 1981, l'excédent de l'OPEP s'est alors réduit de moitié environ, mais la balance des paiements courants du Groupe des Dix a suivi une orientation sensiblement différente de celle des autres groupes de pays importateurs de pétrole. Cette évolution plus favorable du solde global en compte courant du Groupe des Dix a été due, dans une certaine mesure, à la part considérable de ces pays dans les importations totales de l'OPEP; de plus, la hausse des prix du pétrole a beaucoup plus ralenti l'activité économique dans les pays du Groupe des Dix que dans les autres groupes de pays non membres de l'OPEP.

En 1982, cependant, l'évolution des balances des transactions courantes des divers groupes de pays non membres de l'OPEP a été nettement différente de

celle qu'on avait enregistrée après 1975. En 1976-77, on avait constaté un rétrécissement sensible des déséquilibres globaux en compte courant dans les divers groupes de pays non membres de l'OPEP, suivi en 1978 par la réapparition d'une structure mondiale des balances en compte courant voisine de celle qui prévalait avant 1974, les pays du Groupe des Dix étant redevenus les principaux fournisseurs nets en biens et services du reste du monde. En 1982, en revanche, le solde global des opérations courantes du Groupe des Dix est demeuré déficitaire, alors que le déficit global des pays en développement non membres de l'OPEP, évalué par rapport aux exportations mondiales, a été supérieur à celui de 1976-77. Cela s'explique, en grande partie, par l'évolution intervenue au sein du Groupe des Dix et, en particulier, par l'adoption par la plupart des pays, après 1979, de politiques résolument anti-inflationnistes qui ont déprimé la demande intérieure beaucoup plus longtemps qu'au milieu des années 1970 et conduit à un relèvement nettement plus prononcé des taux d'intérêt des monnaies clés. De ce fait, les comptes courants des pays extérieurs au Groupe des Dix ont été affectés simultanément par la chute de la demande de leurs produits d'exportation et par la progression considérable de leurs décaissements au titre du service de la dette extérieure.

Incidence de la récession dans les pays du Groupe des Dix sur la situation globale des balances des paiements courants dans le reste du monde. Le recul de l'activité économique dans le Groupe des Dix s'est amorcé après 1979. Les deux années de stagnation de la production industrielle en 1980-81, accompagnée d'un fléchissement de l'expansion du produit national cumulé, qui n'était plus que de 1% par an en moyenne annuelle, ont été suivies, en 1982, d'une légère contraction du PNB global de ces pays et d'une chute de 4½% de la production industrielle. Le volume des importations des pays du Groupe des Dix, qui s'était accru de quelque 7% en moyenne annuelle entre 1976 et 1979, s'est contracté au cours de chacune des trois années suivantes, exerçant ainsi des conséquences défavorables sur les exportations de tous les autres groupes de pays.

L'application de politiques anti-inflationnistes rigoureuses dans les grands pays industriels après 1979 a également provoqué une hausse sensible des taux d'intérêt sur les marchés nationaux et internationaux des capitaux. La moyenne annuelle du taux interbancaire du dollar à six mois sur le marché des capitaux de Londres (LIBOR), qui avait augmenté de 2 points de pourcentage en 1980, a atteint 16,8% en 1981. Après avoir légèrement fléchi au premier semestre de 1982, ce taux est revenu brusquement à 11,5% en moyenne annuelle au second. Les taux d'intérêt appliqués à d'autres monnaies clés, telles que le deutsche mark, le franc suisse et le yen, ont suivi une évolution similaire, même s'ils se sont maintenus nettement en dessous de ceux du dollar. Etant donné qu'une grande partie de la dette totale extérieure est libellée en dollars EU et qu'elle a été contractée à des taux d'intérêt variables, qui ne sont ajustés qu'avec un certain retard aux mouvements des taux du marché, la baisse des taux d'intérêt à court terme en dollars au second semestre de 1982 n'a exercé qu'une incidence relativement modeste, durant le reste de l'année, sur le flux des versements d'intérêts entre pays.

Ce sont les *pays en développement non membres de l'OPEP* qui ont été les plus durement touchés par la contraction des marchés d'exportation et la hausse du loyer de l'argent. Comme par le passé, la récession qui a affecté leurs principaux débouchés – le Groupe des Dix absorbe en effet plus de la moitié de leurs ventes totales à l'étranger – s'est d'abord traduite par une érosion de leurs prix à l'exportation. Sous l'effet des réductions de 14½% en 1981 et de 12½% en 1982 des cours des produits de base non pétroliers, leurs prix à l'exportation se sont contractés de 1% et 5% respectivement au cours de ces deux années et leurs termes de l'échange se sont détériorés de 5½% et 3%. Cet effet prix a été renforcé par la baisse de la croissance en volume de leurs exportations, dont le rythme est revenu de 7% en moyenne, en 1977–81, à ½% seulement en 1982.

Aux répercussions défavorables de cette évolution sur la balance commerciale des pays en développement non membres de l'OPEP s'est ajouté l'effet exercé sur leur balance des transactions invisibles par la hausse des taux d'intérêt versés par ces pays sur le montant, en rapide progression, de leur dette extérieure. Entre 1979 et 1982, les versements d'intérêts au titre de l'endettement extérieur de ces pays ont plus que doublé, passant de \$21 milliards à \$47 milliards, la dette s'étant accrue, selon les estimations, de \$320 milliards à \$500 milliards et le taux d'intérêt moyen payé sur cette dette de 7,2% à 10%.

Le tableau ci-dessous montre l'évolution effective des balances des paiements courants des pays en développement non membres de l'OPEP entre 1980 et 1982, ainsi que les calculs hypothétiques des soldes élaborés à partir de deux scénarios différents. L'objet du premier scénario est de faire ressortir les incidences exercées sur les exportations de ces pays et sur le service de leur dette à la fois par la récession et par les taux d'intérêt élevés dans le Groupe des Dix. A cet effet, les résultats réels ont été révisés sur la base de trois hypothèses: maintien en 1981 et 1982 des termes de l'échange des pays en développement non membres de l'OPEP au même niveau qu'en 1980, accroissement en 1982 du volume de leurs exportations au rythme moyen enregistré durant la période 1977–81, même taux d'intérêt moyen versé sur leur dette extérieure en 1980–82 qu'en 1979. En revanche, du côté des importations, on a conservé pour 1980–82 les chiffres

**Pays en développement non membres de l'OPEP:
soldes des paiements courants (effectifs et hypothétiques), 1980–82**

Postes	Balance commerciale			Services et transferts			Balance des paiements courants			Endettement extérieur brut (estimations)		
	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982	1980	1981	1982
en milliards de dollars EU												
Soldes effectifs	-56	-61	-43	-9	-18	-24	-65	-79	-67	380	450	500
Soldes hypothétiques												
Scénario I ¹	-56	-48	-7	-7	-10	-12	-63	-58	-19	380	430	440
Scénario II ²	-56	-62	-65	-7	-11	-16	-63	-73	-81	380	460	520

¹ Hypothèses du scénario I: termes de l'échange constants en 1981 et 1982; augmentation des volumes d'exportations en 1982 correspondant à l'accroissement moyen de 7% de 1977–81; taux d'intérêt moyen de 7,2%, qui est le taux d'intérêt moyen effectif de 1979, sur l'endettement extérieur en 1980–82; niveau effectif des importations. ² Le scénario II est établi sur la base d'une croissance du volume des importations en 1981 et 1982 correspondant à l'accroissement moyen de 7% de la période 1977–80 et reprend les autres hypothèses formulées au scénario I.

effectifs. Le second scénario cherche à montrer l'évolution qu'auraient probablement suivie les balances des paiements courants en 1980-82 si, comme cela est simulé dans le premier scénario, l'environnement économique mondial s'était révélé plus favorable à ces pays et si, parallèlement, le volume de leurs importations avait progressé en 1981 et 1982 au rythme moyen de 7% enregistré entre 1977 et 1980.

Le scénario I montre, sur la base de termes de l'échange inchangés en 1981-82 et d'une expansion du volume des exportations en 1982 conforme aux performances passées, que le déficit commercial des pays en développement non membres de l'OPEP aurait été inférieur de \$13 milliards en 1981 et de \$36 milliards en 1982. Au poste des échanges invisibles, si les taux d'intérêt étaient demeurés en 1980-82 à leur niveau de 1979 et si la dette extérieure totale s'était accrue à un rythme plus lent, conformément aux soldes hypothétiques des paiements courants, le montant total des versements d'intérêts nets sur la dette extérieure et, par conséquent, les déficits se seraient réduits de \$8 milliards en 1981 et de \$12 milliards en 1982. Si l'on applique ces variations à la balance globale en compte courant des pays en développement non membres de l'OPEP, le déficit total se trouve ramené de \$79 milliards à \$58 milliards en 1981 et de \$67 milliards à \$19 milliards en 1982.

Une telle simulation des déficits en compte courant est bien sûr très artificielle. Ainsi, il est fort improbable que, dans l'environnement économique mondial plus favorable imaginé au scénario I, la croissance des importations des pays en développement non membres de l'OPEP aurait pu se ralentir autant qu'elle l'a fait effectivement. C'est pourquoi le scénario II montre l'effet supplémentaire qui est exercé sur les soldes globaux en compte courant de ces pays en 1981-82, lorsqu'on suppose qu'au cours de ces années les importations ont continué à progresser au rythme moyen de 7% des années 1977-80. On obtient ainsi, pour 1982, un déficit des opérations courantes de \$81 milliards, soit \$14 milliards de plus que le déficit effectif.

Deux constatations évidentes ressortent de ces calculs hypothétiques: tout d'abord, la conjonction de la récession et des taux d'intérêt élevés dans le Groupe des Dix a eu des retombées très défavorables sur la balance des paiements des pays en développement non membres de l'OPEP; ensuite, ces pays auraient dû de toute façon prendre des mesures pour corriger la position de leur balance des paiements courants en 1982, puisque le rythme d'augmentation de leur demande intérieure, et, partant, celui de leurs importations à la fin des années soixante-dix, auraient été insoutenables, même dans un environnement économique mondial plus favorable.

Les balances des opérations courantes des autres grands groupes de pays extérieurs au Groupe des Dix ont également été affectées, bien que l'incidence défavorable de la récession et des taux d'intérêt élevés ait été en général moins ressentie que dans le cas des pays en développement non membres de l'OPEP. Dans les *pays développés extérieurs au Groupe des Dix*, le déficit global en compte courant s'est légèrement réduit en 1982, pour s'établir à \$30 milliards, après s'être fortement accéléré (de \$22 milliards à \$32 milliards) entre 1980 et 1981. La

hausse des taux d'intérêt moyens et l'augmentation de \$30 milliards à \$235 milliards de l'endettement extérieur ont entraîné, selon les estimations, un accroissement de \$7 milliards des versements d'intérêts nets au cours des deux dernières années, ce qui explique en grande partie la contraction de \$10 milliards à \$1 milliard de l'excédent traditionnel des opérations invisibles de ces pays entre 1980 et 1982. Toutefois, l'impact de la récession sur les exportations de ce groupe, absorbées pour près de 75% par le Groupe des Dix, semble avoir été encore plus important. En effet, si les termes de l'échange étaient demeurés au niveau de 1980 et si le rythme d'accroissement modeste (+ 2½%) du volume des exportations s'était maintenu en 1981-82, le déficit commercial global de ces pays aurait atteint \$20 milliards en 1982, au lieu des \$30 milliards enregistrés. On admet cependant, dans cette estimation, que les importations seraient demeurées à leur niveau effectif.

La récession et les taux d'intérêt ont exercé des effets opposés sur la balance des transactions courantes des *pays de l'OPEP*. La récession, ainsi que les nouvelles économies réalisées dans la consommation de pétrole et un certain mouvement de déstockage, ont entraîné une réduction substantielle du volume des importations de pétrole des pays du Groupe des Dix. Cette situation s'est encore détériorée pour les pays de l'OPEP, en raison de la concurrence de plus en plus vive que leur ont livrée d'autres pays producteurs de pétrole. Entre 1979 et 1982, le volume des exportations pétrolières des pays de l'OPEP a fléchi de 45%, soit de 31 mb/j en moyenne à moins de 17 mb/j. Par suite du recul de 4½% du prix des exportations de pétrole en 1982, qui succédait à une hausse de 10% en 1981, la contraction du volume des exportations de pétrole au cours de la période 1981-82 s'est traduite presque entièrement par une baisse des recettes d'exportation. Ces pertes, qui sont ressorties à \$28 milliards en 1981 et à \$59 milliards en 1982, sont essentiellement à l'origine de la disparition de l'excédent de l'OPEP. Par contre, les taux d'intérêt élevés ont renforcé la balance en compte courant des pays de l'OPEP, bien que, en raison de lacunes dans la transmission des données, cela ne semble pas pleinement ressortir des statistiques des balances des paiements. Sur la base de l'excédent cumulé en compte courant de l'OPEP depuis 1973, la position créditrice extérieure nette de l'ensemble de ces pays peut être estimée à \$345 milliards à la fin de 1980 et à \$405 milliards à la fin de l'année dernière. Si les intérêts versés sur le stock croissant des créances extérieures nettes avaient suivi grosso modo l'évolution du loyer de l'argent sur les marchés financiers mondiaux, les recettes nettes des pays de l'OPEP au titre des investissements à l'étranger auraient progressé de \$16 milliards en 1981, mais diminué de \$4 milliards en 1982. Les recettes totales effectives des pays de l'OPEP au titre des services ont augmenté de \$8 milliards, à \$45 milliards, en 1981, pour fléchir cependant de \$2 milliards en 1982.

Enfin, la récession dans les principaux pays industriels explique également en partie la réduction des recettes en monnaies convertibles subie par les *économies à planification centralisée* d'Europe de l'Est et d'Asie, dont les exportations vers les pays développés occidentaux, qui avaient régressé de \$1,6 milliard en 1981, n'ont pratiquement pas varié en 1982. Cependant, comme les économies à planification centralisée ont réduit l'an dernier leur endettement net à l'égard du système

bancaire international, la détérioration de leur balance des transactions invisibles en 1980-81, induite par les taux d'intérêt, s'est en partie inversée en 1982, ce qui a contribué à transformer le déficit cumulé en compte courant de \$5 milliards en 1981 en un excédent de \$3 milliards en 1982.

Ajustement et financement dans un contexte de détérioration des balances des paiements courants. Pour répondre à l'aggravation de la situation des comptes courants en 1981-82, les groupes de pays extérieurs au Groupe des Dix ont à la fois recouru au financement extérieur, tant privé que public, et adopté des politiques plus restrictives sur le plan interne. De gré ou de force, l'accent a été mis de plus en plus sur les politiques de stabilisation.

Dans les *pays en développement non membres de l'OPEP*, le ralentissement de la croissance de la production, dont la moyenne pondérée est revenue d'environ 5% en 1978-80 à un peu plus de 1% en 1981-82, a constitué le signe le plus visible de l'application de politiques nationales restrictives. La croissance en volume des importations, qui s'était bien maintenue en 1981, au rythme de 2% – grâce surtout, il est vrai, aux pays producteurs de pétrole du groupe – a baissé de 6½% en 1982, pour la première fois depuis 1975. Comme, en outre, les prix à l'importation ont diminué de 2%, la valeur totale des importations de ces pays a fléchi de \$29 milliards en 1982. Cette baisse a été particulièrement prononcée dans certains des pays les plus lourdement endettés. Ainsi, la valeur des importations du Mexique et de l'Argentine s'est contractée d'environ 40%, ce qui correspond à une réduction de plus de 35% en volume, alors que dans le cas du Brésil les importations réelles ont diminué de près de 10%. La Corée, en revanche, qui occupe le quatrième rang des plus gros emprunteurs du monde en développement, a réussi, en recourant plus tôt à des politiques de stabilisation, et grâce à une croissance induite par les exportations, à maintenir l'an dernier le volume de ses achats à l'étranger au même niveau qu'en 1981.

Pays en développement non membres de l'OPEP:
financement des déficits des paiements courants (estimations), 1980-82

Postes	1980	1981	1982
	en milliards de dollars EU		
Déficit des paiements courants	-65	-79	-67
Financement			
Investissements directs (nets)	8	11	10
Variation de l'endettement extérieur brut (hors FMI)	61	63	40
<i>dont: à long terme</i>	37	48	37
<i>à court terme</i>	24	15	3
(prêts bancaires)*	(33)	(40)	(16)
Tirages nets sur le FMI	2	5	5
Total	71	79	55
Variation des avoirs extérieurs	6	0	-12
<i>dont: réserves officielles</i>	0	0	-9
<i>autres avoirs</i>	6	0	-3
(dépôts bancaires)	(2)	(4)	(0)

* Y compris la variation de la position nette des banques situées dans les centres offshore.

En ce qui concerne le financement des déficits en compte courant de ces pays, deux constatations principales se dégagent de l'examen du tableau ci-contre: forte baisse des nouveaux emprunts à l'étranger, toutes origines confondues (hors FMI), dont le montant est revenu de \$63 milliards en 1981 à \$40 milliards en 1982, et contraction brutale des emprunts à court terme qui en 1980-81 représentaient plus de 30% de l'ensemble des nouveaux emprunts de ces pays. Le recul des nouveaux emprunts à l'étranger a essentiellement porté sur le secteur bancaire (voir Chapitre VI), alors que les prêts consentis à des taux préférentiels et les autres flux officiels (à l'exclusion du FMI) n'ont pas varié, selon les estimations, par rapport à 1981 (près de \$20 milliards). L'accès plus limité aux sources de financement, en particulier à celles du secteur privé, a provoqué une réduction d'environ \$9 milliards des réserves globales officielles des pays en développement non membres de l'OPEP, ainsi qu'une diminution des avoirs extérieurs privés et une accumulation d'arriérés dans nombre de pays.

Dans plusieurs *pays développés extérieurs au Groupe des Dix*, les contraintes extérieures ont également été à l'origine de l'adoption de politiques plus restrictives de régulation de la demande, qui ont conduit à un ralentissement de la croissance du PNB, qui est revenue de plus de 2% en 1980-81 à 1% seulement en 1982. La progression en volume des importations de ces pays est tombée à 0,5% en 1981-82, et des réductions sensibles ont été enregistrées l'an dernier en Yougoslavie et en Afrique du Sud. Cependant, la plupart de ces pays n'ont pas rencontré de problèmes de financement externe. Pour l'ensemble du groupe, le montant total des engagements envers les banques déclarantes de la BRI, qui ont été responsables, à hauteur de près des deux tiers, de la dette extérieure totale de ces pays, s'est accru de \$15 milliards l'an dernier, c'est-à-dire autant qu'en 1981. En outre, les réserves officielles (or excepté) des pays du groupe, qui s'étaient réduites de \$2,6 milliards en 1981, n'ont pratiquement pas varié l'an dernier.

Si la récession dans les grands pays industriels a constitué la cause principale de la disparition de l'excédent de l'OPEP en 1982, ses effets sur le marché intérieur ont été moins graves dans les *pays de l'OPEP* qu'ailleurs. Grâce notamment à l'accumulation d'actifs financiers les années précédentes, le volume de leurs importations a continué de progresser au premier semestre de 1982, et la production dans le secteur non pétrolier s'est intensifiée de 4%, selon les estimations, soit d'un point de moins que la moyenne de 1980-81. Des différences d'évolution sensibles ont toutefois été relevées l'an dernier parmi les divers pays de l'OPEP. Les pays à forte capacité d'absorption, dont le déficit cumulé des opérations courantes s'est alourdi de \$10 milliards, pour atteindre \$19 milliards en 1982, ont été presque tous affectés par des contraintes externes croissantes; ils ont ainsi été amenés à adopter des politiques de régulation de la demande moins expansionnistes et à réduire fortement l'accroissement en volume de leurs importations, qui est tombé de plus de 20% en moyenne en 1980-81 à 2% seulement en 1982. La plus forte contraction (de 35% environ) du volume des importations a été le fait du Nigeria. Dans les pays de l'OPEP à faible capacité d'absorption, dont l'excédent cumulé (\$16 milliards) de la balance des paiements courants est demeuré confortable malgré sa forte réduction, l'expansion de 13% du volume des importations en 1982 a été légèrement inférieure à la moyenne de 17% pour 1980-81.

Répartition de l'excédent des pays de l'OPEP disponible à des fins d'investissement, 1981-82¹ (estimations)

Postes	1981	1982		
		année entière	1 ^{er} semestre	2 ^{ème} semestre
en milliards de dollars EU				
Excédent identifié disponible à des fins d'investissement	49,5	3,1	8,5	- 5,4
Placements à court terme	0,6	-16,2	- 6,7	- 9,5
<i>dont:</i>				
aux Etats-Unis ²	- 2,5	4,8	6,1	- 1,3
au Royaume-Uni ²	8,2	- 8,2	- 5,8	- 2,4
(<i>dont: dépôts en euro-monnaies</i>)	(7,8)	(- 9,4)	(- 6,5)	(- 2,9)
dans les autres pays industrialisés ³	- 5,1	-12,8	- 7,0	-5,8
Investissements à long terme	48,9	19,3	15,2	4,1
<i>dont:</i>				
aux Etats-Unis	18,8	7,6	6,5	1,1
au Royaume-Uni	1,1	- 0,8	0,1	- 0,9
dans les autres pays industrialisés	19,4	6,6	5,9	0,7
auprès des organismes internationaux ⁴	2,4	2,0	0,1	1,9
dans les pays en voie de développement	7,2	3,9	2,6	1,3

¹ La différence entre la position en compte courant et l'excédent identifié disponible à des fins d'investissement 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. ² Y compris les dépôts bancaires et les placements en instruments du marché monétaire. ³ Dépôts bancaires uniquement. ⁴ BIRD et FMI.

Source: Banque d'Angleterre.

Le recul en volume de la croissance des importations de ce groupe de pays a été en grande partie imputable à la diminution de 45% de la valeur des achats de la Libye à l'étranger.

En ce qui concerne la structure des flux de financement externe des pays de l'OPEP en 1982, trois caractéristiques se dégagent de l'évolution, retracée dans le tableau ci-dessus, de l'excédent identifié disponible à des fins d'investissement de l'ensemble de ce groupe. En premier lieu, parallèlement à la disparition de l'excédent en compte courant, les nouveaux investissements bruts identifiés réalisés à l'étranger par l'ensemble des pays de l'OPEP sont tombés à \$3,1 milliards, la réduction de \$16,2 milliards des avoirs à court terme ayant été largement compensée par les nouveaux investissements à long terme (\$19,3 milliards). En second lieu, les investissements à court terme ont eu tendance à se détourner du Royaume-Uni et d'autres pays industrialisés au profit des Etats-Unis. Enfin, tant l'accroissement global des avoirs extérieurs que la redistribution géographique des placements à court terme se sont produits au premier semestre, alors qu'au second le montant total des avoirs a diminué de \$5,4 milliards. La situation au sein du groupe a sensiblement différé suivant qu'il s'agissait de pays excédentaires ou de pays déficitaires, comme le montrent les variations des dépôts effectués respectivement par les pays à faible et à forte capacité d'absorption auprès des banques déclarantes de la BRI situées hors des Etats-Unis (on ne dispose pas d'une ventilation des avoirs et engagements des banques américaines à l'égard des pays à faible ou à forte capacité d'absorption). En 1982, les dépôts des principaux pays à faible

capacité d'absorption auprès de ces banques ont diminué de \$1 milliard, alors que les pays à forte capacité d'absorption ont réduit les leurs de \$23 milliards. Cette contraction, qui a fait suite à une réduction de \$13,5 milliards en 1981, signifie qu'à la fin de 1982 les pays de l'OPEP à forte capacité d'absorption avaient retiré 40% du montant total des avoirs qu'ils détenaient à la fin de 1980 dans les banques sises hors des Etats-Unis. Il se peut néanmoins qu'une partie de ces fonds ait été transférée vers des banques opérant aux Etats-Unis.

Dans la plupart des *économies à planification centralisée*, la pénurie de monnaies convertibles avait déjà conduit les autorités, au début de la décennie, à appliquer des politiques économiques restrictives sur le plan interne. Les réductions, de \$4 milliards et \$5 milliards respectivement en 1981 et 1982, des importations globales du groupe en provenance des pays occidentaux ont fortement contribué à l'amélioration de \$7 milliards environ de la balance commerciale cumulée au cours de chacune des deux dernières années. En 1982, le solde des paiements courants de ces pays s'est inversé, pour faire place à un excédent, et ils ont réduit leur endettement net à l'égard des banques déclarantes de la BRI. Les engagements bruts des pays d'Europe de l'Est envers les banques ont fléchi de \$4,7 milliards, ce qui correspond exactement au montant emprunté un an plus tôt, et leurs dépôts se sont accrus à concurrence de \$2 milliards. Enfin, la position créditrice nette de la Chine à l'égard des banques s'est de nouveau renforcée en 1982, à raison de \$3,5 milliards, après avoir augmenté de \$2,7 milliards en 1981.

Répercussions sur les pays du Groupe des Dix des politiques de stabilisation appliquées dans le reste du monde. Comme les pays extérieurs au Groupe des Dix ont réagi aux contraintes externes en réduisant le volume de leurs importations, ces politiques de stabilisation ont eu, à leur tour, des répercussions sur les pays du Groupe des Dix. La contraction de la demande d'exportations de leurs produits a non seulement empêché une amélioration de la balance commerciale globale du Groupe des Dix en 1982, mais elle a, en outre, amplifié la récession dans le monde industriel. Si, par exemple, la demande d'exportations réelles en provenance du Groupe des Dix n'avait pas fléchi en 1982, mais progressé au même rythme qu'en 1980-81, le revenu national global de ce groupe aurait connu, toutes choses étant égales par ailleurs, une croissance supplémentaire d'environ 0,5%. En fait, les forces récessionnistes émanant du reste du monde ont été particulièrement prononcées au second semestre de 1982, lorsque les exportations en volume ont régressé de 4½%.

Evolution des balances des paiements dans les pays du Groupe des Dix

Balances des paiements courants. Le déficit global en compte courant des pays du Groupe des Dix s'est creusé de \$2,7 milliards l'an dernier, pour atteindre \$6,2 milliards, malgré une diminution de \$40 milliards de la facture pétrolière nette, un fléchissement de 12% des cours des produits de base autres que le pétrole et une progression des revenus nets des investissements. Deux facteurs semblent avoir été à l'origine de cette absence d'amélioration de la balance globale des opérations courantes de ce groupe. D'abord, l'élargissement de l'écart

statistique de la balance mondiale des paiements courants – qui, comme indiqué précédemment, paraît avoir été lié essentiellement à la contraction du commerce mondial – peut fort bien masquer une certaine amélioration sous-jacente de la balance commerciale globale. Ensuite, l'adoption de politiques restrictives dans d'autres pays a réduit la demande des biens et services exportés par le Groupe des Dix en 1982. Ce deuxième facteur a pris de plus en plus d'importance au fil des mois, comme en témoigne la détérioration substantielle de la balance du commerce extérieur des Etats-Unis au second semestre, lorsque les marchés d'exportation des pays occidentaux se trouvaient particulièrement déprimés.

La modification radicale de la position américaine a provoqué un renversement du solde global en compte courant des pays du Groupe des Dix qui, en rythme annuel désaisonnalisé, est passé d'un excédent de \$6 milliards au premier semestre de 1982 à un déficit de \$18 milliards au second. La position cumulée des autres pays s'est légèrement redressée en cours d'année. Plus important cependant est le fait que les modifications des situations conjoncturelles relatives et de la compétitivité ont entraîné certaines variations sensibles des balances des paiements courants des divers pays entre 1981 et 1982.

Hors des Etats-Unis, la plus importante détérioration de la balance des paiements courants a été enregistrée en France, où le déficit a augmenté de deux fois et demie par rapport à 1981. Le déficit de la Suède s'est également creusé, en particulier au second semestre, et l'excédent du Royaume-Uni, tout en demeurant substantiel, a été tout juste supérieur à la moitié du niveau record de 1981. Tous les autres pays du groupe ont enregistré une amélioration de leurs paiements courants, les plus prononcées étant survenues en Allemagne et au Canada, où le déficit a fait place à un solde excédentaire.

Le revirement de la balance des transactions courantes des *Etats-Unis*, qui est passée d'un excédent de \$4,5 milliards en 1981 à un déficit de \$8,1 milliards en 1982, a été de loin le plus important au sein du Groupe des Dix. La détérioration a essentiellement porté sur la balance commerciale, dont le déficit en chiffres désaisonnalisés a plus que doublé, pour atteindre \$24,5 milliards au second semestre. L'accroissement du déficit commercial des Etats-Unis peut être attribué à l'influence conjuguée de l'atonie des marchés extérieurs et de la perte de compétitivité internationale. En ce qui concerne les exportations, l'incidence de ces deux facteurs a provoqué un fléchissement de 12% en volume; dans le domaine des importations, l'amélioration de la compétitivité des prix des produits non pétroliers étrangers semble avoir compensé dans l'ensemble les effets de l'affaiblissement de la demande interne aux Etats-Unis, puisque le volume des importations non pétrolières est resté constant. Toutefois, en dépit de la diminution prononcée de la compétitivité des produits américains, la pénétration des produits importés dans le secteur non pétrolier ne s'est guère accrue au cours des dernières années, que ce soit en valeur ou en volume. Cela donne à penser que ce sont les marges bénéficiaires plutôt que les volumes qui ont subi l'essentiel de l'ajustement concurrentiel dans les industries américaines en concurrence avec les importations et que la rentabilité des produits étrangers vendus sur le marché américain s'est peut-être améliorée.

Les modifications intervenues dans le volume des échanges ont ainsi provoqué, l'an dernier, une détérioration de plus de \$25 milliards de la balance commerciale des produits non pétroliers. Cependant, la légère amélioration des termes de l'échange de ces produits et le fléchissement de \$16 milliards de la facture pétrolière ont limité à \$8,4 milliards l'évolution défavorable du déficit commercial total.

La contraction de \$25 milliards des exportations se répartit entre les principales catégories de marchandises. La plus forte baisse, \$7,5 milliards, a été enregistrée au niveau des ventes de biens d'équipement. Viennent ensuite des diminutions de \$6,9 milliards pour les produits agricoles et de \$6,2 milliards pour les fournitures industrielles. Les importations non pétrolières sont demeurées quasiment à leur niveau de 1981, la contraction de \$7,2 milliards des achats de fournitures industrielles ayant été compensée par des accroissements dans d'autres catégories de marchandises.

La répartition géographique du commerce des Etats-Unis révèle une amélioration de \$18 milliards du solde des échanges avec les pays de l'OPEP, dont la part dans les importations totales de pétrole des Etats-Unis s'est amoindrie de plus d'un cinquième. En revanche, les balances des échanges commerciaux avec les pays en développement non membres de l'OPEP, d'une part, et les pays industriels, d'autre part, accusent des dégradations de \$11,2 milliards et \$14,4 milliards respectivement. La moitié de la compression totale des exportations des Etats-Unis, l'an dernier, a été imputable au ralentissement des ventes au Canada et au Mexique.

L'excédent des transactions invisibles est revenu de \$32,4 milliards en 1981 à \$28,2 milliards en 1982. Les revenus nets des investissements directs ont régressé de \$6 milliards, par suite des effets cumulés du raffermissement du dollar et de la récession.

En France, le déficit des opérations courantes s'est élargi, passant de \$4,8 milliards en 1981 à \$12 milliards en 1982. Cette aggravation a été due pour plus des quatre cinquièmes au déficit commercial, qui s'est accru de \$10 milliards à \$15,8 milliards. Comme les termes de l'échange sont demeurés pratiquement constants, la progression des importations nettes enregistrée l'an dernier a été totalement imputable à une évolution défavorable des importations et des exportations en volume, qui semble refléter les pressions relatives de la demande en France et dans d'autres pays industriels. La demande intérieure s'est accrue en termes réels de près de 4% en France et, alors que le volume des importations de produits énergétiques a diminué, celui des achats de produits non énergétiques a progressé de 5½%. Parallèlement, les exportations en volume ont fléchi de quelque 3%. Ces facteurs conjoncturels ont particulièrement affecté les échanges avec les pays de l'OCDE, dont l'excédent global envers la France est passé, sur la base des statistiques douanières, de \$11,3 milliards en 1981 à \$16,6 milliards en 1982. Par catégorie de marchandises, la détérioration s'est concentrée sur le commerce des produits industriels, dont l'excédent de \$9 milliards en faveur de la France en 1981 s'est réduit de plus de moitié en 1982. Le solde positif des échanges invisibles s'est amoindri de \$1,4 milliard l'an passé, par suite de l'accroissement des paiements de transferts du secteur public.

En *Suède*, le déficit des opérations courantes s'est élargi de \$0,6 milliard, pour atteindre \$3,4 milliards en 1982. La quasi-totalité de cette dégradation est survenue au niveau de la balance commerciale et a été imputable aux variations défavorables du volume net des échanges; le volume des exportations s'est accru de 3%, alors que celui des importations a progressé presque deux fois plus. L'augmentation du volume des ventes à l'étranger s'est concentrée sur le premier semestre, durant lequel les gains de compétitivité consécutifs à la dévaluation de la couronne en septembre 1981 ont été renforcés par la bonne tenue des marchés d'exportation. Dans le domaine des importations, où l'expansion en volume a contrasté avec la stagnation du PIB réel, l'accroissement peut correspondre à un mouvement de reprise par rapport à l'année précédente, où les importations en volume avaient régressé de 6% en raison d'un vaste mouvement de déstockage.

L'excédent de la balance des paiements courants du *Royaume-Uni* a fléchi à \$6,8 milliards en 1982 par rapport à son niveau record de \$12,6 milliards en 1981. La nouvelle augmentation de l'excédent pétrolier, passé de \$6,3 milliards à \$8,1 milliards, a été plus que compensée par l'incidence conjuguée de deux facteurs: la détérioration des échanges non pétroliers, dont le solde presque équilibré en 1981 est devenu déficitaire, à hauteur de \$4,2 milliards, et la réduction de moitié de l'excédent des échanges invisibles. Comme les termes de l'échange et le volume des exportations des produits non pétroliers n'ont quasiment pas varié par rapport à l'année précédente, le principal facteur de la dégradation de la balance commerciale a été la hausse de 7% du volume des achats non pétroliers à l'étranger, ce qui constitue la plus forte croissance enregistrée l'an dernier parmi les pays du Groupe des Dix. Les principaux bénéficiaires de l'accroissement de la demande d'importations ont été les autres pays de la CEE, qui, sur la base des statistiques douanières, ont été à l'origine de plus de 60% de l'augmentation totale de la valeur des importations non pétrolières du Royaume-Uni. Le développement des achats à l'étranger a porté, en quasi-totalité, sur les produits manufacturés, et l'excédent commercial de \$9,6 milliards enregistré en 1981, au titre de ces mêmes produits, s'est réduit de plus de moitié l'an dernier.

Si le volume des importations non pétrolières a fortement progressé sur l'ensemble de 1982, il a cependant fléchi de 3% entre le premier et le second semestre, malgré l'accélération de la demande de biens de consommation durant l'année. Cette évolution peut refléter en partie l'amélioration, depuis 1980, de la position concurrentielle des fabricants nationaux, ainsi que les fortes réductions des stocks au second semestre de l'année dernière. Comme les exportations se sont également améliorées au cours des six derniers mois, la balance globale des échanges commerciaux s'est sensiblement raffermie au dernier trimestre, l'excédent s'étant élevé à \$2,1 milliards, ce qui représente plus de la moitié du montant total de l'année.

L'excédent des échanges invisibles du Royaume-Uni est tombé de \$6,3 milliards en 1981 à \$3,0 milliards l'an dernier, par suite surtout de la contraction des encaissements nets du secteur privé au titre des intérêts, bénéfices et dividendes, provoquée par la réduction des revenus nets des investissements directs et des investissements des compagnies pétrolières.

L'Allemagne a enregistré, en 1982, le redressement le plus spectaculaire en compte courant de tous les pays du Groupe des Dix. Le renversement du solde, qui est passé d'un déficit de \$6,5 milliards en 1981 à un excédent de \$3,2 milliards en 1982, a été imputable dans sa quasi-totalité à l'accroissement de \$8,5 milliards de l'excédent commercial. En outre, le déficit traditionnel au titre des services et des transferts a régressé de \$1,2 milliard. L'amélioration, en données désaisonnalisées, de la balance des paiements courants s'est poursuivie tout au long de l'année, le solde négatif de \$0,3 milliard au premier trimestre ayant fait place à un excédent de \$2 milliards durant les trois derniers mois.

Le facteur décisif à l'origine de l'excédent commercial record de \$24,2 milliards enregistré l'an dernier a été la progression de 4% des termes de l'échange. Exprimés en dollars, les prix allemands à l'exportation n'ont fléchi que de 2%, alors que les prix à l'importation ont régressé de 6%. Par suite surtout des effets à retardement de la dépréciation du taux de change effectif réel du deutsche mark de 1980-81, les exportations en volume se sont accrues de 2%; ce mouvement s'est cependant concentré sur les tout premiers mois de l'année. Les gains les plus appréciables ont porté sur les ventes aux pays de l'OPEP à faible capacité d'absorption, l'Union Soviétique et les plus grands pays de la CEE, un tiers environ de la progression de la valeur totale des exportations ayant été le fait des véhicules automobiles.

Le modeste accroissement de 1% des importations en volume sur l'ensemble de l'année a traduit une demande intérieure généralement faible et le nouveau fléchissement des importations énergétiques, qui se sont réduites de quelque 5% au dernier trimestre de 1982 par rapport à la période correspondante de 1981. Les importations en volume ont été relativement soutenues durant les premiers mois de l'année, pour fléchir cependant par la suite. Des modifications sensibles, dont certaines semblent surtout liées aux variations des positions concurrentielles des fournisseurs, sont intervenues dans la répartition géographique des importations en 1982. Alors que le Danemark, l'Autriche et les Pays-Bas ont accru leur part respective du marché allemand, les importations en provenance des Etats-Unis, de France (à l'exclusion de l'aéronautique) et de Suède ont cédé du terrain. Du fait de l'amélioration de la compétitivité de l'industrie automobile allemande l'an dernier, les achats allemands au Japon ont diminué deux fois plus vite que les importations totales; il convient de rappeler cependant qu'avant 1982 les exportateurs japonais avaient réalisé des gains considérables sur le marché allemand.

Au *Canada*, la balance des paiements courants s'est redressée l'an dernier, passant d'un déficit de \$4,5 milliards à un excédent de \$2,1 milliards, le premier depuis 1973. L'excédent commercial, qui traduit essentiellement la profonde récession dont souffre le Canada, a plus que doublé, pour s'établir à \$14,7 milliards. La demande intérieure totale a régressé de 7% l'an dernier, soit beaucoup plus que dans tout autre pays du Groupe des Dix, et le fléchissement des importations en volume a atteint 15%. En revanche, et malgré la baisse de 4% du volume des ventes aux Etats-Unis, qui représentent les deux tiers des exportations du Canada, le volume global des exportations s'est maintenu à son niveau de 1981. Grâce surtout à ces évolutions en volume, le solde commercial du Canada envers les Etats-Unis s'est amélioré de \$7,1 milliards.

Trois autres pays du Groupe des Dix ont enregistré, en 1982, un gonflement de leur excédent en compte courant. Au *Japon*, l'amélioration de \$4,8 milliards à \$6,9 milliards du solde a été attribuable, et au-delà, à la contraction de \$4,0 milliards du déficit des transactions invisibles, due en grande partie à l'accroissement des revenus nets des investissements. Par contre, l'excédent commercial s'est réduit de \$20 milliards à \$18,1 milliards, la balance des échanges non pétroliers s'étant détériorée d'environ \$7 milliards par suite d'une baisse de la valeur des exportations plus forte que celle des importations non pétrolières. La faiblesse relative des résultats des ventes japonaises en 1982 – perte de 3% en volume supérieure à la contraction du commerce mondial – est quelque peu surprenante si l'on considère l'amélioration notable de la position concurrentielle du Japon durant l'année; il se peut qu'elle ait été liée à la contraction des exportations résultant de la montée des pressions protectionnistes à l'étranger. La faiblesse des exportations a été particulièrement prononcée au second semestre, leur valeur en données désaisonnalisées ayant fléchi de plus de 10% par rapport aux six mois précédents. La répartition géographique de ces exportations montre que les principaux débouchés du Japon, à savoir les Etats-Unis et l'Extrême-Orient – 26% des exportations en 1981 dans chaque cas – se sont contractés en 1982 de 6% et 10% respectivement.

L'amélioration de la balance des paiements courants observée depuis 1980 aux *Pays-Bas* s'est poursuivie l'an dernier, même si l'essentiel de l'excédent de \$3,4 milliards a été enregistré au premier semestre. Le solde positif des échanges commerciaux s'est maintenu au niveau de \$3,9 milliards qu'il occupait en 1981, alors que le déficit des échanges invisibles a régressé de \$0,5 milliard, sous l'effet de l'accroissement de l'excédent des transports et du fléchissement des déficits au titre des revenus nets en provenance de l'étranger et des transferts nets. Le volume des exportations a diminué de près de 1% sur l'ensemble de l'année, en raison d'une forte contraction dans le secteur de l'énergie. Les importations en volume qui s'étaient amenuisées de 7% en 1981, par suite essentiellement d'un fort mouvement de déstockage, se sont de nouveau réduites (-1/2%) en 1982, ce qui est légèrement inférieur à l'affaiblissement de la demande intérieure.

L'excédent des transactions courantes de la *Suisse* s'est accru de \$0,8 milliard, pour atteindre \$3,4 milliards en 1982. L'amélioration de 5% des termes de l'échange a été principalement à l'origine de la contraction du déficit commercial, qui a été ramené à \$1,5 milliard. Le volume des échanges commerciaux a régressé de façon sensible: les exportations ont fléchi de 4 1/2%, soit deux fois plus que les importations. La contraction des achats à l'étranger a traduit le fléchissement conjoncturel de la demande, qui s'est produit plus tardivement que dans les autres pays et s'est étendu à toutes les catégories de produits importés, à l'exclusion des biens de consommation. Le ralentissement des exportations en volume a joué un rôle important dans la diminution de 1,7% du PNB en 1982, dans la mesure où les exportations représentent pratiquement un tiers de la production totale.

En *Italie*, le déficit des paiements courants est revenu de \$8,1 milliards en 1981 à \$5,5 milliards l'an dernier. Ce redressement est imputable en grande partie à la balance commerciale, dont le déficit s'est réduit de \$2,7 milliards, pour s'inscrire à \$7,9 milliards, par suite d'une amélioration de 4% des termes de l'échange.

L'excédent des transactions invisibles, qui avait brutalement fléchi en 1981, en raison surtout de l'accroissement des versements d'intérêts, n'a guère varié en 1982. Pour l'ensemble de l'année, le volume des exportations est resté pratiquement identique à celui de 1981, puisque la forte hausse de 13% sur une base annuelle, survenue au premier semestre, a été suivie d'une diminution de 9% au second.

Après avoir régressé de près de 9% en 1981, les importations en volume ont légèrement repris en 1982, en dépit d'une faible contraction de l'activité économique interne sur l'ensemble de l'année. Cette expansion des achats à l'étranger s'est concentrée sur le premier semestre et est probablement imputable en grande partie à la suppression, au mois de février, du système de dépôts préalables à l'importation. Au second semestre, comme la production industrielle s'est ralentie à un rythme annuel de plus de 10%, le volume des importations s'est situé à un niveau inférieur de 10% à celui du premier semestre.

Le redressement de la balance des opérations courantes de l'*Union économique belgo-luxembourgeoise*, qui s'est amorcé en 1981, s'est poursuivi l'an dernier avec une nouvelle contraction du déficit, qui s'est établi à \$3 milliards. La balance commerciale et celle des transactions invisibles se sont améliorées de \$0,8 milliard et \$0,4 milliard respectivement. Bien que l'économie de l'UEBL soit la plus ouverte de toutes celles du Groupe des Dix – et de ce fait particulièrement vulnérable aux fluctuations du commerce mondial – et bien qu'elle possède une structure industrielle (comme, par exemple, l'industrie sidérurgique) assez sensible à la récession, la Belgique est parvenue à accroître le volume de ses exportations au cours de chacune des trois dernières années. Ce résultat a été dû en partie à l'amélioration de la rentabilité des exportations et en partie à l'effet du freinage de la demande intérieure qui a détourné la production vers les industries exportatrices. En 1982, les exportations ont progressé de près de 2% en volume, grâce surtout à l'augmentation des ventes aux Etats-Unis, alors que l'expansion totale des importations a été très faible.

Mouvements de capitaux. Les mouvements de capitaux des pays du Groupe des Dix ont présenté, l'an dernier, trois caractéristiques principales. Tout d'abord, aux Etats-Unis, les sorties nettes de fonds bancaires, ininterrompues et massives, se sont accompagnées d'entrées de capitaux, encore plus élevées, du secteur privé non bancaire, y compris un montant sans précédent d'entrées non identifiées. Une part importante de ces entrées aux Etats-Unis, l'an dernier, a émané d'autres grands pays industriels. De fait, le deuxième trait marquant des mouvements de capitaux a été la sortie importante de fonds du secteur privé non bancaire au Japon, en Allemagne, en Suisse, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, autant de pays qui bénéficiaient tous d'une situation plutôt confortable de leurs opérations courantes. Au Japon et au Royaume-Uni, les sorties ont atteint une telle ampleur que, malgré l'excédent substantiel en compte courant, la position monétaire officielle nette s'est détériorée de façon sensible. Le troisième facteur, en revanche, a été la nécessité, pour les autorités de quatre pays, de financer leur déficit substantiel des paiements courants en recourant à la fois à des emprunts à l'étranger et, dans certains cas, à leurs réserves de change.

Pays du Groupe des Dix:
flux de capitaux et variations des positions monétaires officielles nettes, 1981-82

Pays	Années	Secteur officiel ¹	Secteur privé			Montant total des flux de capitaux identifiés	Poste «erreurs et omissions»	Variations de la position monétaire officielle nette ²
			total	flux bancaires à court terme	divers			
en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	1981	8,0	- 3,7	- 4,2	0,5	4,3	1,3	0,9
	1982	2,1	- 4,2	3,5	- 7,7	- 2,1	0,1	- 1,2
Belgique-Luxembourg	1981	6,4	- 4,8	- 3,7 ³	- 1,1	1,6	- 0,1	2,7
	1982	5,5	- 3,5	- 3,2 ³	- 0,3	2,0	0,0	1,0
Canada	1981	6,2	6,9	16,2	- 9,3	13,1	- 7,6	- 1,0
	1982	6,6	- 7,3	- 4,3	- 3,0	- 0,7	- 2,0	0,6
Etats-Unis	1981	- 5,4	-25,7	-43,3 ³	17,6	-31,1	25,8	0,8
	1982	- 5,8	-26,0	-43,8 ³	17,8	-31,8	41,9	- 1,9
France	1981	- 0,9	3,0	8,0	- 5,0	2,1	- 2,3	5,0
	1982	2,3	5,4	2,2	3,2	7,7	- 0,9	5,2
Italie	1981	4,4	4,3	- 1,3	5,6	8,7	- 0,6	- 0,0
	1982	2,3	- 1,9	- 2,3	0,4	0,4	0,9	4,2
Japon	1981	- 1,4	0,4	6,4	- 6,0	- 1,0	0,5	- 4,2
	1982	- 1,7	-14,9	0,0	-14,9	-16,6	4,7	5,0
Pays-Bas	1981	- 0,2	- 2,7	- 0,6	- 2,1	- 2,9	- 0,8	0,7
	1982	- 0,0	- 1,6	2,5	- 4,1	- 1,6	- 0,0	- 1,9
Royaume-Uni	1981	- 3,6	-15,3	1,5 ³	-16,8	-18,9	1,2	5,1
	1982	- 0,0	- 1,8	10,0 ³	-11,8	- 1,8	- 7,8	2,9
Suède	1981	1,3	2,0	1,3	0,7	3,3	- 0,3	- 0,3
	1982	2,4	0,8	0,4	0,4	3,2	0,2	- 0,0
Suisse	1981	.	- 5,1	4,0 ³	- 9,1	- 5,1	2,7	- 0,2
	1982	.	-10,2	2,1 ³	-12,3	-10,2	7,4	- 0,6

¹ Comprend uniquement les capitaux à long terme. ² A l'exclusion des allocations de DTS et des corrections de l'incidence des variations de change; le signe moins indique une amélioration. ³ Y compris les flux bancaires à long terme.

En ce qui concerne l'évolution dans les divers pays, on remarque tout particulièrement qu'aux *Etats-Unis* la balance des capitaux ne s'est guère modifiée l'an dernier. En effet, trois grandes catégories de flux globaux de capitaux - à savoir \$5,8 milliards de sorties nettes officielles, \$17,8 milliards d'entrées nettes par l'intermédiaire du secteur privé non bancaire et \$43,8 milliards de sorties nettes par le canal des banques - n'ont pratiquement pas varié par rapport à 1981. Toutefois, le poste «erreurs et omissions», qui représente sans doute essentiellement les entrées de capitaux non identifiés, a dépassé le montant déjà élevé de \$25,8 milliards en 1981, pour atteindre un niveau record de \$41,9 milliards en 1982, ce qui a compensé grosso modo la détérioration de la balance des paiements courants.

Les entrées très substantielles de capitaux par le biais du secteur privé non bancaire aux *Etats-Unis* ont été imputables à trois facteurs: les écarts de taux d'intérêt, particulièrement importants au premier semestre; la crise financière internationale, avec les inquiétudes qu'elle a engendrées au sujet de la stabilité du système bancaire international et qui ont provoqué des entrées de fonds

considérables au second semestre; enfin, les anticipations favorables en matière de taux de change induites par la vigueur du dollar sur les marchés durant les dix premiers mois de 1982.

Les chiffres globaux masquent cependant des changements importants dans les flux de capitaux du secteur privé américain. Si les entrées nettes (de \$11,6 milliards) au titre des investissements directs n'ont été inférieures que de \$1 milliard au chiffre de 1981, leurs composantes ont subi des modifications notables. La balance des investissements directs des résidents américains, qui avait enregistré \$8,7 milliards de sorties en 1981, a fait apparaître, pour la première fois au cours de l'après-guerre, des entrées de \$2,2 milliards, résultant essentiellement de transferts comptables inter-entreprises. Comme le mentionnait déjà le Rapport annuel de l'an dernier, ces entrées correspondent aux emprunts à l'étranger contractés, en partie sur le marché des euro-obligations, par les filiales à l'étranger des sociétés américaines. En fait, plus de la moitié du revirement des investissements directs américains peut être attribuée au financement accru réalisé par le biais des filiales situées aux Antilles néerlandaises. Les investissements directs nets aux Etats-Unis par des non-résidents sont revenus du montant exceptionnellement élevé de \$21,3 milliards en 1981 à \$9,4 milliards, par suite surtout de la contraction des entrées de capitaux en provenance des pays de la CEE et du Canada. Les transactions en valeurs mobilières, qui s'étaient soldées par \$3,1 milliards d'entrées nettes en 1981, ont fait ressortir un faible montant (\$0,9 milliard) de sorties nettes, qui s'explique en grande partie par la forte augmentation au second semestre des achats de valeurs étrangères par les résidents américains. Ce phénomène a cependant été contrebalancé, dans une certaine mesure, par les acquisitions par des non-résidents de certificats et de bons du Trésor, qui ont provoqué \$6 milliards d'entrées à court terme, soit sensiblement plus qu'en 1981 (\$1,5 milliard).

Les sorties bancaires nettes – qui sont examinées au Chapitre VI – se sont élevées à \$43,8 milliards, soit pratiquement le même montant qu'en 1981. Alors que les flux nets ont été répartis de manière assez uniforme sur les deux semestres, la progression des créances et engagements s'est nettement ralentie au cours des six derniers mois.

La coexistence de sorties nettes massives par l'intermédiaire des banques et d'entrées de capitaux encore plus substantielles par le secteur privé non bancaire souligne l'importance des Etats-Unis en tant qu'intermédiaire entre l'épargne et l'investissement dans les autres parties du monde. Le tableau suivant, qui montre la répartition géographique des flux de capitaux du secteur privé entre les Etats-Unis et les autres régions du monde au cours des dernières années, fait ressortir trois évolutions significatives.

En premier lieu, le solde des flux globaux du secteur privé (à l'exclusion des transactions des non-résidents en titres du Trésor américain, mais y compris les entrées de capitaux non identifiés) avec les principaux pays industriels (Europe de l'Ouest, Canada et Japon) est passé de \$28,4 milliards de sorties nettes en 1980 à \$1,6 milliard d'entrées nettes en 1982. Cette modification a porté essentiellement sur les investissements directs, les flux bancaires et les opérations non identifiées,

alors que les autres flux non bancaires, qui comprennent surtout les investissements de portefeuille et les prêts, n'ont que faiblement varié. En deuxième lieu, en 1980 et 1981, les entrées de capitaux de loin les plus considérables ont été fournies par les pays en développement d'Afrique et d'Asie, qui ont non seulement confié des sommes substantielles aux banques américaines, mais ont été également à l'origine d'une grande partie des entrées non identifiées aux Etats-Unis. Il n'est pas impossible que bon nombre de ces apports aient été le fait de pays exportateurs de pétrole de ces deux continents. Toutefois, comme la majeure partie des investissements de l'OPEP relève plutôt des flux officiels, qui ne figurent pas dans le tableau, plusieurs autres pays de cette zone ont dû être également exportateurs nets de capitaux vers les Etats-Unis. En 1982, le total des nouveaux fonds privés nets placés aux Etats-Unis par l'Asie et l'Afrique a fléchi de presque 50%, pour s'inscrire à \$15,1 milliards, par suite sans doute de la contraction de l'excédent en compte courant des pays de l'OPEP. La source individuelle la plus importante de capitaux acheminés aux Etats-Unis en 1982 a été le Japon, où le niveau des taux d'intérêt a été parmi les plus bas des pays développés. En troisième lieu, les banques sises aux Etats-Unis ont été d'importants fournisseurs de capitaux aux pays d'Amérique latine, pour des montants qui, jusqu'à l'an dernier, dépassaient fortement les exportations de capitaux de ces pays vers les Etats-Unis sous d'autres formes. On a cependant noté une très forte diminution des sorties nettes vers l'Amérique latine en 1982, en liaison vraisemblablement avec les fuites de capitaux en provenance de ces pays, confrontés à de graves problèmes financiers extérieurs.

Etats-Unis:
répartition géographique des flux de capitaux du secteur privé (chiffres nets), 1980-82¹

Postes	Années	Ensemble des pays	Europe de l'Ouest et Canada	Japon	Amérique latine	Asie et Afrique ²	Divers ³
Montant total des flux du secteur privé (chiffres nets)	1980	- 7,5	-37,5	9,1	-12,3	36,2	- 3,0
	1981	- 3,0	-22,8	14,3	-19,9	29,4	- 4,0
	1982	8,9	-14,6	16,2	- 6,1	15,1	- 1,7
Flux de capitaux identifiés	1980	-38,4	-26,6	- 0,3	-22,9	14,6	- 1,2
	1981	-28,8	-25,7	1,9	-12,8	9,5	- 1,7
	1982	-33,0	-17,0	- 3,2	-13,6	- 3,1	3,9
<i>dont:</i>							
investissement direct	1980	- 5,6	- 6,0	0,7	- 1,2	2,0	- 1,1
	1981	12,6	10,1	2,2	1,4	- 0,1	- 1,0
	1982	11,6	5,5	1,8	6,1	- 2,0	0,2
autres flux non bancaires	1980	5,3	3,9	- 0,7	- 0,2	1,3	1,0
	1981	1,9	3,5	0,1	0,0	- 0,9	- 0,8
	1982	- 0,8	2,5	- 0,9	1,6	- 3,1	- 0,9
flux bancaires	1980	-36,1	-24,5	- 0,3	-21,5	11,3	- 1,1
	1981	-43,3	-39,3	- 0,4	-14,2	10,5	0,1
	1982	-43,8	-25,0	- 4,1	-21,3	2,0	4,6
Flux de capitaux non identifiés ⁴	1980	28,9	-10,9	9,4	10,6	21,6	- 1,8
	1981	25,8	2,9	12,4	- 7,1	19,9	- 2,3
	1982	41,9	2,4	19,4	7,5	18,2	- 5,6

¹ A l'exclusion des transactions des non-résidents en titres du Trésor des Etats-Unis. ² A l'exclusion de l'Afrique du Sud et du Japon. ³ Y compris les institutions internationales et les flux «non attribués». ⁴ Egal au poste «erreurs et omissions».

Le volume inhabituel des sorties bancaires nettes des Etats-Unis au cours des dernières années, tout comme celui des entrées nettes au titre d'autres transactions de capitaux privés (y compris les entrées non identifiées) amènent à s'interroger sur l'opportunité des mouvements de fonds d'une telle ampleur. Manifestement, les entrées de fonds aux Etats-Unis — même si elles reflètent simplement, dans une certaine mesure, le réacheminement, par le biais d'opérations comptables inter-entreprises, de prêts de banques américaines aux filiales de sociétés nationales installées à l'étranger — sont devenues le principal facteur de la vigueur persistante du dollar sur les marchés des changes. Cependant, compte tenu du volume des entrées de fonds non bancaires, l'appréciation du dollar aurait encore été plus forte si des sorties nettes massives de capitaux ne s'étaient pas produites par le canal des banques. Dans le même temps, ces sorties se sont traduites par un accroissement de l'engagement international des banques sises aux Etats-Unis qui pourrait s'avérer insoutenable à l'avenir.

Parmi les pays ayant enregistré d'importantes sorties de capitaux du secteur privé, le Japon a connu la plus forte détérioration de sa balance des capitaux en 1982. Les sorties nettes identifiées se sont accrues au total de \$1 milliard en 1981 à \$16,6 milliards, à destination pour une large part des Etats-Unis. Les sorties nettes par l'intermédiaire du secteur privé, à l'exclusion des flux bancaires à court terme, ont particulièrement augmenté, passant de \$6 milliards à \$14,9 milliards, y compris un accroissement de \$5,1 milliards des exportations nettes de capitaux à long terme. En outre, les entrées nettes à court terme acheminées par les banques, qui avaient totalisé \$6,4 milliards en 1981, se sont taries l'an dernier, les \$2,4 milliards d'entrées nettes au premier semestre ayant fait place, au second, à des sorties nettes d'un montant égal. De ce fait, en dépit du solde positif de \$4,7 milliards du poste «erreurs et omissions» et de l'augmentation de l'excédent des paiements courants, la position monétaire officielle nette, qui s'était améliorée de \$4,2 milliards en 1981, s'est détériorée de \$5 milliards l'an dernier.

L'accélération des sorties nettes de capitaux à long terme par l'intermédiaire du secteur privé, l'an passé, a été essentiellement imputable à deux facteurs. Tout d'abord, sur le plan des investissements de portefeuille, les entrées nettes se sont réduites de \$4,4 milliards à \$2,1 milliards entre 1981 et 1982. Les résidents japonais ont accru de \$1 milliard leurs achats nets de valeurs étrangères par rapport à 1981, alors que les acquisitions nettes de valeurs japonaises par les non-résidents, bien que demeurant très substantielles (\$11,9 milliards) se sont situées à un niveau quelque peu inférieur à celui de 1981. Ensuite, on relève un accroissement de \$2,8 milliards du montant net des prêts à long terme accordés à des non-résidents par les institutions financières japonaises, en raison de l'attrait des taux d'intérêt en yens pour les emprunteurs étrangers.

En Allemagne, le revirement sensible de la balance des opérations courantes en 1982 a été contrebalancé par un mouvement opposé de la balance des capitaux. Les mouvements de capitaux identifiés se sont inversés, un total de \$4,3 milliards d'entrées nettes en 1981 ayant fait place à \$2,1 milliards de sorties nettes, de sorte que, malgré l'obtention d'un excédent en compte courant, la position monétaire officielle nette ne s'est que faiblement améliorée. Le changement

de sens du solde des mouvements de capitaux identifiés a été imputable pour une bonne part au fait que l'amélioration de la balance des paiements courants a permis de ramener à \$3,8 milliards, soit à la moitié du chiffre de 1981, les emprunts à l'étranger contractés directement ou indirectement par le secteur public. Les sorties nettes de capitaux à long terme par le canal du secteur privé ont plus que doublé l'an dernier, pour s'élever au total à \$8,9 milliards, ce qui traduit sans doute en partie l'attrait des investissements en dollars EU. De fait, les données sur la répartition géographique des flux de capitaux indiquent que les sorties de fonds à long terme du secteur privé vers les Etats-Unis ont quintuplé entre 1981 et 1982, pour ressortir à \$2,5 milliards. En outre, les entrées nettes à court terme acheminées par le secteur non bancaire ont fléchi de \$3,7 milliards et se sont inscrites l'an dernier à \$1,1 milliard, alors que les banques sont devenues importatrices nettes de capitaux, à concurrence de \$3,5 milliards. Ces modifications paraissent liées à la baisse des taux d'intérêt à court terme en deutsche marks, qui a réduit la propension des banques à accorder des prêts aux entreprises allemandes via leurs filiales à l'étranger.

Aux *Pays-Bas*, les sorties nettes de capitaux par le canal du secteur privé, à l'exclusion des flux bancaires à court terme, se sont fortement accélérées en 1982, passant de \$2,1 milliards à \$4,1 milliards. L'accroissement des achats de titres étrangers par les résidents a quasiment effacé les entrées nettes de \$1,1 milliard en 1981 provenant de transactions de valeurs mobilières, et il y a eu également une progression des prêts bancaires nets à long terme accordés à des non-résidents. D'autre part, le solde des mouvements bancaires à court terme s'est renversé, \$0,6 milliard de sorties nettes en 1981 ayant fait place à \$2,5 milliards d'entrées nettes en 1982. Comme, en outre, le déficit du poste «erreurs et omissions» enregistré en 1981 a été résorbé, la position monétaire officielle nette s'est améliorée de \$1,9 milliard en 1982.

En *Suisse*, les sorties de capitaux identifiées ont doublé, s'établissant à \$10,2 milliards en 1982. Cette hausse a résulté de l'expansion des investissements nets de portefeuille à l'étranger et de la régression des entrées bancaires nettes. Parallèlement, les entrées de capitaux non identifiées ont progressé de \$4,7 milliards, et la position officielle nette (à l'exclusion des dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap entre les banques commerciales et la Banque Nationale) s'est légèrement améliorée.

Au *Royaume-Uni*, pour la troisième année consécutive, on a enregistré en 1982 des sorties massives de capitaux privés à long terme, dans le cadre du processus de diversification du portefeuille de valeurs mobilières amorcé après la suppression du contrôle des changes à la fin de 1979. Les exportations nettes de fonds non bancaires à long terme se sont élevées au total à \$14,2 milliards, portant ainsi à près de \$41 milliards depuis 1979 le total cumulé des exportations de capitaux de l'espèce. La principale composante de ces sorties à long terme a consisté, l'an dernier, en achats nets de valeurs étrangères par les résidents, pour un total de \$10,2 milliards, soit \$1,6 milliard de plus qu'en 1981. Outre la poursuite des sorties de fonds privés non bancaires, les prêts en sterling des banques aux non-résidents ont de nouveau atteint un montant substantiel (\$5,6 milliards). Malgré cela, le montant total des entrées bancaires nettes a plus que sextuplé,

pour ressortir à \$10 milliards. Ce phénomène a été essentiellement imputable à la très forte progression des emprunts en devises étrangères contractés par les banques sises au Royaume-Uni pour financer les prêts en sterling accordés au secteur privé. En 1982, la livre a été soumise à deux reprises à de vives pressions, d'abord, lors de la crise des Falklands, puis vers la fin de l'année. Ces pressions ont contribué au renversement sensible de la balance des transactions non identifiées entre 1981 et 1982, qui s'est soldée par \$7,8 milliards de sorties nettes, ainsi qu'à la détérioration de \$2,9 milliards de la position monétaire officielle nette l'an dernier, imputable en quasi-totalité aux prélèvements effectués sur les réserves de change.

Au *Canada*, le passage, l'an dernier, à un excédent en compte courant s'est accompagné d'une réduction de \$6,3 milliards des sorties nettes par le canal du secteur privé, à l'exclusion des fonds bancaires à court terme, et d'un renversement de \$20,5 milliards des fonds bancaires à court terme, les entrées nettes ayant fait place à des sorties nettes. Ces deux modifications ont été surtout liées au fait que les prises de contrôle, en 1981, par des intérêts canadiens de sociétés à capital étranger dans le secteur de l'énergie s'étaient traduites par un montant considérable d'investissements directs nets à l'étranger et par des emprunts nets du système bancaire destinés à financer ces prises de contrôle. Comme ces opérations ne se sont pas renouvelées l'an dernier, les sorties nettes aux fins d'investissements directs ont fléchi de \$8,8 milliards à \$1 milliard, tandis que le remboursement partiel des emprunts très substantiels en devises étrangères contractés par les banques pour le financement de ces prises de contrôle a provoqué un renversement du solde net des flux bancaires à court terme. Toutes les autres grandes catégories de flux de capitaux n'ont guère varié en 1982.

En *France*, le déficit accru de la balance des paiements courants a été financé au moyen d'entrées nettes acheminées par les secteurs public et privé. Les emprunts nets à l'étranger, soumis à l'autorisation des pouvoirs publics ont, avec \$12 milliards, pratiquement doublé par rapport à 1981. En outre, les sorties nettes au titre d'autres mouvements de capitaux à long terme sont revenues de \$10 milliards à \$7,6 milliards. D'autre part, les entrées nettes de capitaux à court terme par le biais des banques se sont contractées très fortement l'an dernier, alors que le solde négatif du poste «erreurs et omissions» s'est réduit. Une part notable du déficit en compte courant enregistré l'an dernier a donc été financée par prélèvement sur les réserves; la diminution de \$5,2 milliards de la position monétaire officielle nette a été pratiquement du même ordre de grandeur qu'en 1981.

L'*Union économique belgo-luxembourgeoise*, malgré l'amélioration observée l'an dernier de la balance des paiements courants, a de nouveau enregistré des sorties nettes de capitaux privés d'un montant relativement important — \$0,3 milliard par le secteur non bancaire et \$3,2 milliards par les banques — (le dernier chiffre ne comprend pas les emprunts effectués par les banques pour le compte du gouvernement belge). Les autorités ont donc dû, une fois de plus, contracter des emprunts très substantiels à l'étranger, pour un montant total de \$5,5 milliards, soit directement, soit par l'intermédiaire du système bancaire belge. Le fléchissement de \$1 milliard des réserves nettes a été bien moindre qu'en 1981.

En *Italie*, la réduction de \$2,6 milliards du déficit des opérations courantes a été plus que compensée par la très forte contraction du montant total des entrées de capitaux identifiés, et la position monétaire officielle nette s'est détériorée de façon sensible (\$4,2 milliards). Les emprunts nets de l'administration centrale qui, en 1981, avaient financé plus de la moitié du déficit en compte courant, ont régressé de \$2,1 milliards, pour s'établir à \$2,3 milliards en 1982. Le solde des transactions totales du secteur privé est passé de \$4,3 milliards d'entrées nettes en 1981 à \$1,9 milliard de sorties nettes en 1982. Ce revirement a été imputable à plusieurs facteurs: contraction de \$2,2 milliards des entrées provenant d'emprunts nets à long terme contractés à l'étranger, renversement de \$2,9 milliards des crédits commerciaux et accroissement de \$1 milliard des sorties nettes à court terme par le canal des banques.

En *Suède*, le montant total des entrées nettes de capitaux en 1982 a pratiquement compensé le déficit des transactions courantes, de sorte que la position monétaire officielle nette est demeurée inchangée sur l'ensemble de l'année. Les emprunts nets à long terme de l'administration centrale se sont accrus de \$1,3 milliard, pour atteindre \$2,6 milliards en 1982, ce qui a plus que compensé certains remboursements de la dette extérieure contractée par d'autres organismes du secteur public, ainsi que la légère diminution des entrées nettes par le canal du secteur privé.

VI. MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

Faits saillants

L'année 1982 a été marquée par des tensions croissantes au sein du secteur bancaire international, provoquées par l'accumulation de difficultés de paiements d'un certain nombre d'importants pays débiteurs et par la réticence croissante des banques à accroître leur engagement à l'égard de ces pays. Sous l'effet conjugué de cette évolution, de la réduction de la demande de crédit bancaire international en provenance du groupe des pays industrialisés et de la préférence marquée des emprunteurs du secteur des entreprises pour les marchés financiers, la croissance des crédits bancaires internationaux s'est fortement ralentie. En même temps, le volume des nouvelles émissions d'obligations internationales a enregistré une expansion sans précédent, provoquée par le niveau élevé des taux d'intérêt en dollars, la fermeté du dollar sur les marchés des changes et l'espoir de réaliser des plus-values en capital.

La conjonction de taux d'intérêt réels toujours très élevés et de l'aggravation de la récession dans les pays industrialisés, avec ses retombées néfastes sur le volume et la valeur des exportations des pays en développement, a provoqué une sérieuse détérioration des paiements extérieurs et de la situation financière d'un grand nombre de pays emprunteurs. Dans un tel contexte, la crise suscitée par l'endettement extérieur du Mexique, pays le plus lourdement endetté à l'égard du secteur bancaire international, a porté, à la fin de l'été 1982, un nouveau coup très dur à la confiance du marché. Alors qu'au premier semestre de 1982 les nouveaux prêts bancaires aux pays en développement s'étaient maintenus à un niveau soutenu, ils se sont brutalement contractés au second semestre.

En fait, les flux spontanés de crédits bancaires en direction d'un vaste groupe de pays, ceux d'Amérique latine notamment, qui représentent une large part de l'endettement bancaire international, se sont pratiquement arrêtés dans les derniers mois de l'année. Il a fallu mettre sur pied de vastes programmes de financement officiel, liés le plus souvent à la poursuite de l'octroi de prêts bancaires, pour aider ces pays à faire face à leurs engagements et empêcher le déclenchement d'une crise financière internationale généralisée, avec les conséquences désastreuses qui en seraient résultées pour la stabilité de l'économie mondiale. Les programmes de financement officiel ont permis de parer au plus pressé, mais une amélioration plus durable de la situation financière internationale ne pourra être obtenue sans un ajustement efficace dans les pays débiteurs, qui lui-même dépend d'une reprise soutenue de l'activité économique dans les pays industrialisés et d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt réels.

Avant de présenter en détail l'évolution des agrégats bancaires internationaux et la situation sur les marchés des obligations l'an dernier, le présent chapitre analyse l'accroissement de l'endettement bancaire international dans une

perspective à plus long terme et examine certaines des questions soulevées par les difficultés récentes et la nécessité de mettre sur pied des opérations de financement officiel de grande envergure.

Croissance globale du crédit international en 1982

Les deux principaux secteurs des marchés financiers internationaux ont connu l'an dernier des évolutions fort divergentes: ralentissement prononcé, de \$265 milliards en 1981 à \$174 milliards, de l'expansion des avoirs extérieurs des banques déclarantes de la BRI et accélération sensible des nouvelles émissions d'obligations internationales, qui sont passées de \$49 milliards à \$72 milliards.

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

	Flux corrigés de l'incidence des variations de change ¹				Stocks à fin 1982
	1979	1980	1981	1982	
en milliards de dollars EU					
Montant total des prêts internationaux des banques déclarantes ²	205,9	241,2	264,7	173,5	1.686,7
moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes	80,9	81,2	99,7	78,5	666,7
A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets) ³	125,0	160,0	165,0	95,0	1.020,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères	38,9	39,4	48,8	71,7	.
moins: amortissements et rachats ⁴	10,9	11,4	12,3	13,2	.
B = Nouveaux financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets)	28,0	28,0	36,5	58,5	.
A + B = Montant total des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	153,0	188,0	201,5	153,5	.
moins: duplications d'écritures ⁵	8,0	8,0	6,5	8,5	.
Montant total net des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	145,0	180,0	195,0	145,0	.

¹ Les crédits bancaires en devises autres que le dollar sont convertis en dollars à taux de change constants en fin de trimestre, les obligations libellées en monnaies autres que le dollar le sont à taux de change en milieu de mois.
² Banques situées dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse, en Autriche, au Danemark et en Irlande ainsi que les succursales offshore des banques américaines sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour.
³ En plus des créances directes sur les utilisateurs finals, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, des créances sur des banques sises à l'extérieur de la zone déclarante, c'est-à-dire en dehors des centres financiers et des centres offshore, car on admet que ces banques «périphériques» n'emprunteront pas, dans la plupart des cas, les fonds à des banques situées dans les centres financiers en vue de les redéposer simplement auprès d'autres banques de ces mêmes centres; deuxièmement, des créances sur des banques à l'intérieur de la zone déclarante, dans la mesure où ces banques convertissent les fonds en monnaie nationale et/ou les utilisent pour octroyer directement des prêts en 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.
⁴ Ces chiffres sont fondés sur des évaluations très approximatives et sont donnés ici à titre indicatif. Bien que les marges d'erreur soient importantes par rapport aux montants considérés, elles ne modifient sans doute pas de façon significative le chiffre avancé pour le montant total net des nouveaux financements internationaux.
⁵ Obligations souscrites par les banques déclarantes, dans la mesure où elles figurent dans les statistiques bancaires comme créances sur des non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes, dans la but surtout d'étayer leurs activités internationales de crédit.

Après élimination, sur la base d'estimations, des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre les banques déclarantes, des remboursements d'émissions d'obligations en circulation et des duplications d'écritures liées au rôle d'emprunteur et d'investisseur joué par les banques sur les marchés d'émissions (voir tableau ci-contre), on peut évaluer à \$145 milliards environ le montant total des nouveaux crédits acheminés par les marchés internationaux l'an dernier, ce qui représente quelque \$50 milliards de moins qu'en 1981. Cette décélération de la croissance des crédits internationaux exprimés en dollars doit toutefois être replacée dans le contexte d'un ralentissement marqué des taux d'inflation nationaux, de la baisse des cours des matières premières et de la poursuite de l'appréciation du dollar: autant de facteurs qui ont entraîné une érosion moins importante que les années précédentes de la valeur réelle des créances et dettes en cours. Dans le même temps, en raison des taux de croissance économique voisins de zéro ou même négatifs et de la contraction du commerce international, le poids relatif de l'encours total des crédits internationaux et des charges financières correspondantes a fortement augmenté.

Le secteur bancaire international en 1982: évolution des principaux agrégats

Exprimées en dollars courants, les créances extérieures des banques sises dans les pays du Groupe des Dix, en Suisse, en Autriche, au Danemark et en Irlande ainsi que des succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient ont progressé de \$1.550 milliards à \$1.687 milliards l'an dernier. Si l'on exclut l'incidence des variations de change (comme c'est le cas, sauf indication contraire, pour tous les chiffres de flux donnés dans cette section et la suivante), on obtient une augmentation de \$174 milliards, contre \$265 milliards en 1981, ce qui équivaut à 11,5%, soit seulement la moitié environ du taux d'expansion enregistré les années précédentes. La croissance au cours de chaque trimestre a été plus faible qu'en 1981, mais, sous l'influence des tensions croissantes qui se sont exercées sur la structure des crédits internationaux, le ralentissement a été particulièrement marqué au quatrième trimestre, puisque les avoirs extérieurs des banques déclarantes ne se sont accrus que de \$33,5 milliards, ce qui représente un tiers de l'expansion constatée au trimestre correspondant de 1981. On a noté, en outre, une vive décélération de la progression des avoirs des banques non déclarantes situées dans les centres offshore, qui sont tombés d'un montant estimé à \$64 milliards en 1981 à \$17 milliards (en dollars courants) l'an dernier.

Les chiffres des avoirs extérieurs ont été, comme d'habitude, gonflés par les dépôts successifs de fonds entre les banques déclarantes elles-mêmes. Après élimination de ce genre de duplications d'écritures, on peut estimer que le montant des fonds acheminés par l'intermédiaire du secteur bancaire international s'est accru l'an dernier de \$95 milliards, pour atteindre un total cumulé de \$1.020 milliards. Là encore, la progression est très nettement inférieure à celle de \$165 milliards relevée en 1981.

**Avoirs et engagements extérieurs en monnaie nationale et en monnaies étrangères
des banques situées dans les divers pays déclarants**

	Flux à taux de change constants en fin de trimestre					Encours à fin		
	1980	1981		1982		1979	1981	1982
		année	4ème trimestre	année	4ème trimestre			
en milliards de dollars EU								
<i>Avoirs</i>								
Etats-Unis	40,5	75,3	40,9	106,4	15,1	136,4	256,3	361,4
<i>dont: IBF</i>	-	63,4	63,4	80,3	10,3	-	63,4	143,6
Succursales à l'étranger de banques américaines ¹	13,7	31,9	4,1	0,6	3,0	127,6	172,0	172,0
Pays européens déclarants	158,6	134,1	54,1	58,7	17,5	776,0	998,4	1.023,6
<i>dont: Royaume-Uni</i>	74,9	79,9	19,2	35,2	-6,5	285,5	432,1	457,8
<i>France</i>	24,9	9,1	10,2	10,4	10,5	123,6	143,4	148,1
<i>Luxembourg</i>	13,7	6,3	1,0	5,6	2,3	80,8	88,4	90,5
<i>Allemagne fédérale</i>	10,2	7,4	7,2	-0,2	3,0	69,3	73,2	69,7
<i>Suisse</i>	4,0	5,1	2,0	2,0	-2,3	59,1	63,1	61,5
<i>Pays-Bas</i>	9,2	7,6	0,5	0,2	-0,1	55,9	65,6	62,8
<i>Belgique</i>	14,1	8,8	2,0	1,1	1,1	43,0	61,5	60,3
<i>Italie</i>	1,8	6,4	12,3	-1,0	9,4	29,6	36,3	34,5
<i>Autres</i> ²	5,8	3,5	-0,3	5,4	0,1	29,2	34,8	38,4
Japon	18,3	20,7	0,9	7,9	-2,8	45,4	84,6	90,9
Canada	10,1	2,7	-0,4	0,9	0,7	25,6	38,2	38,8
Total	241,2	264,7	99,6	173,5	33,5	1.111,0	1.549,5	1.686,7
<i>Pour mémoire:</i> <i>banques non déclarantes sises</i> <i>dans les centres offshore</i> ³	40,0	64,0	17,0	17,0	-4,0	135,0	239,0	256,0
<i>Engagements</i>								
Etats-Unis	9,2	37,8	22,7	67,2	5,4	130,1	177,5	244,5
<i>dont: IBF</i>	-	47,9	47,9	76,1	9,6	-	47,9	123,9
Succursales à l'étranger de banques américaines ¹	14,4	33,5	2,8	2,9	3,3	128,9	175,8	178,2
Pays européens déclarants	178,9	126,1	62,0	57,6	17,3	778,0	1.014,5	1.039,0
<i>dont: Royaume-Uni</i>	76,9	78,8	23,2	44,9	-5,6	302,0	447,9	482,4
<i>France</i>	28,2	14,9	14,6	7,8	10,3	106,2	138,8	142,5
<i>Luxembourg</i>	12,9	4,0	1,4	3,9	1,7	76,7	83,1	83,7
<i>Allemagne fédérale</i>	3,3	1,5	3,0	-0,5	2,0	77,8	68,3	65,1
<i>Suisse</i>	7,3	2,7	2,9	-2,5	-1,7	38,2	45,2	40,8
<i>Pays-Bas</i>	11,7	4,7	0,9	1,0	1,6	55,4	64,9	62,8
<i>Belgique</i>	18,0	9,8	2,4	2,6	0,3	50,1	71,1	70,0
<i>Italie</i>	9,6	4,4	13,2	-4,3	7,1	38,1	49,0	43,5
<i>Autres</i> ²	11,0	5,3	0,4	4,7	1,6	33,5	46,2	48,2
Japon	28,8	21,7	1,8	0,8	-7,3	50,5	100,4	100,0
Canada	11,0	18,0	1,6	-3,5	-1,2	32,8	62,6	58,7
Total	242,3	237,1	90,9	125,0	17,5	1.120,3	1.530,8	1.620,4
<i>Pour mémoire:</i> <i>banques non déclarantes sises</i> <i>dans les centres offshore</i> ³	39,0	62,0	18,0	17,0	-3,0	125,0	226,0	243,0

¹ Aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. ² Autriche, Danemark, Irlande et Suède.
³ Estimations - à taux de change courants - pour les banques non déclarantes situées dans les cinq principaux centres offshore et pour toutes les banques sises aux Antilles néerlandaises, à Bahreïn et au Liban.

Une seconde caractéristique essentielle de l'activité bancaire internationale en 1982 a été la modification intervenue dans la répartition géographique de l'activité. En raison, d'une part, de l'importance croissante des nouvelles facilités bancaires internationales (IBF) aux Etats-Unis et, d'autre part, des facteurs de confiance dont ont bénéficié les Etats-Unis en tant que pays d'émission de la monnaie dans laquelle est libellé l'essentiel de la dette internationale, la plupart des opérations effectuées en 1982 ont été comptabilisées via les Etats-Unis. Les créances extérieures des banques opérant dans ce pays ont, de ce fait, enregistré une expansion de \$105 milliards, soit de plus de 40%, contribuant ainsi à raison de 60% à la progression des avoirs de l'ensemble des banques déclarantes. Les avoirs extérieurs des IBF se sont accrus à eux seuls de \$80 milliards, pour atteindre un total de \$144 milliards, tandis que les créances extérieures traditionnelles des banques aux Etats-Unis ont progressé d'environ \$25 milliards.

Comme il fallait s'y attendre, l'importance croissante des IBF a particulièrement affecté les opérations comptabilisées par l'intermédiaire des centres offshore, de sorte que les avoirs extérieurs des succursales des banques américaines dans les principaux centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient n'ont quasiment pas augmenté en 1982. Comme une part importante de leurs prêts en cours a fait l'objet de transferts comptables par les IBF, leurs créances sur les Etats-Unis se sont accrues de \$12 milliards, tandis que les créances sur les pays en développement membres ou non de l'OPEP et sur l'Europe de l'Est se sont contractées d'un montant presque identique.

Les banques sises dans les pays européens déclarants ont enregistré un ralentissement très marqué de la croissance de leurs avoirs extérieurs (\$59 milliards, contre \$134 milliards en 1981), qui a été dû aussi en partie à l'importance accrue des IBF. Cette décélération a affecté pour l'essentiel les nouveaux prêts en monnaies étrangères, qui ont régressé de près des deux tiers, pour s'établir à \$39 milliards, tandis que les nouveaux prêts extérieurs en monnaie nationale, qui sont liés en grande partie à des opérations commerciales, ont conservé un rythme d'expansion à peu près identique à celui de 1981 et ont atteint au total \$19 milliards. En ce qui concerne les pays européens déclarants considérés individuellement, les banques sises au Royaume-Uni ont enregistré une progression de \$35 milliards, soit 60% de la croissance de l'ensemble des avoirs extérieurs de ces pays en 1982. Les banques opérant en France (+\$10,5 milliards) et au Luxembourg (+\$5,5 milliards) ont représenté une grande partie du reliquat. Les créances extérieures en monnaies étrangères des banques situées dans certains autres pays européens, tels que l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et la Suisse, ont en fait diminué, mais cette réduction a été compensée partiellement, ou dans certains cas plus que proportionnellement, par les nouveaux prêts extérieurs libellés en monnaie nationale.

Hors d'Europe et des Etats-Unis, les banques situées au Japon ont connu un ralentissement très sensible, de \$15,5 milliards en 1981 à un peu moins de \$3 milliards, de la progression de leurs crédits extérieurs en monnaies étrangères, tandis que le montant de leurs nouveaux prêts extérieurs en monnaie nationale, avec \$5 milliards environ, n'a pratiquement pas varié par rapport à 1981.

Pour ce qui est de la répartition par monnaie des nouvelles opérations bancaires internationales, l'importance accrue des Etats-Unis comme centre financier

Ventilation par monnaie de l'activité bancaire internationale

	Avoirs				Engagements			
	Flux à taux de change constants en fin de trimestre			Stocks à fin 1982	Flux à taux de change constants en fin de trimestre			Stocks à fin 1982
	1980	1981	1982		1980	1981	1982	
en milliards de dollars EU								
Total	241,2	264,7	173,5	1.686,7	242,3	237,1	125,0	1.620,4
en monnaie nationale	69,7	99,8	127,8	537,0	39,3	47,8	76,2	371,8
<i>dont banques</i>								
<i>aux Etats-Unis</i>	38,6	74,0	102,7	353,7	7,4	37,5	66,0	239,7
<i>en Allemagne fédérale</i>	9,9	4,8	1,2	48,6	2,9	0,1	0,3	42,1
<i>en Suisse</i>	4,9	2,6	3,0	31,7	5,5	2,4	-1,6	11,2
<i>au Royaume-Uni</i>	6,0	5,3	5,8	25,7	6,9	4,8	7,8	30,9
<i>au Japon</i>	3,3	5,3	5,2	25,3	7,2	1,7	1,6	14,1
<i>dans les autres pays déclarants</i>	7,0	7,8	9,9	52,0	9,4	1,3	2,1	33,8
en monnaies étrangères	171,5	164,9	45,7	1.149,7	203,0	189,3	48,8	1.248,6
<i>dont:</i>								
<i>Dollars EU</i>	125,6	118,0	19,4	866,1	152,9	148,4	35,6	970,6
<i>Deutsche marks</i>	14,1	15,8	8,1	126,7	14,0	10,2	1,0	116,3
<i>Francs suisses</i>	16,1	11,2	3,5	59,7	19,0	15,8	-3,0	62,2
<i>Livres sterling</i>	1,2	3,7	0,3	12,6	7,4	0,4	-0,8	16,2
<i>Yens japonais</i>	2,6	6,6	0,5	15,7	-1,0	5,8	2,0	17,1
<i>Florins néerlandais</i>	-0,1	1,6	1,6	9,3	0,5	2,0	2,0	10,8
<i>Francs français</i>	4,9	-1,0	1,2	8,4	4,6	-0,2	1,6	11,3
<i>Autres monnaies et non attribué*</i>	7,1	9,0	11,1	51,2	5,6	6,9	10,4	44,1

* Comprend les positions extérieures en monnaies autres que le dollar EU des banques situées aux Etats-Unis et de leurs succursales sises dans les cinq principaux centres offshore.

international, où l'essentiel de cette activité est libellé en dollars, a fait que la majeure partie – soit près des trois quarts – des nouveaux prêts extérieurs en 1982 a été octroyée dans la monnaie nationale du pays hôte. C'est ainsi que les prêts en dollars provenant des Etats-Unis sont passés de \$74 milliards en 1981 à \$103 milliards, tandis que les nouvelles opérations sur euro-dollars effectuées hors des Etats-Unis se sont fortement contractées, pour revenir de \$118 milliards à moins de \$20 milliards. Les crédits en euro-devises libellés en monnaies autres que le dollar se sont également ralentis, de façon moins spectaculaire toutefois, pour fléchir de \$47 milliards à \$26 milliards. Les euro-prêts en yens et en livres, qui avaient nettement progressé en 1981, ont été d'un montant insignifiant.

Du côté «origines» du marché, la répartition par monnaie des nouvelles opérations effectuées sur l'euro-marché a été légèrement différente. La progression des engagements en dollars des banques sises hors des Etats-Unis s'est un peu mieux maintenue que celle de leurs avoirs en dollars, tandis que les engagements en deutsche marks ne se sont accrus que faiblement et que les engagements en francs suisses, qui avaient augmenté de \$16 milliards en 1981, se sont en fait contractés de \$3 milliards. Un événement caractéristique de l'année écoulée a été l'accroissement relativement important du poste résiduel en monnaies étrangères, qui serait dû en partie, à en juger par certaines indications incomplètes, à la constitution d'avoirs substantiels en Ecus.

Ventilation secteur bancaire/non bancaire de l'activité bancaire internationale

	Avoirs				Engagements			
	Flux à taux de change constants en fin de trimestre			Stocks à fin 1982	Flux à taux de change constants en fin de trimestre			Stocks à fin 1982
	1980	1981	1982		1980	1981	1982	
en milliards de dollars EU								
Total	241,2	264,7	173,5	1.686,7	242,3	237,1	125,0	1.620,4
Positions interbancaires¹	172,3	183,5	118,3	1.186,4	198,9	169,4	93,1	1.307,5
<i>dont:</i>								
<i>A. à l'intérieur de la zone déclarante</i>	129,2	153,4	97,7	938,0	156,2	155,5	102,0	1.026,0
<i>entre les banques sises aux Etats-Unis et les autres banques déclarantes</i>	26,9	83,3	99,3	349,0	34,8	71,4	111,9	381,0
<i>entre les autres banques déclarantes</i>	102,3	70,1	- 1,6	589,0	121,4	84,1	- 9,9	645,0
<i>B. à l'égard d'institutions monétaires officielles² comptabilisées aux Etats-Unis²</i>	2,5	- 0,3	0,5	8,5	19,1	-14,1	-27,4	119,0
<i>autres²</i>	2,5	- 0,3	0,5	8,5	- 0,1	- 1,4	0,1	23,8
<i>autres²</i>	2,5	- 0,3	0,5	8,5	19,2	-12,7	-27,5	95,2
Positions envers le secteur non bancaire	68,9	81,2	55,2	500,3	43,4	67,7	31,9	312,9
<i>comptabilisées aux Etats-Unis</i>	11,8	22,6	26,8	107,1	0,6	5,6	17,5	42,9
<i>en dehors des Etats-Unis</i>	57,1	58,6	28,4	393,2	42,8	62,1	14,4	270,0
<i>dont: en dollars EU</i>	31,6	29,2	7,0	225,9	31,6	51,6	6,1	196,6
<i>en autres monnaies étrangères</i>	16,3	18,0	7,6	82,3	7,5	6,5	3,8	33,8
<i>en monnaie nationale</i>	9,2	11,4	13,8	85,0	3,7	4,0	4,5	39,6
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Positions en monnaies étrangères à l'égard des résidents³</i>	82,8	70,6	52,6	428,6	58,7	53,7	50,4	357,2
<i>dont:</i>								
<i>secteur interbancaire⁴ à l'égard du secteur non bancaire</i>	20,8	19,4	12,6	106,8	5,6	5,3	7,2	50,2
<i>dont: en dollars EU</i>	9,2	15,9	7,6	73,1	4,1	0,8	4,2	34,6

¹ Y compris les positions à l'égard des institutions monétaires officielles sauf, du côté des avoirs, dans le cas des banques sises aux Etats-Unis et des succursales offshore des banques américaines, pour lesquelles ces positions, faute d'une ventilation adéquate, sont comprises dans le secteur non bancaire. ² Voir note 1. ³ Banques sises en Europe, au Canada et au Japon seulement. ⁴ Y compris les positions à l'égard du secteur non bancaire japonais non disponibles séparément.

En ce qui concerne les catégories d'avoirs, la progression des positions extérieures a été, comme de coutume, due en majeure partie aux opérations interbancaires. Le total des créances interbancaires, y compris \$10 milliards environ de créances sur des institutions monétaires officielles, s'est accru de \$118 milliards, alors qu'une croissance de \$184 milliards avait été enregistrée en 1981. Les créances interbancaires au sein de la zone déclarante elle-même ont augmenté de \$98 milliards, soit de quelque \$56 milliards de moins qu'en 1981. La structure géographique de ces avoirs interbancaires revêt un tout autre aspect qu'en 1981. Alors que cette année-là les créances interbancaires entre pays de la zone déclarante autres que les Etats-Unis avaient connu un accroissement de

\$70 milliards, elles se sont contractées de \$1,5 milliard. En d'autres termes, la totalité des nouvelles opérations interbancaires effectuées, l'an dernier, entre les pays de la zone déclarante, a été canalisée par des banques sises aux Etats-Unis. Du fait surtout de la création des IBF, la croissance de l'activité interbancaire entre pays de l'euro-marché traditionnel s'est donc pratiquement interrompue. Les opérations interbancaires locales en monnaies étrangères au sein des divers centres du marché ont cependant continué d'enregistrer au total une forte progression.

En raison à la fois de la faiblesse de la demande de crédit et de la préférence marquée par les sociétés pour se financer auprès des marchés financiers, les prêts directs au secteur non bancaire se sont également ralentis l'an dernier, revenant de \$81 milliards en 1981 à \$55 milliards. Là encore, en raison surtout du rôle des IBF, le ralentissement a essentiellement porté sur les prêts comptabilisés hors des Etats-Unis, qui se sont contractés de \$59 milliards à \$28 milliards, tandis que la croissance des prêts octroyés à partir des Etats-Unis s'est accélérée, pour passer de \$22 milliards à \$27 milliards. Plus particulièrement, les prêts directs au secteur non bancaire (à l'exclusion des résidents des Etats-Unis) comptabilisés par l'intermédiaire des succursales à l'étranger des banques américaines ont diminué de \$7 milliards en valeur absolue.

Du fait de «la recherche de la qualité», la réduction du montant des opérations directes avec la clientèle non bancaire et le transfert de ce genre d'activité au bénéfice de banques sises aux Etats-Unis ont été même plus marqués du côté «origines» que du côté «emplois». L'apport total des dépôts extérieurs effectués par des organismes du secteur non bancaire est tombé de \$68 milliards en 1981 à \$32 milliards. Alors que les nouveaux dépôts auprès des banques situées aux Etats-Unis se sont sensiblement accrus (de \$6 milliards à \$18 milliards), les nouveaux dépôts auprès des banques opérant hors de ce pays sont revenus de \$62 milliards à \$14 milliards. En particulier, l'expansion des fonds en dollars détenus par le secteur non bancaire hors des Etats-Unis s'est amenuisée, passant de \$52 milliards à \$6 milliards seulement, ce qui a réduit de manière radicale le rôle joué par l'euro-marché en tant que substitut de la croissance des avoirs monétaires et liquides détenus aux Etats-Unis.

L'un des traits essentiels, l'an passé, a été le retrait de fonds officiels sur l'euro-marché. Les dépôts des institutions monétaires officielles avaient déjà marqué un fléchissement sensible en 1981, mais leur diminution en 1982 a été près de deux fois plus forte (\$27 milliards) et a englobé des retraits opérés tant par des pays en développement membres de l'OPEP que par des non-membres. Ces prélèvements s'expliquent avant tout par les difficultés de balances des paiements de ces pays mais, comme dans le cas des dépôts du secteur non bancaire, les facteurs de confiance ont peut-être également joué un rôle important. On peut noter à ce propos que les engagements des Etats-Unis à l'égard de détenteurs officiels étrangers se sont accrus de \$3 milliards en 1982. En raison de la «recherche de la qualité», les portefeuilles officiels étrangers de bons et «notes» négociables du Trésor américain, en particulier, se sont renforcés de \$14,5 milliards. Par contre, les engagements des banques sises aux Etats-Unis à l'égard de détenteurs

officiels étrangers, qui avaient augmenté de \$2,1 milliards au premier semestre de 1982, ont fléchi de \$2,3 milliards au second.

Répartition géographique des origines et emplois des fonds bancaires internationaux

La décélération de la croissance de l'activité bancaire internationale en 1982 a porté à la fois sur les prêts finals au sein de la zone déclarante elle-même et sur les prêts aux pays extérieurs à cette zone. La baisse du rythme d'octroi des prêts au sein de la zone — qui se sont contractés de \$92 milliards environ en 1981 à quelque \$46 milliards — est à rechercher principalement du côté de la demande. Elle a reflété à la fois le ralentissement général de l'activité économique et le recours accru des entreprises aux marchés des euro-obligations, dans l'intention d'améliorer l'échéancier de leur dette. En revanche, dans quelques pays européens, les besoins d'emprunt officiels liés à la balance des paiements sont restés fort élevés. En revanche, le ralentissement des nouveaux prêts à l'extérieur de la zone, qui ont régressé de \$66 milliards environ en 1981 à \$39 milliards en 1982, a été essentiellement imputable aux problèmes de service de la dette rencontrés par un nombre croissant de pays débiteurs et, partant, à la réticence des banques à accorder de nouveaux prêts.

Du côté «origines» du marché, le rythme d'octroi plus modéré des prêts a eu comme contrepartie une diminution (de \$133 milliards en 1981 à \$96 milliards) de l'approvisionnement en nouveaux fonds provenant de la zone déclarante elle-même et, en ce qui concerne l'extérieur de la zone, un revirement, aux \$16 milliards de nouveaux dépôts ayant succédé, l'an dernier, \$12 milliards de retraits. Du fait de cette réduction des dépôts émanant de l'extérieur de la zone, les flux nets de fonds de la zone déclarante acheminés au reste du monde par le secteur bancaire international sont restés pratiquement stationnaires (environ \$50 milliards), malgré le ralentissement des nouveaux prêts.

Du côté «emplois» du marché, sur les \$46 milliards de nouveaux fonds absorbés par la zone déclarante elle-même, un montant de \$31 milliards environ a représenté des crédits directs au secteur non bancaire. Les principaux groupes d'emprunteurs ont été les résidents britanniques, qui se sont procuré \$6,8 milliards, en grande partie sous forme de crédits en monnaies étrangères auprès des banques de l'euro-marché londonien, et les organismes non bancaires, essentiellement du secteur public, de Belgique-Luxembourg et de France (un peu plus de \$5 milliards dans les deux cas). Les secteurs non bancaires canadien et allemand ont également collecté de nouveaux fonds bancaires internationaux pour des montants substantiels (\$3,5 milliards chacun), beaucoup moins élevés cependant qu'en 1981, année où ils avaient été les plus importants groupes d'emprunteurs de la zone. Les secteurs non bancaires italien et américain, qui avaient été également d'assez gros emprunteurs en 1981, ne se sont pas procuré de nouveaux fonds l'an dernier. On peut évaluer à quelque \$15 milliards l'affectation, par les banques elles-mêmes, de fonds d'origine extérieure à des prêts à l'économie interne.

Du côté «origines» du marché, \$25 milliards environ, soit 26% seulement des nouveaux fonds provenant de l'intérieur de la zone déclarante elle-même, ont

représenté des dépôts directs du secteur non bancaire; ce montant correspond à la moitié environ du chiffre de 1981. Le ralentissement a été dû en grande partie à la forte décélération, de \$31 milliards en 1981 à \$8 milliards l'an passé, des nouveaux dépôts en euro-monnaies constitués par les résidents américains. Cette décélération s'explique par l'évolution intervenue au second semestre et a pu être influencée par des facteurs de confiance et par l'apparition, vers la fin de l'année, d'instruments de dépôt plus attrayants sur le marché intérieur des Etats-Unis. En plus des dépôts identifiés du secteur non bancaire américain, il y a lieu de relever de nouveaux placements très substantiels (\$12 milliards) de CD en euro-dollars, effectués au premier semestre par des fonds de placement du marché monétaire américain — auxquels a fait suite, il est vrai, une réduction de \$2 milliards au second semestre. On a enregistré, en outre, l'an dernier un ralentissement prononcé, de \$23 milliards environ en 1981 à quelque \$3 milliards, des fonds du secteur non bancaire acheminés sur l'euro-marché par l'intermédiaire de comptes fiduciaires de banques opérant en Suisse.

Si l'on exclut les dépôts en euro-dollars effectués par les fonds de placement du marché monétaire des Etats-Unis, on peut estimer que les banques déclarantes ont contribué, à partir de dépôts nationaux, pour un peu moins de \$60 milliards, l'an dernier, c'est-à-dire à peu près autant qu'en 1981, à l'approvisionnement en nouveaux fonds bancaires provenant de l'intérieur de la zone. Comme mentionné précédemment à la page 127, les banques sises aux Etats-Unis ont enregistré, à elles seules, une progression de \$105 milliards de leurs avoirs extérieurs, bien qu'une part importante de ce montant ait été, sans aucun doute, financée partiellement par les \$67 milliards de nouveaux fonds obtenus à l'étranger par les banques américaines l'an dernier. Les banques situées au Japon ont fait état d'une amélioration de près de \$7 milliards de leur position extérieure nette.

En ce qui concerne l'extérieur de la zone, la caractéristique essentielle du côté «origines» du marché a été la réduction, à concurrence de plus de \$18 milliards, des dépôts des pays de l'OPEP. De tels retraits (\$3,2 milliards) s'étaient déjà produits au second semestre de 1981, mais, au premier semestre de la même année, les dépôts de l'OPEP avaient encore enregistré une progression de \$6,5 milliards. Non corrigée de l'incidence des variations de change, la contraction des dépôts de l'OPEP en 1982 a été supérieure à \$22 milliards. Sur ce montant, \$9,3 milliards (à l'exclusion des dépôts auprès des banques sises aux Etats-Unis) ont été le fait des pays du Moyen-Orient «à forte capacité d'absorption». Les pays «à faible capacité d'absorption» ont maintenu leurs dépôts pratiquement au même niveau pendant les trois premiers trimestres, pour les réduire cependant de près de \$3 milliards au quatrième. Hors du Moyen-Orient, le Venezuela et l'Algérie ont abaissé de \$5,6 milliards et \$1,7 milliard respectivement leurs dépôts auprès des banques déclarantes.

Les pays en développement non membres de l'OPEP ont, au contraire, continué d'accroître leurs dépôts auprès des banques déclarantes, à un rythme plus faible toutefois qu'en 1981 (\$4,2 milliards, contre \$9,4 milliards). A noter cependant que les pays situés hors d'Amérique latine sont intervenus pour un chiffre supérieur à ce total. Les pays en développement latino-américains non membres de l'OPEP, qui avaient accru de \$4,7 milliards leurs apports aux banques

Répartition géographique des flux bancaires internationaux¹

	Flux à taux de change constants en fin de trimestre						Stocks à fin 1982
	1979	1980	1981		1982		
			1 ^{er} semestre	2 ^{ème} semestre	1 ^{er} semestre	2 ^{ème} semestre	
	en milliards de dollars EU						
Créances des banques sur:							
Zone déclarante	112,8	136,4	41,3	100,8	29,7	64,6	893,8
Centres financiers offshore ²	31,6	32,5	23,7	26,1	13,5	18,4	268,4
Autres pays développés	7,5	15,4	8,5	8,2	9,3	6,7	112,0
Europe de l'Est	7,1	6,8	3,0	1,8	- 3,1	- 1,6	53,3
Pays de l'OPEP ³	7,2	7,0	- 1,0	5,3	4,9	3,2	78,6
Pays en développement non membres de l'OPEP	35,3	38,9	12,4	27,5	15,5	4,2	246,9
<i>dont: Amérique latine⁴</i>	23,1	27,3	9,4	21,1	11,8	0,1	169,0
Non attribué ⁵	4,4	4,2	5,7	1,4	2,5	5,7	33,7
Total	205,9	241,2	93,6	171,1	72,3	101,2	1.686,7
<i>dont: à l'intérieur de la zone (chiffres bruts)</i>	<i>141,4</i>	<i>167,0</i>	<i>65,7</i>	<i>125,7</i>	<i>42,9</i>	<i>81,7</i>	<i>1.141,9</i>
<i>à l'intérieur de la zone (chiffres corrigés des duplications d'écritures)⁶</i>	<i>60,5</i>	<i>85,8</i>	<i>37,1</i>	<i>54,6</i>	<i>20,6</i>	<i>25,5</i>	<i>475,2</i>
<i>à l'extérieur de la zone</i>	<i>57,1</i>	<i>68,1</i>	<i>22,9</i>	<i>42,8</i>	<i>26,6</i>	<i>12,5</i>	<i>490,8</i>
<i>non attribué⁷</i>	<i>7,4</i>	<i>6,1</i>	<i>5,0</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>7,0</i>	<i>54,0</i>
Montant total des prêts bancaires internationaux (chiffres nets)	125,0	160,0	65,0	100,0	50,0	45,0	1.020,0
Engagements des banques envers:							
Zone déclarante	143,8	157,3	53,2	101,7	47,3	50,9	1.026,7
Centres financiers offshore ²	41,6	28,3	15,9	38,8	11,6	19,6	249,6
Autres pays développés	7,1	5,7	- 0,6	4,0	- 0,1	0,2	49,3
Europe de l'Est	4,6	0,9	- 5,0	5,1	- 2,4	4,3	16,4
Pays de l'OPEP ³	37,4	41,8	6,5	- 3,2	- 6,6	-11,7	135,2
Pays en développement non membres de l'OPEP	12,3	4,0	- 0,5	9,9	3,0	1,2	101,0
<i>dont: Amérique latine⁴</i>	5,0	- 1,0	- 0,8	5,5	- 0,8	- 1,4	37,0
Non attribué ⁵	6,1	4,3	7,4	3,9	5,9	1,8	42,2
Total	252,9	242,3	76,9	160,2	58,7	66,3	1.620,4
<i>dont: à l'intérieur de la zone (chiffres bruts)</i>	<i>180,3</i>	<i>183,9</i>	<i>68,8</i>	<i>135,8</i>	<i>58,2</i>	<i>68,0</i>	<i>1.245,3</i>
<i>à l'intérieur de la zone (chiffres corrigés des duplications d'écritures)⁶</i>	<i>52,4</i>	<i>101,6</i>	<i>56,9</i>	<i>75,6</i>	<i>49,5</i>	<i>46,7</i>	<i>644,9</i>
<i>à l'extérieur de la zone</i>	<i>61,4</i>	<i>52,4</i>	<i>0,4</i>	<i>15,8</i>	<i>- 6,1</i>	<i>- 6,0</i>	<i>301,9</i>
<i>non attribué⁷</i>	<i>11,2</i>	<i>6,0</i>	<i>7,7</i>	<i>8,6</i>	<i>6,6</i>	<i>4,3</i>	<i>73,2</i>
Montant total des prêts bancaires internationaux (chiffres nets)	125,0	160,0	65,0	100,0	50,0	45,0	1.020,0

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 de garde, sauf les certificats de dépôt négociables de banques américaines détenus pour le compte de non-résidents. Les flux pour le second semestre de 1981 et les premier et second semestres de 1982, ainsi que les chiffres de stock pour fin 1982, comprennent les positions extérieures des «facilités bancaires internationales».

¹ 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. ² Antilles néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Panama, Singapour, Vanuatu (ex Nouvelles-Hébrides) et autres Antilles britanniques. ³ Comprend, en outre, Bahreïn, Brunei, Oman, Trinidad et Tobago. ⁴ Y compris les pays de la zone des Caraïbes ne pouvant pas être considérés comme des centres financiers offshore. ⁵ Y compris les institutions internationales autres que la BRI. ⁶ A l'exclusion des dépôts successifs entre banques déclarantes, mais y compris les positions vis-à-vis des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. ⁷ Y compris les positions vis-à-vis des autres centres offshore.

déclarantes en 1981, ont effectué des prélèvements de \$2,2 milliards en 1982. Les pays d'Europe de l'Est ont renforcé de \$1,9 milliard, l'an dernier, leurs dépôts auprès des banques déclarantes, après les avoir laissés quasiment inchangés en 1981, ceux de l'Union Soviétique à eux seuls ayant représenté plus de la totalité de l'accroissement de 1982. Les apports des «Autres pays développés», qui s'étaient renforcés de \$3,4 milliards en 1981, n'ont pratiquement pas varié, dans l'ensemble, l'an passé.

Du côté «emplois» du marché, le fort ralentissement des nouveaux prêts s'est concentré sur deux groupes de pays, les pays en développement non membres de l'OPEP et l'Europe de l'Est. Au premier semestre de 1982, les crédits aux pays en développement non membres de l'OPEP ont connu, avec \$15,5 milliards, une croissance encore plus rapide que pendant la période correspondante de 1981. Etant donné toutefois les difficultés de paiements croissantes de certains des principaux pays emprunteurs, cette expansion du crédit est tombée brusquement à \$4,2 milliards au second semestre (contre \$27,5 milliards un an auparavant). De ce fait, le total des créances sur les pays en développement non membres de l'OPEP n'a progressé que de \$19,7 milliards, ce qui représente la moitié environ du montant enregistré en 1981. Comme on pouvait s'y attendre, le ralentissement a porté essentiellement sur les créances à l'égard des pays d'Amérique latine. Ceux-ci, qui avaient obtenu \$11,8 milliards de nouveaux crédits au premier semestre de 1982, n'ont pas pu, malgré diverses sortes d'opérations de rééchelonnement, emprunter des montants notables aux banques au second semestre. Pendant les six derniers mois de 1981, ils avaient absorbé \$21,1 milliards de nouveaux crédits. Par contre, les pays du Moyen-Orient et les «Autres pays d'Asie» ont pu maintenir convenablement le rythme de leurs nouveaux emprunts et se sont procuré \$5,4 milliards (en dollars courants), c'est-à-dire seulement \$1 milliard de moins qu'en 1981. Comme ils ont simultanément accru leurs dépôts, ils ont été, l'an dernier, fournisseurs nets de nouveaux fonds — pour de faibles montants toutefois — aux banques déclarantes.

A l'égard de l'Europe de l'Est, la modification des flux bancaires a été encore plus frappante que dans le cas de l'Amérique latine. Alors qu'en 1981 les banques déclarantes avaient encore accru leurs créances sur l'Europe de l'Est (+ \$4,8 milliards), elles les ont réduites l'an dernier d'un montant à peu près similaire. Comme ces pays ont, dans le même temps, renforcé leurs dépôts auprès des banques déclarantes, il en est résulté un reflux net de capitaux de plus de \$6,5 milliards vers les banques déclarantes, ce qui a eu pour conséquence de ramener à \$37 milliards les créances bancaires nettes sur l'Europe de l'Est à la fin de 1982.

C'est pratiquement l'inverse qui s'est produit pour les pays de l'OPEP, dont les emprunts aux banques déclarantes ont progressé de \$4,3 milliards en 1981 à \$8,1 milliards. Du fait de la forte contraction de leurs dépôts, leur position nette s'est détériorée de \$26,4 milliards, de sorte qu'ils ont été de loin les plus gros emprunteurs nets de fonds aux banques déclarantes l'an dernier.

Les «Autres pays développés» ont plus ou moins maintenu le rythme de leurs emprunts en 1982 — ils ont obtenu \$16 milliards de nouveaux crédits, soit

légèrement moins qu'en 1981. Par suite de l'arrêt quasi total de leur activité de dépôt, ces pays ont été, eux aussi, plus fortement emprunteurs nets de fonds qu'en 1981.

Endettement bancaire international, 1974-82

Les graves problèmes financiers apparus en 1982 ont marqué la fin d'une période de neuf ans d'expansion très rapide de l'endettement international, dû en grande partie aux prêts accordés par les banques à des emprunteurs souverains. La section suivante passe en revue l'accumulation des dettes bancaires internationales depuis 1974 ainsi que les facteurs qui, à partir de 1980, ont directement provoqué la forte détérioration du climat financier international l'an dernier. Seule une action énergique de première urgence entreprise au niveau des gouvernements, doublée d'une étroite coopération entre toutes les parties intéressées — pays débiteurs, Fonds monétaire international, banques centrales des pays industrialisés et communauté bancaire internationale — a empêché cette détérioration de dégénérer en une vaste crise financière internationale au second semestre de l'an dernier. Dans une optique à plus long terme, la présente situation soulève des questions au sujet de l'avenir du système d'intermédiation bancaire du crédit international, dont l'économie mondiale est si fortement tributaire depuis 1974.

Accumulation des dettes bancaires internationales, 1974-79. Si le secteur bancaire international, et en particulier l'euro-marché, a connu une expansion rapide durant les années soixante, ce n'est qu'après le choc pétrolier de 1973 et la suppression, en janvier 1974, de toutes les restrictions sur les prêts des banques américaines à l'étranger que le système bancaire en est venu à jouer un rôle prédominant dans les mouvements nets des capitaux internationaux. Les banques ont commencé à assurer, à une échelle sans précédent, le financement général des balances des paiements des pays importateurs de pétrole, et celui du développement, en particulier dans les PVD non membres de l'OPEP. En outre, les crédits bancaires ont, à certaines périodes, permis aux pays de renforcer leurs réserves brutes en devises.

Entre fin 1973 et fin 1982, les avoirs extérieurs bruts de l'ensemble des banques sises dans la zone déclarante de la BRI ont presque sextuplé, passant de \$290 milliards à \$1.690 milliards, ou de \$155 milliards à \$1.020 milliards si l'on exclut les duplications d'écritures. Dans cette expansion de \$865 milliards des crédits nets, on a pu identifier \$380 milliards de prêts aux pays de la zone déclarante elle-même et \$420 milliards au reste du monde. Si un certain nombre de pays développés ont recouru massivement aux banques pour financer leurs déficits de paiements extérieurs depuis 1974, les deux groupes de pays extérieurs à la zone où se posent surtout les problèmes d'endettement sont les PVD non membres de l'OPEP et l'Europe de l'Est. L'endettement brut identifié du premier groupe (à l'exclusion des centres offshore) à l'égard des banques déclarantes de la BRI est passé, en chiffres ronds, de \$32 milliards à \$247 milliards (et a donc plus que septuplé) entre fin 1973 et fin 1982. Cette progression représente près de deux fois le taux de croissance (en dollars courants) du produit national brut

global de ces pays et plus du double du rythme d'expansion de leurs exportations cumulées pendant la même période. De ce fait, le rapport de l'endettement bancaire extérieur de ces pays à leurs exportations est passé, dans le même temps, de 60% à 130%, alors que parallèlement la part de leur dette bancaire dans l'endettement extérieur total augmentait d'un tiers environ à la moitié. Quant aux pays d'Europe de l'Est, leur dette extérieure à l'égard des banques s'est accrue, entre fin 1973 et fin 1981, de \$10 milliards à \$61 milliards, tandis que leurs exportations aux pays industrialisés occidentaux progressaient de \$14,5 milliards à \$50 milliards.

Jusqu'au choc pétrolier de 1973, les PVD non membres de l'OPEP avaient essentiellement financé les déficits structurels relativement modestes de leurs paiements courants au moyen de transferts de capitaux officiels, d'investissements directs et de crédits à l'importation. Fin 1973, leurs engagements bruts envers les banques internationales, comme mentionné précédemment, représentaient environ un tiers de leur endettement extérieur global et se trouvaient, au total, presque compensés par leurs créances bancaires extérieures. Cette situation a commencé à se modifier rapidement à partir de 1974. Sous l'effet conjugué de l'alourdissement sensible des factures pétrolières et de la récession dans les pays industrialisés — liée elle-même à la fois directement et indirectement aux hausses du prix du pétrole — le déficit global des paiements courants des PVD non membres de l'OPEP était passé de \$7 milliards environ en moyenne annuelle sur la période 1970-73 à \$21 milliards en 1974 et à \$31 milliards l'année suivante. Tandis que les pays industrialisés étaient largement en mesure de financer, au cours de ces années, leurs déficits de paiements d'origine pétrolière en attirant les entrées directes de fonds de l'OPEP en quête d'emploi et en empruntant sur les marchés d'obligations internationales, les PVD non membres de l'OPEP, faute d'accroissements correspondants des apports de capitaux officiels, recoururent plus massivement au crédit bancaire international pour faire face à leurs besoins accrus de financement extérieur. Les banques internationales des principaux pays industrialisés, confrontées à la fois à de très importantes entrées de fonds en provenance des pays de l'OPEP et à une demande de crédit relativement modeste de leur clientèle résidente, avaient à la fois la possibilité et le désir de satisfaire les besoins de nombreux PVD (à l'exception cependant des plus démunis d'entre eux), en transformant des dépôts à échéance relativement courte en prêts à assez long terme par le biais de la technique des crédits «roll-over». En 1974-75, les engagements bruts des PVD à l'égard des banques déclarantes de la BRI doublèrent pratiquement, pour se situer à \$61 milliards, tandis que leur endettement bancaire net s'accroissait de \$21 milliards.

Comme les banques étaient donc plus sensibilisées à la situation des paiements internationaux du Tiers monde et qu'elles appliquaient des marges plus élevées aux nouveaux prêts, un certain nombre de PVD non membres de l'OPEP commencèrent, en 1976, à réagir au gonflement spectaculaire de leurs déficits en compte courant par des mesures de stabilisation interne. Sous l'effet conjugué de leur action et de la reprise de l'activité économique dans le monde industrialisé, le déficit global des paiements courants des PVD non membres de l'OPEP fut ramené à \$13 milliards en 1977, chiffre qui correspondait à peu près, en termes

réels, à son niveau moyen au cours des années antérieures au choc pétrolier de fin 1973. Ainsi, en 1976-77, ces pays furent en mesure de contracter auprès des banques de nouveaux emprunts d'un montant substantiel, qu'ils affectèrent pour une large part au renforcement indispensable de la position de leurs réserves

Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI¹ et les groupes de pays extérieurs à la zone, 1974-82 (estimations)

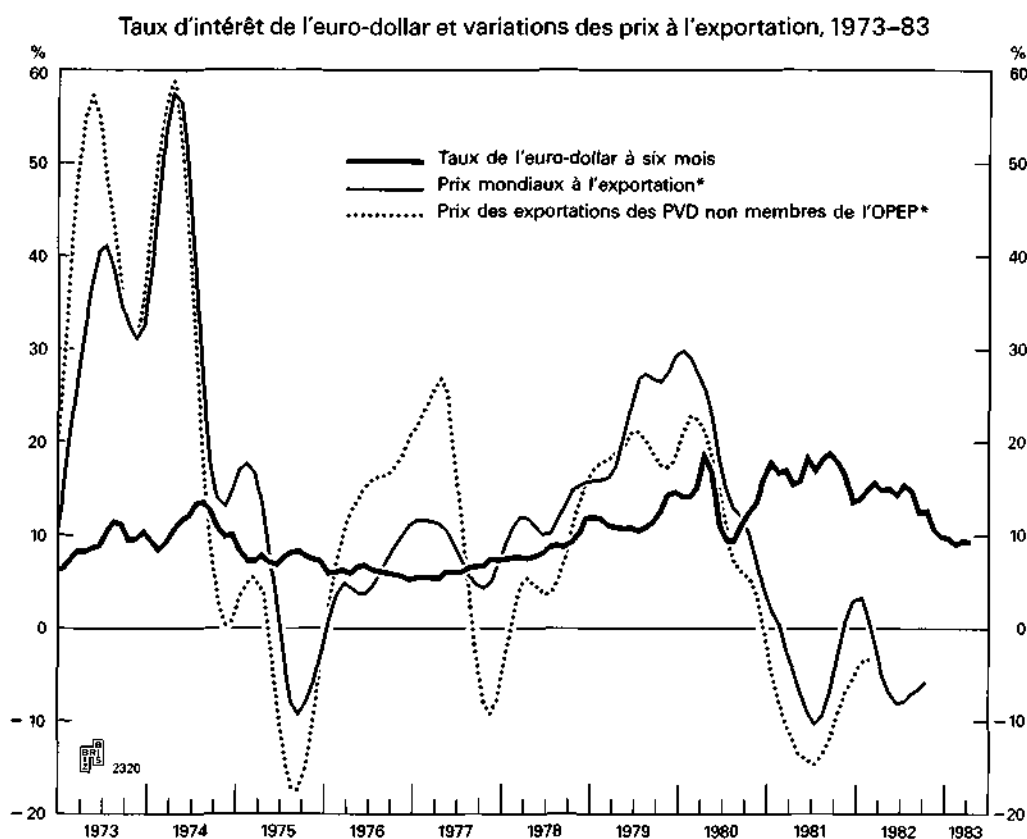
Postes	Stocks à fin 1973	Flux ² 1974-77 moyennes annuelles	Stocks à fin 1977 nouvelles séries	Flux ²					Stocks à fin 1982
				1978	1979	1980	1981	1982	
en milliards de dollars EU à taux de change constants en fin de trimestre									
Pays de l'OPEP³									
Dépôts (chiffres bruts)	16,0	14,8	77,9	3,3	37,4	41,8	3,3	-18,3	135,2
Emprunts (chiffres bruts)	6,5	7,0	39,1	16,7	7,2	7,0	4,3	8,1	78,6
Dépôts (chiffres nets) ⁴	9,5	7,8	38,8	-13,4	30,2	34,8	- 1,0	-26,4	56,6
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Réserves de change⁵</i>	12,6	14,3	69,6	-14,5	15,4	19,5	- 0,2	-11,1	78,7
<i>Balances des paiements courants</i>		41,0		4,5	62,0	114,0	63,0	- 3,0	
PVD non membres de l'OPEP⁶									
Dépôts (chiffres bruts)	27,5	8,1	60,7	14,6	12,3	4,0	9,4	4,2	101,0
Emprunts (chiffres bruts)	32,0	14,3	97,2	22,4	35,3	38,9	39,9	19,7	246,9
Dépôts (chiffres nets) ⁴	- 4,5	- 6,2	-36,5	- 7,8	-23,0	-34,9	-30,5	-15,5	-145,9
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Réserves de change⁵</i>	21,2	5,5	43,5	11,1	8,5	- 1,6	0,1	- 2,4	59,1
<i>Balances des paiements courants</i>		-21,0		-24,0	-40,0	-62,0	-67,0	-59,0	
Pays développés⁷									
Dépôts (chiffres bruts)	27,0	3,0	28,2	8,5	7,1	5,7	3,4	0,1	49,3
Emprunts (chiffres bruts)	23,0	11,3	55,5	5,7	7,5	15,4	16,7	16,0	112,0
Dépôts (chiffres nets) ⁴	4,0	- 8,3	-27,3	2,8	- 0,4	- 9,7	-13,3	-15,9	-62,7
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Réserves de change⁵</i>	23,5	- 0,4	15,7	6,3	3,5	1,3	- 1,5	1,2	26,6
<i>Balances des paiements courants</i>		-20,0		- 8,0	- 7,0	-15,5	-24,5	-24,0	
Europe de l'Est									
Dépôts (chiffres bruts)	4,5	0,7	8,4	1,7	4,6	0,9	0,1	1,9	16,4
Emprunts (chiffres bruts)	9,5	5,1	38,3	5,7	7,1	6,8	4,8	- 4,7	53,3
Dépôts (chiffres nets) ⁴	- 5,0	- 4,4	-29,9	- 4,0	- 2,5	- 5,9	- 4,7	6,6	-36,9

Remarque: la définition des pays en développement non membres de l'OPEP employée dans ce chapitre est différente de celle qui est utilisée au Chapitre V à deux égards: tout d'abord, elle ne comprend pas les centres bancaires offshore ni Bahreïn, Brunei et Trinidad et Tobago (qui sont inclus dans les pays de l'OPEP); ensuite, elle comprend Israël et les économies à planification centralisée de Chine, de Corée du Nord et du Viêt-Nam.

¹ Jusqu'en 1977, la zone déclarante de la BRI comprenait l'Allemagne, la Belgique-Luxembourg, le Canada, les Etats-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et les succursales des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. Par la suite, elle a également inclus l'Autriche, le Danemark et l'Irlande, ainsi que certaines opérations de caractère commercial en monnaie nationale, non comprises précédemment, pour les banques sises en France et au Royaume-Uni. Depuis décembre 1981, les banques situées aux Etats-Unis comprennent également les facilités bancaires internationales. ² Le total des chiffres de flux indiqués pour chacune des années considérées peut ne pas être nécessairement égal à la différence entre les montants des encours au début et à la fin de l'ensemble de la période, tant à cause de ruptures dans les séries que de la méthode utilisée pour le calcul des chiffres de flux. ³ Comprend, en outre, Bahreïn, Brunei, Oman, Trinidad et Tobago. ⁴ Un signe négatif (-) correspond à un emprunt net. ⁵ Aux taux de change courants. ⁶ Non compris les centres offshore. ⁷ Comprend jusqu'en 1977 l'Autriche, le Danemark et l'Irlande, considérés par la suite comme faisant partie de la zone déclarante.

internationales: sur un total de \$27 milliards d'emprunts bruts obtenus auprès des banques durant ces deux années, \$23 milliards allèrent grossir les réserves de change.

Les efforts d'ajustement entrepris avec succès par les pays en développement non membres de l'OPEP et l'absence de pertes sur les prêts internationaux eurent tendance à atténuer la perception, par les banques, des risques qu'elles encouraient et contribuèrent, à partir de 1977, à améliorer sensiblement le climat du marché favorable aux emprunteurs. Les liquidités qui alimentaient le marché des emprunteurs en 1977-78, lorsque les excédents de l'OPEP avaient temporairement disparu, provenaient essentiellement des importants déficits de la balance des paiements courants des Etats-Unis, ainsi que des sorties substantielles de capitaux des Etats-Unis, ce qui traduisait l'orientation relativement libérale de la politique monétaire de ce pays. Les déficits extérieurs américains à la fois réduisirent la demande de ressources de financement de la balance des paiements et augmentèrent l'offre de fonds disponibles pour des prêts au reste du monde. La concurrence à laquelle les banques se livrèrent pour développer leur activité internationale en 1978-79 réduisit leurs marges à des niveaux ne leur permettant guère de constituer des réserves et les amenèrent parfois à consentir des prêts sans trop se soucier de la situation et de la politique des pays emprunteurs. De plus, comme



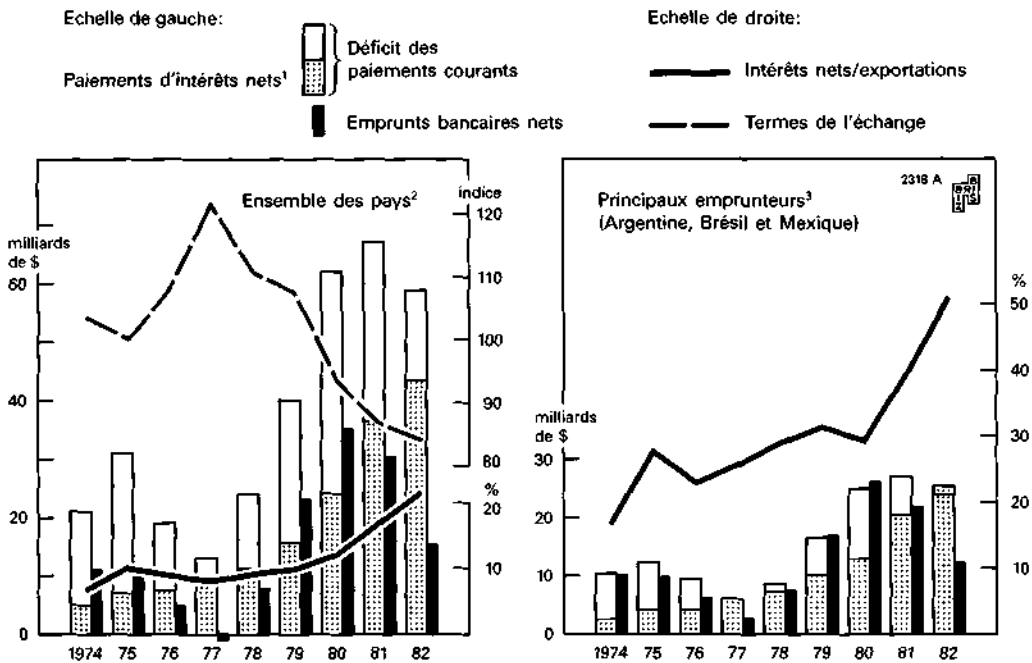
* Variations semestrielles annualisées de moyennes mobiles de trois mois.

on pouvait facilement se procurer ces fonds à des taux d'intérêt réels très bas, voire négatifs (mesurés par rapport à la valeur unitaire en dollars des exportations des emprunteurs), un nombre de plus en plus grand de PVD succombèrent à la tentation du surendettement.

Par conséquent, en 1978, malgré la quasi-disparition de l'excédent de l'OPEP, le déficit global des paiements courants des PVD non membres de l'OPEP recommença à se creuser, pour atteindre \$40 milliards en 1979, soit trois fois son niveau de 1977, par suite de la réapparition d'un important excédent de la balance des paiements de l'OPEP. En dépit de cette nouvelle et très forte augmentation de leurs besoins de financement extérieur, les PVD renforcèrent encore de près de \$20 milliards leurs réserves de change globales en 1978-79, étant donné surtout qu'ils avaient pu, en plus de leurs autres sources de financement, emprunter \$58 milliards aux banques durant ces deux années.

Fin 1979, les engagements bruts des PVD non membres de l'OPEP à l'égard des banques déclarantes de la BRI atteignaient \$156 milliards et leurs engagements nets \$67 milliards. Cependant, la situation de leur endettement extérieur paraissait toujours supportable dans l'ensemble. Entre 1975 et 1979, leur déficit global en compte courant, par rapport à leurs exportations totales, avait augmenté d'un peu plus de moitié, tandis que le total de leurs versements d'intérêts nets (également par rapport aux exportations) était resté plus ou moins inchangé - malgré la hausse des taux d'intérêt depuis 1977. Il y avait toutefois quelques

Facteurs influençant les besoins d'emprunt et le recours net au financement bancaire international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1974-82



¹ Les chiffres des versements d'intérêts nets sont en partie estimés. ² Emprunts bancaires nets, calculés en dollars constants. ³ Emprunts bancaires nets, calculés en dollars courants.

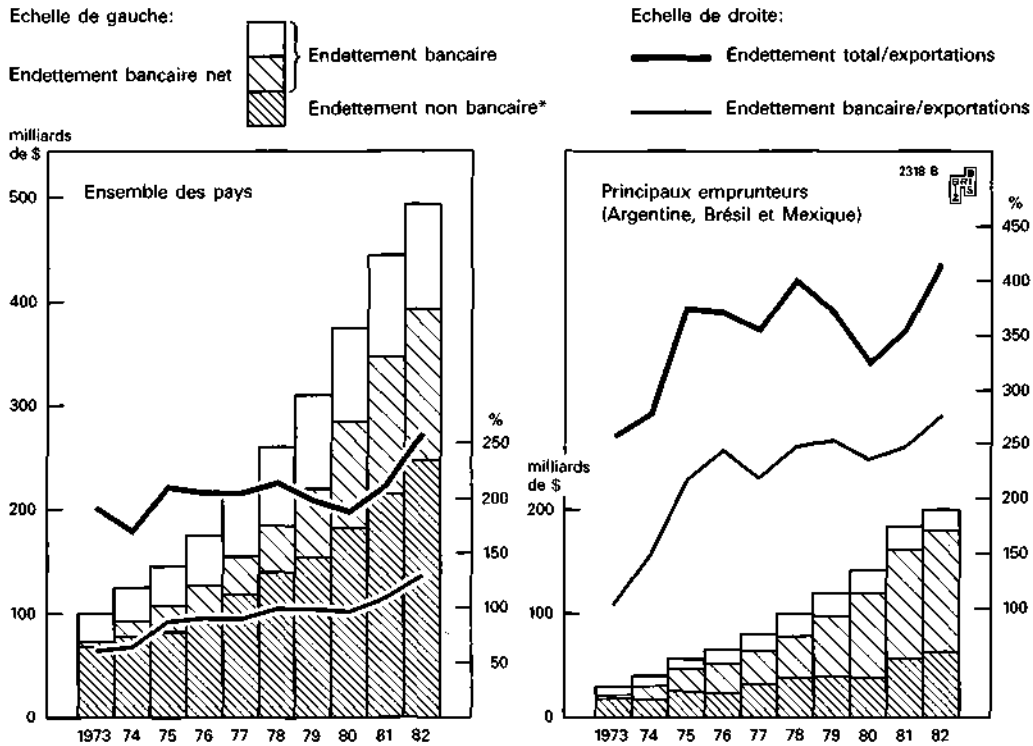
ombres au tableau. Fin 1979, le montant total de l'endettement brut des PVD non membres de l'OPEP à l'égard des banques déclarantes de la BRI était concentré, à raison de 52%, sur le Brésil, le Mexique et l'Argentine, alors que les versements d'intérêts nets de ces trois pays au reste du monde représentaient l'équivalent de près d'un tiers de leurs exportations de biens. Autrement dit, les possibilités de financer une nouvelle détérioration de la situation des paiements courants des principaux PVD débiteurs étaient plutôt limitées.

D'une manière plus générale, le financement massif des déficits des paiements des divers pays entre 1974 et 1979 par des fonds bancaires avait modifié le caractère de l'endettement international sous deux aspects importants: d'abord, la proportion de la dette extérieure assortie de taux d'intérêt variables avait sensiblement augmenté, rendant les pays débiteurs plus vulnérables aux hausses des taux d'intérêt; ensuite, l'échéancier de l'endettement international s'était raccourci par rapport à la situation antérieure à 1974. Ces évolutions augmentèrent la vulnérabilité des pays débiteurs durant la période troublée qui suivit. De plus, cette fragilité extérieure accrue des pays en développement non membres de l'OPEP, provoquée par leur recours massif au financement bancaire, fut amplifiée par le fait que leurs importations continuaient de se développer à des rythmes insoutenables, même dans l'hypothèse d'une conjoncture économique mondiale qui leur serait restée relativement favorable.

L'approche de la crise de 1982. Divers facteurs ont contribué à la grave détérioration de la situation financière internationale survenue par la suite. En premier lieu, la nouvelle flambée des prix du pétrole, qui s'était déjà amorcée au début de 1979, pour se poursuivre en 1980, entraîna, comme en 1974, un ralentissement de l'activité économique dans les pays importateurs de pétrole. En deuxième lieu, fait plus important, l'adoption généralisée de politiques résolument anti-inflationnistes dans les pays industrialisés eut des répercussions néfastes tant sur le commerce mondial que sur les termes de l'échange de nombreux pays emprunteurs, et son incidence sur les taux d'intérêt fit monter en flèche les coûts du service de la dette extérieure. Le facteur le plus déterminant, à cet égard, fut la modification de l'orientation et des techniques de la politique monétaire américaine à la fin de 1979, qui non seulement contribua à porter les taux d'intérêt en dollars à des niveaux sans précédents, mais joua aussi un rôle capital dans l'appréciation du dollar, monnaie dans laquelle est libellée la majeure partie de la dette internationale. En troisième lieu, certains troubles politiques rendirent les banques davantage conscientes des risques qu'elles encouraient dans leurs prêts internationaux.

Le déficit global des paiements courants des PVD non membres de l'OPEP s'accrut fortement, passant à \$62 milliards en 1980 puis à \$67 milliards en 1981, pour diminuer très légèrement à \$59 milliards en 1982, malgré une croissance économique pratiquement nulle. Grâce à la forte augmentation des valeurs unitaires, les recettes d'exportations de ces pays continuèrent de s'accroître rapidement en 1980, mais, par suite de l'affaiblissement de l'activité économique et des tendances croissantes au protectionnisme dans les pays industriels ainsi que de la chute des cours des matières premières, leur expansion se ralentit en 1981,

Evolution de l'endettement international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1973-82



* Les chiffres de l'endettement non bancaire sont en partie estimés.

pour faire place en 1982 à une baisse de 9% en valeur absolue. A cela vinrent s'ajouter les effets de la vive hausse des taux d'intérêt qui, du fait de l'importance des crédits «roll-over» et des engagements à court terme, se répercutèrent très rapidement sur la majeure partie de l'endettement bancaire des PVD non membres de l'OPEP. Sous l'influence conjuguée des taux d'intérêt élevés et de l'alourdissement continu de l'endettement, les versements d'intérêts nets de ces pays passèrent de \$11 milliards en 1978 à \$43,5 milliards en 1982. Cet accroissement de la charge financière priva les pays en développement non membres de l'OPEP d'une part importante du fruit de leurs efforts de stabilisation. Alors que leur déficit global en compte courant (hors versements d'intérêts) s'était aggravé de \$13 milliards en 1978 à \$38 milliards en 1980, ils sont parvenus à ramener ce déficit des paiements à \$15,5 milliards en 1982, malgré un environnement économique international très défavorable. Cet ajustement de \$22,5 milliards a cependant été neutralisé, à hauteur de \$19,5 milliards, par la nouvelle augmentation de leurs versements d'intérêts nets. Ce phénomène a été particulièrement prononcé dans le cas des trois principaux pays débiteurs d'Amérique latine. Entre 1980 et 1982, leur déficit global des paiements courants est demeuré pratiquement inchangé aux alentours de \$24 milliards; si l'on exclut les versements d'intérêts nets, on constate cependant que la balance de leurs opérations courantes est passée d'un déficit de \$12 milliards à un excédent de \$1,5 milliard.

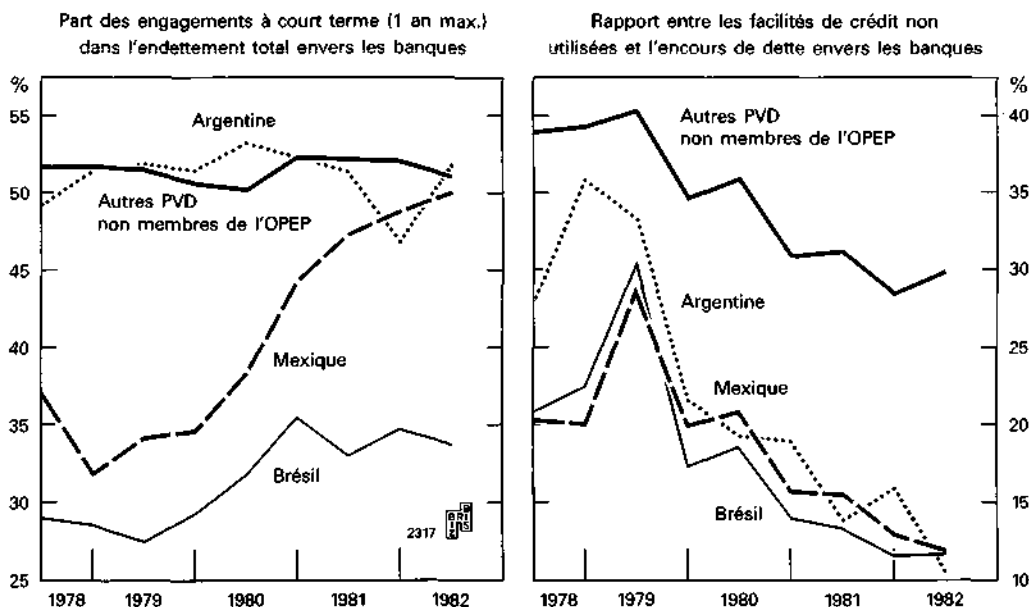
La conjonction d'un endettement extérieur croissant et de taux d'intérêt de plus en plus élevés a de nouveau fortement accru le poids relatif du service de la dette extérieure des PVD non membres de l'OPEP. Pour l'ensemble de ce groupe, le ratio versements d'intérêts nets/exportations, qui n'avait pas augmenté au total entre 1975 et 1979, a plus que doublé, pour avoisiner 23% fin 1982. Pour les trois principaux emprunteurs d'Amérique latine, ce ratio est monté à 51,5% en 1982, contre 31% en 1979.

La situation des paiements extérieurs des pays en développement non membres de l'OPEP a été aggravée par la baisse de leurs prix à l'exportation, qui a alourdi la charge financière de leur dette, plus encore en termes réels qu'en termes nominaux. En effet, par suite du fléchissement de leurs prix à l'exportation en 1981-82, la charge financière, qui était surtout constituée les années précédentes par des amortissements, a alors nécessité une véritable ponction sur les ressources des pays débiteurs, accroissant encore la valeur réelle de l'encours de leur dette, même en l'absence de nouveaux emprunts. Enfin, comme le montre le graphique de la page 139, étant donné que les déficits globaux des paiements courants des PVD non membres de l'OPEP ont essentiellement consisté en 1981 et 1982 en paiements d'intérêts nets, leurs nouveaux emprunts nets ne leur ont plus fourni un apport de ressources en capital, mais ont simplement servi à financer en partie la charge financière de leur dette existante.

Si l'on considère l'évolution postérieure à 1979 sous l'angle des banques, on constate qu'au début elles n'ont pas fortement réagi à la modification de la situation des paiements internationaux. Les banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse avaient, en 1979, procédé à une analyse de l'expansion rapide des prêts bancaires internationaux qui venait de se produire; reconnaissant que le recyclage de l'excédent renaissant de l'OPEP mettrait de nouveau fortement à contribution les banques des pays déficitaires, elles soulignaient, dans un communiqué publié à la mi-avril 1980, la nécessité de préserver la solidité et la stabilité du système bancaire international. A cet égard, elles réaffirmaient en particulier l'importance qu'elles attachaient au maintien, par les banques, de niveaux suffisants de fonds propres et de liquidités et rappelaient qu'elles devaient instamment éviter une concentration excessive des risques dans leur activité internationale.

En raison de l'ampleur persistante des afflux de nouveaux fonds qu'elles enregistraient, et compte tenu de la faiblesse relative de la demande de crédit de leur clientèle résidente et des résultats favorables obtenus jusqu'alors en matière de pertes dans leur activité internationale, la sensibilisation des banques aux risques s'est uniquement traduite au départ par une sélectivité un peu plus grande à l'égard des emprunteurs individuels. L'octroi de nouveaux crédits aux PVD non membres de l'OPEP s'est poursuivi, à un rythme moindre toutefois et bien inférieur à celui de l'accroissement des déficits des paiements courants de ces pays. Les pays déficitaires lourdement tributaires des importations de pétrole et ceux dont l'endettement extérieur avait déjà atteint des niveaux élevés durent accepter des marges plus importantes, mais les emprunteurs de première catégorie — au nombre desquels se trouvait jusqu'au milieu de 1981 le Mexique (grâce à ses ressources pétrolières) — purent obtenir des crédits à de meilleures conditions que

Caractéristiques de l'endettement bancaire extérieur de certains pays, 1978-82



Source: Statistiques semestrielles de la BRI sur la structure des échéances.

précédemment. Quelques banques de moindre importance commencèrent à se retirer des nouveaux prêts aux pays à haut risque, et, quand il devint difficile d'élargir la base des participations consortiales, les grandes banques recoururent à la technique des «club loans» ou accordèrent simplement des crédits individuellement. On peut ajouter que, si les autorités de contrôle avaient tendance à prôner la modération dans l'octroi de nouveaux prêts, les gouvernements n'hésitaient pas à solliciter parfois la participation des banques au financement de projets liés aux exportations.

Peut-être faut-il voir dans l'évolution des engagements de crédits bancaires internationaux non utilisés le signe le plus net d'un durcissement des conditions du marché. Leur proportion par rapport aux encours de crédit a commencé à diminuer très fortement au second semestre de 1979 et a continué de fléchir assez régulièrement jusqu'au milieu de 1982, dernière date pour laquelle des données sont disponibles. Là encore, le mouvement de contraction a été particulièrement prononcé dans le cas des trois principaux emprunteurs d'Amérique latine. Pour le Brésil, par exemple, la proportion des facilités de crédit non utilisées par rapport à l'encours de la dette de ce pays envers les banques de la zone déclarante de la BRI est tombée de 30% en juin 1979 à 12% au milieu de 1982. D'autre part, on n'a pas constaté de raccourcissement général de l'échéancier de la dette bancaire des pays en développement. Le Mexique a toutefois recouru considérablement aux emprunts à court terme à partir de 1979, de sorte que la part de la composante à court terme de son endettement à l'égard des banques de la zone déclarante de la BRI est passée de 34% à 50% environ au milieu de 1982; il convient néanmoins de noter qu'une partie de cet accroissement a pu être liée au financement des exportations de pétrole. De même, le Brésil, qui était disposé à

consentir aux banques des marges d'intérêt nettement plus élevées pour conserver son accès aux crédits internationaux, a accru la part de la composante à court terme dans son endettement bancaire total de 28% au milieu de 1979 à quelque 34% au milieu de 1982, pourcentage qui restait encore bien inférieur cependant à la moyenne des PVD non membres de l'OPEP.

Malgré la sélectivité accrue des banques dans leur politique de prêt et l'augmentation du coût des emprunts, les pays en développement non membres de l'OPEP les plus avancés sur le plan économique ont continué à préférer le crédit bancaire au recours au Fonds monétaire international pour couvrir leurs déficits des paiements courants. D'une part, le crédit bancaire n'était pas assorti de conditions de politique économique. D'autre part, au moins jusqu'à l'adoption par le Fonds, en septembre 1980, d'une politique d'accès élargi à ses ressources, l'usage maximum que les pays membres pouvaient faire de celles-ci semblait minime, surtout pour les principaux pays déficitaires, par rapport à l'ensemble de leurs besoins de financement extérieur et aux montants qu'ils pouvaient emprunter aux banques. Ce n'est donc qu'à partir du moment où l'accès au crédit bancaire est passé par le recours aux prêts conditionnels du FMI que l'utilisation des ressources du Fonds est devenue un instrument essentiel des stratégies de financement extérieur des pays débiteurs. Entre temps, toutefois, la position extérieure de certains gros débiteurs était déjà devenue critique.

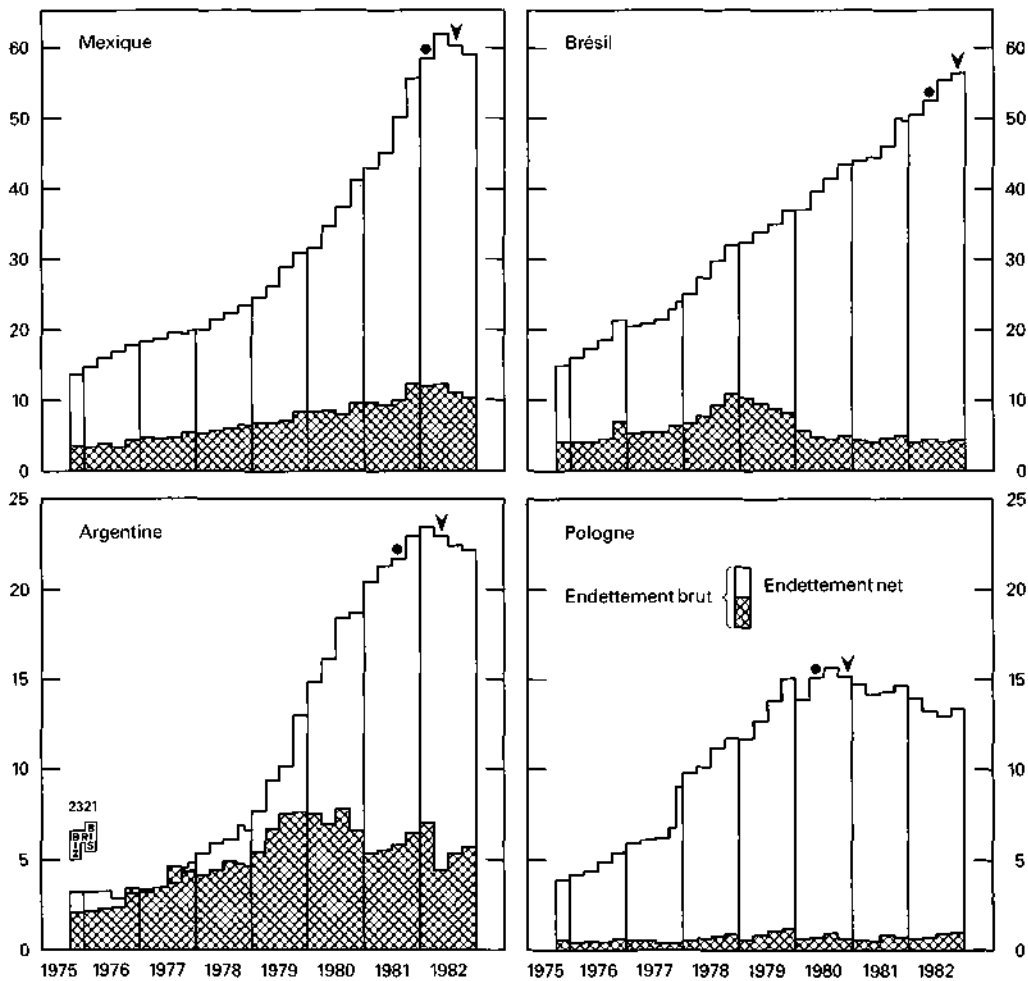
Un premier coup sérieux fut porté à la confiance du marché vers la fin de 1980, lorsque la détérioration de la situation économique de la Pologne, conjuguée aux troubles politiques, mit ce pays dans l'incapacité de faire face aux obligations de service de sa dette sans un rééchelonnement généralisé. De ce fait, les banques adoptèrent des politiques plus restrictives à l'égard des autres pays d'Europe de l'Est, dont la situation économique fondamentale était, pour certains, fort différente. Les nouveaux crédits aux pays d'Europe de l'Est, qui avaient atteint \$6,8 milliards en 1980, revinrent en 1981 à \$4,8 milliards, pour faire place, en 1982, à des retraits de fonds d'un montant de \$4,7 milliards. La principale victime de ce « syndrome de la régionalisation » fut la Hongrie qui, à la différence des autres pays d'Europe de l'Est, avait financé l'essentiel de son commerce extérieur par l'intermédiaire de l'euro-marché et contracté, pour ce faire, des dettes très importantes envers les banques, à court terme pour une bonne part. Bien que les autorités aient appliqué en 1979 un programme de stabilisation qui, dès 1981, avait permis d'inverser le déficit de la balance commerciale, l'augmentation des versements d'intérêts entraîna une détérioration sensible des paiements courants, qui fut encore aggravée, au premier trimestre de 1982, par des retraits considérables de fonds bancaires à court terme. Pour stabiliser la situation, des crédits de première urgence furent accordés par la BRI à la Banque Nationale de Hongrie; cette aide fut suivie de nouvelles mesures de stabilisation interne et d'un crédit du FMI, ce qui permit à la Hongrie d'obtenir des banques de nouvelles ressources.

Le deuxième coup infligé à la confiance du marché eut pour origine la crise des Falklands en avril 1982. Bien que l'Argentine ait affirmé son intention de respecter ses obligations financières, la guerre des Falklands affecta évidemment sa capacité d'assurer le service de sa dette. De plus, en faisant prendre davantage

conscience aux banques des risques qu'elles encouraient, d'une façon générale, à l'égard de l'Amérique latine, ce conflit a préparé le terrain à la propagation du syndrome de la régionalisation à cette partie du monde également, ce qui a rendu l'accès au crédit bancaire international plus difficile et plus coûteux pour les autres pays latino-américains.

En 1982, le climat du marché s'est, en outre, ressenti négativement de la profondeur et de la durée inattendues de la récession dans les pays industrialisés et, en particulier, de son impact croissant sur l'expérience des banques en matière de créances douteuses à l'égard de l'économie interne – et plus spécialement de certaines grosses sociétés emprunteuses – et sur l'évolution des exportations et de

Evolution de l'endettement bancaire brut et net de certains pays, 1975–82
en milliards de dollars EU



Remarque: Les flèches au sommet des colonnes montrent les trimestres au cours desquels des problèmes financiers ont surgi, tandis que les points indiquent les dernières données alors disponibles sur l'endettement bancaire. Les chiffres comprennent l'incidence des variations de change, mais n'englobent pas les positions à l'égard des banques sises en Suisse. Malgré ces imperfections, les graphiques montrent très clairement que, dans les quatre cas considérés, on peut observer une forte accumulation de dettes plusieurs années déjà avant le déclenchement des crises de paiements extérieurs.

la balance des paiements courants des pays en développement d'une manière générale. En outre, les faillites retentissantes de quelques établissements financiers, dues pourtant en grande partie à des facteurs spécifiques tels que la fraude et la faiblesse du marché pétrolier, alimentèrent les incertitudes au sujet de la solidité du système financier international.

La dernière atteinte au moral et au bon fonctionnement du marché international du crédit a été portée vers la fin de l'été 1982 par la crise des paiements extérieurs et de l'endettement du Mexique, déclenchée par une fuite massive de capitaux mexicains vers les Etats-Unis. A vrai dire, ces événements n'auraient pas dû constituer une surprise pour le marché. En prévision d'une augmentation régulière de ses recettes pétrolières, le Mexique avait adopté quelques années auparavant des politiques expansionnistes qui se seraient probablement avérées insoutenables même en présence d'une conjoncture mondiale plus favorable. Pour éviter toutefois de devoir se plier à des conditions plus onéreuses pour ses emprunts bancaires à plus long terme, le Mexique avait choisi de couvrir à court terme une part croissante de ses très importants besoins de financement extérieur, politique qui apparaissait déjà clairement avant l'éclatement de la crise — par exemple, dans les statistiques bancaires internationales publiées par la BRI. Néanmoins, en raison de la richesse pétrolière du pays et des possibilités qu'il offrait aux banques prêteuses en termes de volume d'activité et de bénéfices, celles-ci avaient continué d'accroître fortement leur engagement à l'égard du Mexique jusqu'au deuxième trimestre de 1982.

Lorsque la crise mexicaine éclata, une aide internationale officielle de première urgence fut mise sur pied avec rapidité et efficacité. Au début d'août 1982, la Banque du Mexique prélevait \$700 millions sur sa facilité de swap auprès de la Federal Reserve Bank of New York et, au milieu du mois, le gouvernement des Etats-Unis versait par anticipation \$1 milliard au Mexique au titre de ses futures importations de pétrole, en même temps qu'il fournissait des garanties financières pour \$1 milliard d'exportations de denrées alimentaires. En même temps, des négociations s'ouvraient entre la Banque du Mexique, les autorités monétaires américaines et la BRI pour l'octroi d'un crédit-relais, dans l'attente de la conclusion d'un accord entre le Mexique et le Fonds monétaire international sur un tirage dans le cadre de la Facilité élargie du Fonds. Le 30 août 1982, un crédit-relais de \$1.850 millions fut accordé à la Banque du Mexique, pour moitié par les autorités monétaires des Etats-Unis et pour l'autre moitié par la BRI. En décembre, le Mexique prélevait \$0,2 milliard sur la première tranche de crédit de sa quote-part au Fonds et recevait un crédit de \$3,8 milliards, utilisable sur trois ans, au titre de la Facilité élargie du Fonds.

La crise mexicaine a immédiatement donné naissance à un syndrome de la régionalisation en Amérique latine et menacé également d'accroître les problèmes d'un certain nombre de pays lourdement endettés dans le reste du monde. En septembre, la banque centrale d'Argentine effectuait une démarche auprès de la BRI pour obtenir un crédit-relais et entamait des négociations avec le FMI pour l'octroi d'un prêt. En janvier 1983, la BRI accordait à l'Argentine une facilité de \$500 millions, tandis que le FMI approuvait l'utilisation par ce pays des

ressources du Fonds pour un montant total de \$2,2 milliards, dont \$1,6 milliard au titre d'un accord stand-by.

Le principal pays latino-américain affecté par ce syndrome de la régionalisation a été le Brésil, qui, vers la fin de 1982, sollicitait une aide officielle internationale de grande envergure. En décembre, la BRI accordait à la banque centrale du Brésil un crédit-relais de \$1,2 milliard, porté ensuite à \$1,45 milliard, tandis qu'en février 1983 le FMI approuvait l'utilisation par le Brésil des ressources du Fonds pour un montant total de \$5,4 milliards, dont \$4,6 milliards au titre de la Facilité élargie.

L'aspect le plus délicat, à certains égards, de ces opérations internationales de sauvetage a été la mise sur pied de nouveaux crédits bancaires aux pays concernés, sans lesquels tous les programmes de financement se seraient révélés insuffisants. Les problèmes soulevés par la fourniture de nouvelles ressources bancaires, à des conditions considérées comme équitables par les banques elles-mêmes, étaient dus au fait qu'un nombre élevé de banques différentes appartenant à de nombreux systèmes bancaires se trouvaient déjà engagées à l'égard de ces pays et à la diversité considérable dans l'ampleur et la nature de ces engagements d'une banque à l'autre et d'un système bancaire à l'autre. De nouveaux crédits bancaires furent en fait mis sur pied pour le Mexique et le Brésil, à hauteur de \$5 milliards et \$4,4 milliards respectivement, et, dans les deux cas, la mise à disposition des crédits du Fonds était liée à la fourniture de nouveaux prêts bancaires, et vice versa. Dans le cas de l'Argentine, les banques avaient convenu, en décembre 1982, d'accorder un crédit-relais de \$1,1 milliard et fait savoir que l'octroi de fonds supplémentaires dépendrait de la possibilité pour ce pays d'accéder aux ressources du Fonds; de nouvelles lignes de crédit bancaire d'un montant de \$1,5 milliard sont toujours en cours de négociation.

Au printemps de 1983, environ vingt-cinq pays en développement non membres de l'OPEP, représentant les deux tiers de l'endettement total, à fin 1982, de ce groupe à l'égard des banques de la zone déclarante de la BRI, avaient entamé des négociations de rééchelonnement avec les banques, et nombre d'entre eux n'enregistraient plus aucun flux spontané de nouveaux fonds bancaires. Quatorze de ces pays recouraient aux crédits du FMI ou avaient formulé une demande dans ce sens. Par ailleurs, certains pays de l'OPEP, notamment le Venezuela et le Nigeria, se trouvaient confrontés à de graves difficultés de financement extérieur, tout comme la Yougoslavie, qui reçut une aide gouvernementale substantielle d'un certain nombre de pays ainsi qu'un crédit de la BRI. En outre, l'accès de la plupart des pays d'Europe de l'Est aux nouveaux crédits bancaires est resté très difficile. Cependant, malgré le tarissement presque complet des nouveaux prêts bancaires volontaires à l'Amérique latine et à l'Europe de l'Est et les retraits de fonds substantiels effectués sur l'euro-marché par les pays de l'OPEP et les autorités monétaires de certains autres pays, les emprunteurs de premier rang continuent d'accéder aisément au crédit bancaire international.

Appréciation et conclusions. Si l'on se place sous l'angle des emprunteurs pour évaluer, en termes macro-économiques, l'accroissement de l'endettement international durant la période 1974-82, il faut admettre que non seulement il n'y a rien

d'anormal dans les emprunts internationaux en tant que tels, mais qu'en outre ils peuvent être, et sont souvent, bénéfiques, à condition qu'ils n'hypothèquent pas indûment l'avenir du pays emprunteur. Cette condition est remplie dans la mesure où: (i) les fonds obtenus servent à accroître les investissements; (ii) les investissements profitent suffisamment aux industries d'exportation et/ou réductrices d'importations pour permettre au pays d'assurer le service de la dette extérieure qui en résulte et d'éviter une sévère détérioration de ses termes de l'échange; (iii) la productivité de l'investissement, compte tenu du point (ii) qui précède, est proportionnée à sa charge financière réelle. Il est évident que les emprunts internationaux contractés au cours des neuf dernières années n'ont pas satisfait à ces conditions sur certains points importants. D'une part, du fait des déficits — inévitables — des paiements courants induits par les prix du pétrole, une grande partie des emprunts n'ont pas donné lieu à des investissements internes, mais ont simplement constitué un financement supplémentaire de la balance des paiements. En outre, pour une bonne part, les emprunts contractés à des taux d'intérêt réels nuls ou presque auraient paru peu judicieux si l'on avait pu prévoir les niveaux atteints tout récemment par les taux d'intérêt. Du reste, même si les investissements visaient à renforcer le potentiel d'exportation des pays emprunteurs, la faiblesse actuelle de la demande mondiale et la propagation des tendances protectionnistes dans les pays industriels font que certains d'entre eux ne portent pas encore leurs fruits. Ainsi, avec le recul procuré par la situation actuelle de l'économie mondiale, on est bien amené à conclure que, depuis 1974, les emprunts internationaux n'ont pas toujours été très avantageux pour les pays débiteurs, même s'ils ont été dans une large mesure la conséquence inéluctable des deux vagues de hausses des prix pétroliers.

Si l'on considère l'évolution survenue depuis 1974 du point de vue des banques, le fait que tant de pays aient dû recourir à des opérations de rééchelonnement et/ou à une assistance officielle a amené certains observateurs à penser que, dans le passé, presque tous les prêts bancaires à certains groupes de pays ont été mal orientés ou irréfléchis. C'est là, pour le moins, un point de vue beaucoup trop catégorique. Il semble faire peu de cas de l'importance capitale du rôle d'intermédiaire joué par les banques internationales depuis 1974, et surtout après les chocs pétroliers successifs, dans le fonctionnement de l'économie mondiale et du système financier international.

L'un des reproches parfois formulés à l'endroit des banques est que leur réticence à accroître leur engagement international et, dans certains cas, les efforts entrepris pour le réduire, revenaient implicitement à admettre qu'elles avaient appliqué dans le passé des politiques erronées dans ce domaine. Dans une optique plus large, il peut être intéressant d'imaginer ce qui se passerait au niveau d'un pays si, en période de récession, les banques venaient brusquement à interrompre leur octroi de nouveaux crédits au secteur des entreprises et à couper les lignes de crédit à court terme existantes. Il en résulterait inévitablement un effondrement financier qui menacerait d'engloutir même des entreprises sainement gérées, notamment des banques, sans parler des effets secondaires qui s'ensuivraient sur la demande globale et la situation de l'économie toute entière. Un effondrement financier de cette nature ne permettrait donc guère de tirer des

conclusions quant à la qualité de l'allocation du crédit bancaire et des investissements des entreprises avant le déclenchement de la crise, alors qu'on pourrait en déduire avec certitude que de sérieuses erreurs ont été commises dans la gestion macro-économique.

Il ne saurait être question, cependant, de nier que les banques ont commis de graves erreurs dans leurs politiques de prêts internationaux, l'une, et non des moindres, ayant été de supposer que les prêts à des emprunteurs souverains sont d'une certaine façon moins risqués que, par exemple, les crédits aux entreprises. La situation actuelle, caractérisée par une récession mondiale et un manque de confiance, ne permet pas toutefois de porter un jugement objectif sur la conduite passée. En outre, alors que le service d'un crédit individuel doit être assuré sans que ce crédit soit toujours nécessairement renouvelé, dans un sens macro-économique l'octroi de crédits est forcément une opération à sens unique. Tout effort visant à l'interrompre en termes globaux, ou même à arrêter sa progression, aurait inmanquablement, en l'absence d'avertissements préalables, des conséquences financières et économiques encore plus graves au niveau international que dans une économie prise isolément.

Enfin, s'il est indéniable que depuis 1974 on a parfois constaté que les banques prêtaient trop généreusement et que les pays déficitaires se «surendettaient», il faut replacer ces phénomènes dans le contexte de l'évolution de la situation économique mondiale. Pendant la période de neuf ans allant de fin 1973 à fin 1982, le monde a d'abord connu une phase inflationniste assez intense, qui fut suivie, après la seconde vague de fortes hausses des prix du pétrole, d'un processus généralisé de désinflation dans les pays industrialisés. Dans ces conditions, il n'a pas toujours été facile d'évaluer judicieusement les perspectives économiques réelles. En particulier, les politiques expansionnistes poursuivies par les pays industrialisés en 1977-78 et, surtout, l'orientation de la politique monétaire américaine à cette époque, ont été en grande partie responsables de l'apparition, dès 1977, d'un marché d'emprunteurs pour les fonds bancaires internationaux, de sorte qu'il a été difficile, tant pour les pays emprunteurs que pour les banques, de faire preuve de la modération nécessaire. Le développement d'un tel marché et les hausses des prix du pétrole survenues ultérieurement ont contribué à l'apparition des problèmes actuels de l'endettement international.

Pour tenter de résoudre les problèmes apparus en 1982, les autorités, tant nationales qu'internationales, ont cherché à tout prix à empêcher un renversement des flux de crédits internationaux destinés aux pays à problèmes et à leur assurer un approvisionnement adéquat en nouveaux crédits. A cet effet, il a fallu parfois recourir à des mesures auxquelles on n'aurait jamais songé dans des circonstances normales et qui, dans une perspective à long terme, présentent certains inconvénients; d'autres éléments de la stratégie officielle utilisée pour maintenir les flux de crédits internationaux peuvent toutefois ouvrir la voie à des solutions à plus long terme.

Comme il était hors de question, compte tenu des montants en cause, de remplacer purement et simplement les fonds privés par des fonds officiels, la stratégie adoptée dans les cas les plus importants a consisté à assortir l'aide officielle,

sous forme essentiellement de crédits du FMI, d'une condition impliquant la poursuite de l'octroi de prêts bancaires. La nature conditionnelle des crédits du Fonds, liée à l'adoption de programmes déterminés de stabilisation économique par les pays débiteurs eux-mêmes, laisse espérer que les difficultés de paiements de ces pays seront surmontées et permet aux banques de poursuivre l'octroi de crédits sans trop de risques. La principale difficulté pour cette stratégie est de trouver un juste équilibre entre, d'une part, l'imposition aux pays débiteurs de programmes de stabilisation beaucoup trop onéreux, qui n'iraient dans l'intérêt ni de leur propre stabilité économique ou politique ni de l'économie mondiale dans son ensemble et, d'autre part, un laxisme excessif qui ne ferait que retarder l'échéance finale. Comme l'élaboration et la négociation des programmes de stabilisation sous les auspices du Fonds requièrent un certain temps, alors que les pays débiteurs éprouaient des besoins d'assistance très pressants, les autorités monétaires des pays industrialisés leur ont fourni, la plupart du temps par l'intermédiaire de la BRI, une aide à court terme pour parer au plus pressé. En outre, certaines banques centrales ont entrepris une action de persuasion directe auprès des banques placées sous leur juridiction pour qu'elles maintiennent leurs lignes de crédit à court terme auprès des pays débiteurs, et notamment auprès des établissements à l'étranger des banques originaires des pays qui avaient utilisé le marché monétaire international pour financer leur balance des paiements. Pour ce faire, elles sont même allées jusqu'à demander aux banques de reconstituer des lignes de crédit interbancaires à court terme qui avaient été épuisées antérieurement.

Les opérations de soutien énergiques menées par les gouvernements, les banques centrales et les institutions monétaires internationales ont permis de maintenir à flot le système financier international, étant donné surtout que les banques elles-mêmes sont pleinement conscientes que la seule façon de sauvegarder l'intégrité de leurs actifs est de continuer à accorder des prêts, leur principal problème étant de répartir judicieusement ce fardeau et d'être solidaires les unes des autres. En même temps, il est clair que ce type de prêt bancaire «induit» ne saurait être qu'une mesure conservatoire. Une véritable amélioration sur le marché du crédit international ne peut provenir que d'un redressement de la situation des paiements courants des pays débiteurs, qui dépend à la fois de leurs propres politiques de stabilisation et d'un climat économique mondial — et notamment de politiques commerciales appropriées dans le monde industrialisé — permettant d'assurer une croissance durable de leurs exportations.

Les marchés des obligations internationales

Les marchés des obligations internationales ont connu en 1982 une expansion sans précédent; le volume global des nouvelles émissions a en effet augmenté de près de 50%, pour passer de \$48,8 milliards au niveau record de \$71,7 milliards. Cette expansion a essentiellement porté sur le compartiment des euro-obligations, où les émissions ont progressé de près de \$20 milliards, pour atteindre \$46,5 milliards; le volume des émissions étrangères (\$25,2 milliards) n'a fait ressortir, en revanche, qu'une augmentation modeste de \$3,6 milliards.

Le rythme des émissions sur le marché euro-obligataire a été particulièrement soutenu au premier semestre de 1982, divers facteurs ayant joué en faveur de la demande d'obligations en euro-dollars: vigueur du dollar sur les marchés des changes, persistance de taux d'intérêt en dollars élevés et, dans une certaine mesure, anticipation d'une baisse de ces taux. De ce fait, les taux de l'euro-dollar consentis aux emprunteurs de premier rang ont fléchi bien en dessous des rendements correspondants aux Etats-Unis, et, par voie de conséquence, les emprunteurs ont eu tendance à se tourner vers le marché euro-obligataire au détriment du marché américain. Cela a été le cas, en particulier, des sociétés américaines qui, au premier semestre, ont effectué une proportion exceptionnellement importante — plus de 40% — de leurs émissions sur les marchés des obligations internationales.

Au troisième trimestre, le vif essor du marché financier des Etats-Unis et la réduction momentanée de l'écart favorable de ses taux d'intérêt par rapport à ceux du marché euro-obligataire ont ramené une bonne partie de cette activité sur le marché américain. Alors que le volume des émissions euro-obligataires s'est fortement contracté, les émissions étrangères aux Etats-Unis ont enregistré une vive reprise et les entreprises américaines ont principalement recouru au marché intérieur pour leur financement obligataire. Au quatrième trimestre, la prime de taux d'intérêt dont il fallait assortir les émissions aux Etats-Unis s'est accrue une fois de plus, incitant ainsi certains emprunteurs à se tourner de nouveau vers le marché euro-obligataire.

D'une manière générale, la demande des investisseurs en euro-obligations, et spécialement en instruments libellés en dollars, s'est sensiblement contractée au second semestre, en raison du vif recul des rendements par rapport au premier trimestre. Cette contraction semble avoir été due à la fois au mouvement de repli du dollar sur le marché des changes, qui a réduit les anticipations d'une nouvelle appréciation, et à la baisse des taux d'intérêt, qui atténuait l'espoir de réaliser des plus-values. Par contre, le retour à une courbe normale des rendements, résultant du fléchissement brutal des taux d'intérêt à court terme, a permis aux courtiers en obligations d'étoffer leurs portefeuilles.

La baisse des rendements obligataires au second semestre de 1982 a, bien évidemment, stimulé l'intérêt des emprunteurs, mais, dans le cas des sociétés américaines en particulier, l'accélération de l'activité d'émission s'est largement concentrée sur les marchés nationaux. En outre, le fort ralentissement des prêts bancaires internationaux a réduit les besoins de refinancement des banques elles-mêmes. Avec le mouvement de baisse des taux d'intérêt, cet élément a été l'un des principaux facteurs de la contraction sensible du volume des émissions d'obligations à taux d'intérêt variables entre le premier et le second semestre de 1982.

Sur l'ensemble de l'année, la très bonne tenue du marché euro-obligataire a de nouveau été due, pour une large part, à sa souplesse et à sa capacité d'innovation. Les obligations à coupon zéro ont été très bien accueillies par les investisseurs au début de l'année, avant que des modifications de la réglementation fiscale ne restreignent le marché de ce genre d'instruments. Une autre technique

fort prisée, surtout au second semestre, a été le «swap de taux d'intérêt», permettant aux banques de céder leurs propres instruments à revenu fixe contre des obligations à taux flottants de leur clientèle et d'obtenir ainsi des ressources à long terme à des taux d'intérêt variables, sans avoir à payer une prime sur le LIBOR. Parmi les autres instruments ayant bénéficié de la faveur du public l'an dernier, on peut citer les obligations à «warrants», les obligations à libération partielle et à paiement différé, les obligations assorties de swaps en devises et les obligations extensibles permettant aux investisseurs d'en prolonger l'échéance. D'autre part, au début du printemps de 1982, un allègement des formalités d'enregistrement par la Commission des opérations en bourse des Etats-Unis a facilité, dans une certaine mesure, l'accès au marché obligataire américain pour les emprunteurs étrangers et réduit ainsi l'avantage comparatif du marché euro-obligataire.

Emissions d'obligations internationales¹

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	1980	9.070	4.860	2.110	1.510	5.930	610	3.380	2.110
	1981	7.580	5.230	860	660	5.440	640	3.070	1.390
	1982	16.550	12.690	1.920	1.160	5.250	780	2.350	1.350
	1983/1	7.290	5.870	750	510	2.090	150	1.030	990
Canada	1980	1.440	1.150	60	100	1.740	1.500	160	320
	1981	5.010	4.060	130	20	5.950	4.800	870	1.040
	1982	6.920	5.600	100	180	4.440	2.700	1.330	790
	1983/1	940	600	80	40	1.020	730	290	100
Etats-Unis	1980	4.390	3.960	120	260	1.370		200	110
	1981	5.850	5.700	30	70	700		700	470
	1982	13.020	12.340	530	70	1.790		1.470	890
	1983/1	2.050	1.910	100	60	500		500	400
Autres pays développés ²	1980	2.260	1.220	780	170	2.620	-	2.310	1.950
	1981	3.260	2.520	230	200	3.040	320	2.370	1.920
	1982	3.860	3.050	480	270	5.740	400	4.440	3.200
	1983/1	1.440	980	370	-	2.550	-	2.380	1.840
Reste du monde	1980	1.180	750	390	-	570	80	140	130
	1981	2.300	2.040	90	210	1.120	440	80	350
	1982	2.820	2.510	220	-	520	-	200	310
	1983/1	40	-	40	-	140	-	-	40
Organismes internationaux	1980	2.170	1.710	-	530	6.700	900	1.340	3.230
	1981	3.180	2.000	40	1.150	5.330	1.380	1.080	870
	1982	3.280	2.490	-	150	7.460	2.150	1.530	1.010
	1983/1	990	600	-	60	1.820	400	170	120
Total des émissions placées	1980	20.510	13.650	3.460	2.570	18.930	3.090	7.530	7.850
	1981	27.180	21.550	1.380	2.310	21.580	7.580	8.170	6.040
	1982	46.450	38.680	3.250	1.830	25.200	6.030	11.320	7.550
	1983/1	12.750	9.960	1.340	670	8.120	1.280	4.370	3.490

¹ Sur la base des renseignements fournis par l'OCDE. ² Afrique du Sud, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande.

En ce qui concerne la répartition par monnaie des emprunts obligataires internationaux, l'année 1982 a été avant tout celle du dollar. Un pourcentage inhabituel d'émissions euro-obligataires a été libellé en dollars, et ce sous l'effet de plusieurs facteurs: fermeté de la devise américaine sur les marchés des changes, rendement élevé des placements en dollars, prime sur les rendements des instruments libellés en d'autres monnaies, même après le rétrécissement sensible des écarts de taux d'intérêt à court terme, enfin rôle prédominant des emprunteurs américains. Pour l'ensemble de l'année, la part du dollar dans le montant global des émissions euro-obligataires est passée de \$21,6 milliards à \$38,7 milliards. Les émissions étrangères sur le marché américain, malgré une accélération temporaire au troisième trimestre, sont revenues de \$7,6 milliards à \$6 milliards, en raison essentiellement de l'augmentation des charges d'intérêt.

Emissions d'obligations internationales par catégorie d'instruments

Postes	1980	1981	année	1982				1983
				premier trimestre	deuxième trimestre	troisième trimestre	quatrième trimestre	premier trimestre
en millions de dollars EU								
Total des émissions	39.440	48.760	71.650	19.880	18.720	17.290	15.760	20.870
<i>dont:</i>								
émissions classiques								
à taux fixe*	30.710	36.900	57.630	14.380	14.330	15.550	13.370	16.350
«notes» à taux variable . . .	4.820	7.450	11.390	4.130	4.070	1.360	1.830	3.140
obligations convertibles . .	3.910	4.410	2.630	1.370	320	380	560	1.380

* Y compris les obligations à coupon zéro et les placements privés.

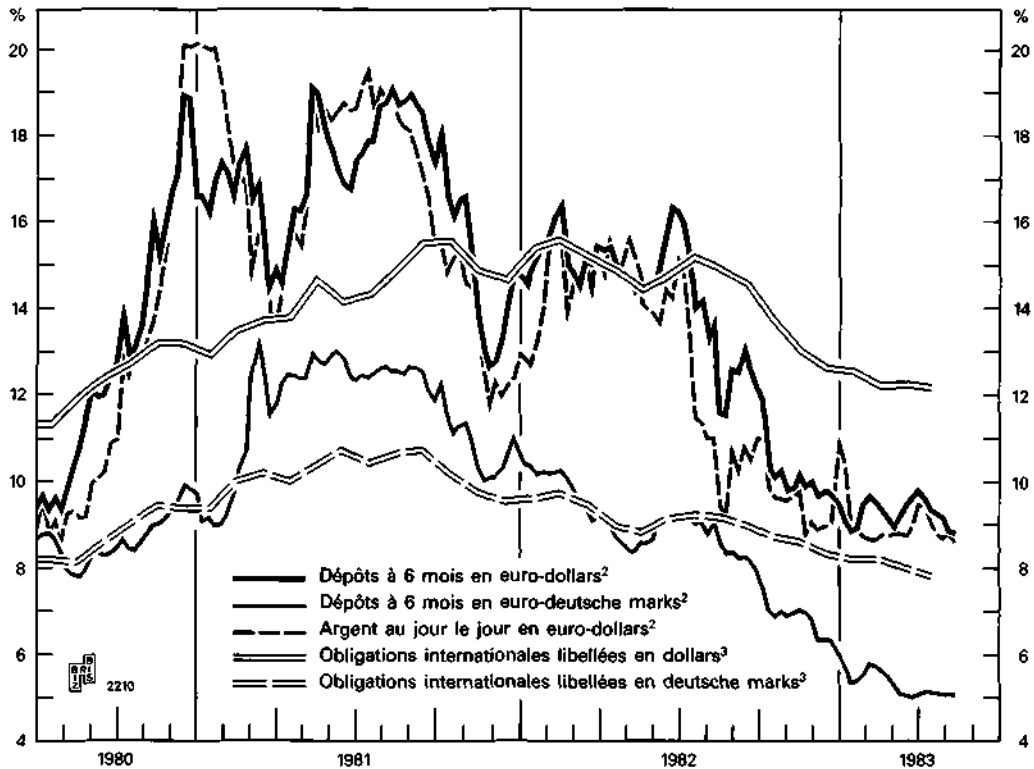
Les émissions en deutsche marks sur les marchés euro-obligataire et des obligations étrangères, qui avaient connu une année particulièrement néfaste en 1981, se sont accrues l'an dernier de \$2,8 milliards, pour passer à \$5,4 milliards, sans retrouver toutefois leurs niveaux de la fin des années soixante-dix. En Suisse, les émissions étrangères ont progressé de \$3,2 milliards et atteint ainsi \$11,3 milliards. En plus des emprunts traditionnels effectués par les organismes internationaux, qui se sont renforcés de \$1,1 milliard à \$1,5 milliard, le marché a enregistré un accroissement (de \$2,0 milliards à \$3,7 milliards) des émissions des emprunteurs japonais, attirés par le niveau relativement modeste des taux d'intérêt et les risques de change apparemment faibles.

Vers la fin de 1982 et au début de 1983, le raffermissement temporaire des monnaies européennes, conjugué aux efforts soutenus des organismes publics pour promouvoir ce marché, a favorisé la vive expansion des émissions libellées en unités monétaires européennes (Ecus), qui ont presque atteint \$1 milliard en 1982. Les emprunteurs ont vu dans ces émissions un moyen pratique pour diversifier les risques de change, tandis que les investisseurs, particulièrement dans les pays européens soumis à un contrôle des changes strict mais où l'achat de ces obligations est néanmoins autorisé, ont été attirés par la pondération dont le deutsche mark est assorti dans le panier de monnaies composant l'Ecu.

En ce qui concerne les catégories d'emprunteurs, l'un des traits dominants du marché, l'an dernier, a été une prise de conscience accrue des risques et une

préférence marquée pour les emprunteurs de premier rang. Cela s'est traduit par un élargissement des primes de rendement que divers groupes d'emprunteurs ont dû concéder. Les principaux bénéficiaires de cette évolution ont été les grandes sociétés américaines, dont le volume des émissions a progressé de \$8,3 milliards, pour atteindre \$14,8 milliards l'an dernier. En plus des emprunts du secteur privé, motivés en partie par la nécessité d'améliorer la situation des bilans, les autorités et divers organismes du secteur public ont également sollicité le marché à des fins budgétaires et de balance des paiements. Les principaux emprunteurs, après les entreprises américaines, ont été les sociétés canadiennes, qui ont absorbé \$11,4 milliards; le coût plus élevé des emprunts sur le marché des Etats-Unis pratiquement tout au long de 1982 explique pourquoi les emprunteurs ont obtenu l'essentiel de ces fonds sur le marché euro-obligataire, contrairement à ce qui s'était passé en 1981. Les organismes du secteur public français occupent la troisième place, avec \$7,9 milliards de nouvelles émissions sur les marchés internationaux, contre \$2,9 milliards en 1981. Parmi les autres emprunteurs des pays industriels, les sociétés japonaises ont également recouru davantage aux marchés internationaux; leurs émissions ont atteint \$6,2 milliards au total, dont une bonne partie a revêtu la forme de placements privés.

Taux des dépôts en euro-monnaies et rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux¹



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

Les problèmes auxquels les principaux pays en développement non membres de l'OPEP se sont trouvés confrontés au niveau de leurs paiements extérieurs ont provoqué leur quasi-disparition des marchés des obligations internationales au second semestre de 1982. Pour l'ensemble de l'année, la part des emprunts obligataires internationaux lancés par les pays en développement non membres de l'OPEP (à l'exclusion des centres offshore) a été inférieure à 4%, contre 6% en 1981; sur les \$2,8 milliards de nouvelles émissions, près de 60% ont été le fait du Mexique. Les organismes internationaux de développement ont tout juste maintenu leur part du marché à 10%, le volume de leurs émissions s'étant accru de \$5 milliards à \$7,3 milliards. La majeure partie de ces ressources a été, comme d'habitude, collectée sur les marchés nationaux.

En janvier 1983, le rythme des émissions sur les marchés obligataires internationaux s'est fortement accéléré. Malgré un certain affaiblissement ultérieur, lorsqu'il apparut que la baisse des taux d'intérêt en dollars allait tourner court, le volume global des émissions pour l'ensemble du premier trimestre a atteint un nouveau record de \$20,9 milliards, soit \$5,1 milliards de plus qu'au dernier trimestre de 1982, ce qui représente une progression de près d'un tiers. Les incertitudes croissantes entourant l'évolution tendancielle future des taux d'intérêt en dollars se sont traduites par une reprise des émissions d'obligations à taux flottants, dont le volume est passé de \$1,8 milliard à \$3,1 milliards. La vigueur des marchés des actions a été essentiellement à l'origine de l'expansion des émissions d'obligations convertibles, qui se sont accrues de \$0,6 milliard au dernier trimestre de 1982 à \$1,4 milliard pour les trois premiers mois de 1983.

VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Faits saillants

Le présent chapitre, qui porte essentiellement sur deux domaines principaux, les marchés des changes et la liquidité internationale, passe en revue l'évolution récente de la situation et examine certains aspects à plus long terme.

L'élément dominant de l'évolution des taux de change depuis la fin de 1981 a été la fermeté persistante, si ce n'est pendant une courte période vers la fin de 1982, du dollar EU par rapport aux autres grandes devises. Malgré la détérioration sensible de la balance des paiements courants des Etats-Unis, le dollar s'est apprécié en termes effectifs de près de 14% entre la fin de 1981 et le début de mai 1983, sous l'effet surtout des écarts de taux d'intérêt favorables à la monnaie américaine et des préoccupations suscitées par les répercussions des problèmes financiers de certains grands pays emprunteurs sur le système bancaire international. Le yen, en dépit d'amples fluctuations en valeur par rapport au dollar, est resté fondamentalement faible au cours de la période sous revue, en raison d'importantes sorties nettes de capitaux provoquées essentiellement par le niveau relativement bas des taux d'intérêt au Japon. La livre s'est assez fortement dépréciée au cours des derniers mois de 1982 et au début de 1983, du fait notamment du fléchissement des prix du pétrole; elle a toutefois regagné en partie, par la suite, le terrain perdu lorsque les prix du pétrole se sont stabilisés après mars 1983.

En Europe, étant donné la persistance d'écarts de taux d'inflation entre les pays participant au SME, la faiblesse relative du deutsche mark par rapport au dollar n'a pas pu empêcher l'apparition de tensions répétées au sein du mécanisme de change du SME au cours des dix-huit mois passés, et trois nouveaux réalignements des cours-pivots des monnaies participantes ont eu lieu entre février 1982 et mars 1983. L'analyse du fonctionnement du SME depuis mars 1979 donne à penser que son existence a contribué à une meilleure convergence, qui reste cependant insuffisante, des politiques économiques des pays membres et qu'elle a mis les relations de change entre ces pays à l'abri d'une instabilité à court terme.

L'examen des variations des taux de change bilatéraux du dollar EU par rapport au deutsche mark, au yen et à la livre depuis 1977 révèle que les fluctuations qui se sont produites ont été excessivement amples, à la fois en termes nominaux et réels. S'il est vrai que les autorités ne peuvent guère empêcher les taux de change de s'écarter sensiblement des parités de pouvoir d'achat en présence de chocs extérieurs importants, la situation est différente lorsque ce sont les politiques elles-mêmes qui engendrent des incertitudes au sujet des taux d'équilibre. En raison de la convergence à la baisse des rythmes d'inflation dans les principaux pays industriels, une meilleure coordination des politiques de taux de change, comportant certaines interventions concertées sur le marché, pourrait aider à atténuer partiellement les incertitudes qui ont fortement contribué à l'instabilité des taux de change au cours de ces dernières années.

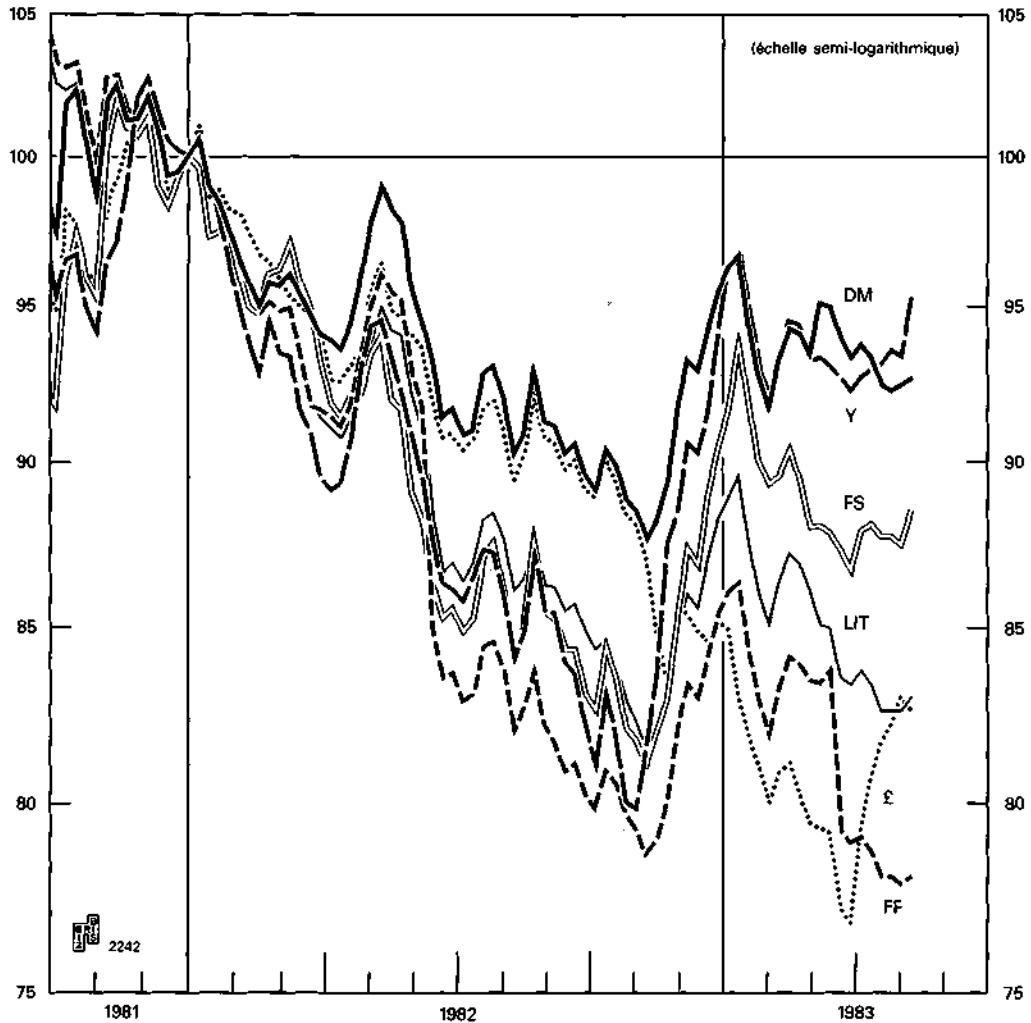
L'évolution de la situation en matière de liquidité internationale a été, à certains égards, semblable en 1982 à celle de l'année précédente: diminution des réserves globales (à l'exclusion de l'or) des divers pays (et notamment, pour la première fois depuis 1978, des réserves globales des pays de l'OPEP); transferts d'avoirs de change des marchés internationaux vers les Etats-Unis; poursuite de l'accroissement de la dette extérieure de nombreux pays. Ces développements sont intervenus après une période d'énorme accroissement des réserves globales dans les années soixante-dix, accompagné, dans un grand nombre de pays, et notamment dans le Tiers monde, d'une augmentation plus importante encore de leur endettement bancaire international. Cependant, par suite de la détérioration sensible du climat sur les marchés du crédit international l'an dernier, un certain nombre de pays en développement ont vu se fermer l'accès à de nouveaux crédits internationaux. L'année 1982 a donc été marquée par un recours fortement accru des pays au FMI, et la huitième révision générale des quotes-parts du Fonds a été achevée plus tôt que prévu initialement, l'accord conclu portant sur une augmentation de 47% des quotes-parts totales. S'il n'y a pas pour l'instant pénurie de liquidité internationale à l'échelle mondiale, la situation de nombreux pays en développement restera néanmoins très difficile dans un avenir prévisible.

Evolution des taux de change

Les monnaies flottantes. L'évolution des principales monnaies sur les marchés a été dominée, pendant la majeure partie de la période sous revue, par la vigueur persistante du dollar EU. Malgré un net affaiblissement à la fin de l'année 1982, il s'est revalorisé au total de près de 14% en termes effectifs entre la fin de 1981 et le début de mai 1983. Cette vigueur a persisté, malgré une forte baisse des taux d'intérêt à court terme en dollars à partir du milieu de 1982, accompagnée d'une détérioration marquée de la balance des paiements courants des Etats-Unis.

Le dollar, qui avait traversé une période de relative faiblesse au cours des quatre mois précédents, a commencé de se redresser en décembre 1981 et continué de se raffermir jusqu'à la mi-avril 1982. Son taux de change effectif était alors supérieur d'environ 12% à son niveau de fin novembre 1981. Cette revalorisation du dollar était principalement due à l'élargissement sensible des écarts de taux d'intérêt en faveur de la monnaie américaine, sous l'effet à la fois de la reprise de la hausse du loyer de l'argent aux Etats-Unis et de la poursuite de la baisse des taux dans un certain nombre d'autres grands pays industriels. Les écarts entre les taux de l'euro-dollar à trois mois et les taux correspondants sur le deutsche mark et le yen, qui étaient de 1½ et 4½ points de pourcentage respectivement en novembre 1981, se sont élargis à 6¼ et 8¾ points au milieu d'avril 1982. Le yen, qui s'était senti de sorties massives de capitaux, a été particulièrement faible au cours de cette période et, en avril, il avait fléchi de 14% vis-à-vis du dollar par rapport à la fin de novembre 1981. La dépréciation des autres grandes monnaies n'a pas été aussi marquée: à leurs niveaux minimaux d'avril 1982, le deutsche mark, la livre et le franc suisse avaient enregistré des baisses de 9,2%, 10,9% et 11% respectivement à l'égard du dollar.

Variations des taux de change bilatéraux par rapport au dollar EU
dans certains pays industriels, 1981-83
Moyennes hebdomadaires, indices: fin 1981 = 100



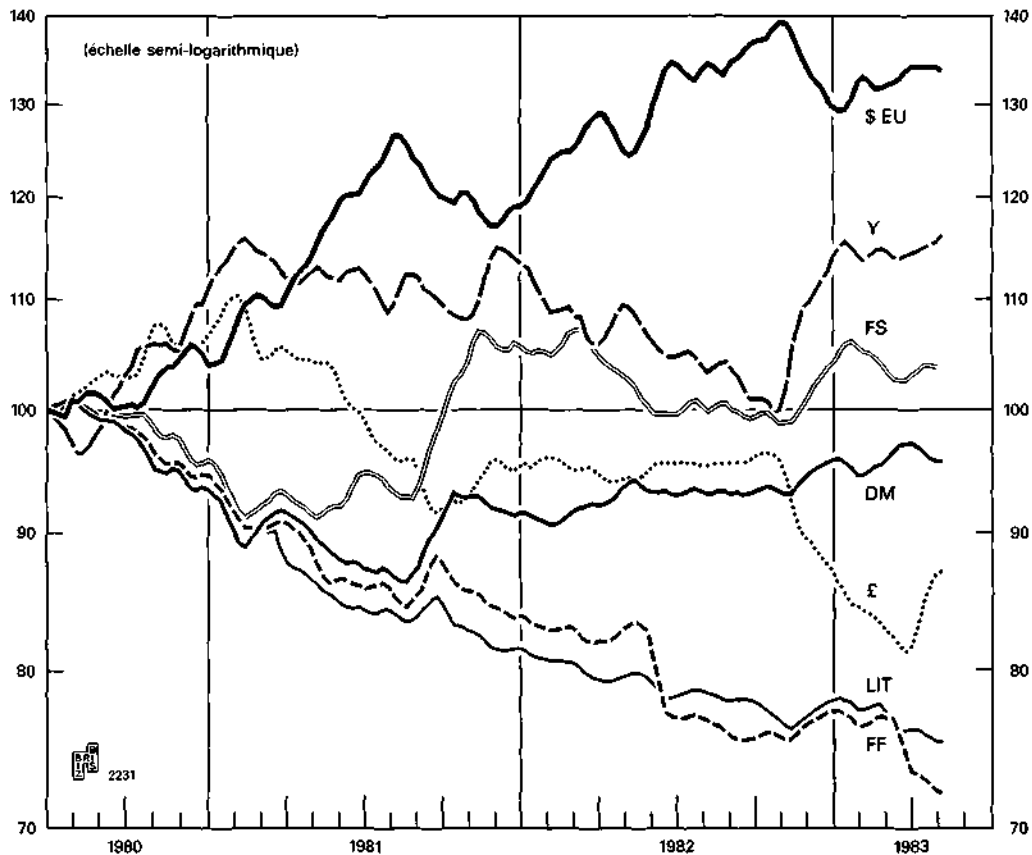
La tendance ascendante du dollar EU s'est brièvement interrompue au printemps, sous l'influence d'une détente des taux d'intérêt américains et de l'anticipation de mesures officielles visant à réduire le déficit budgétaire des Etats-Unis. Bien que plusieurs pays d'Europe continentale aient profité de ce nouvel état d'esprit du marché pour assouplir davantage leur politique monétaire, le dollar a perdu près de 5% en termes effectifs entre la mi-avril et la mi-mai. Le mouvement de baisse des taux d'intérêt américains à court terme s'est arrêté en mai, pour s'inverser légèrement en juin. Le dollar s'est alors rapidement redressé et, malgré un nouveau rétrécissement marqué des écarts de taux d'intérêt à court terme favorables à la monnaie américaine – entre le milieu de l'année et la mi-août, les taux d'intérêt à court terme en dollars ont fléchi de plus de 6½ points de pourcentage – il a continué de s'apprécier jusqu'au début de novembre. A ce

moment, son taux de change effectif avait augmenté de 14% par rapport à la mi-mai et de près de 50% par rapport au creux d'octobre 1978. Cette appréciation considérable ne pouvait pas être attribuée à un changement de la situation fondamentale – la balance américaine des transactions courantes est devenue largement déficitaire au cours du deuxième semestre de 1982, après deux ans et demi d'excédent – de sorte qu'en novembre 1982 le cours du dollar se trouvait à un niveau élevé mais vulnérable. Les divers facteurs qui ont contribué à la fermeté du dollar ont été notamment le recul rapide de l'inflation aux Etats-Unis et le sentiment que les possibilités de voir la baisse des taux en dollars se poursuivre, après le recul important enregistré en juillet et en août, étaient réduites, en raison surtout de la perspective de déficits budgétaires encore plus importants. En outre, la demande de dollars a été stimulée par les préoccupations au sujet de la stabilité du système financier international qui se sont fait jour à la suite des graves problèmes de financement extérieur du Mexique et d'autres pays en voie de développement.

Parmi les autres grandes monnaies, le yen a été à la fois la plus faible et la plus instable. De la mi-mai au début de juillet, son taux de change contre dollar a

Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-83

Moyennes sur trois semaines, indices: fin juin 1980 = 100



baissé d'environ 11%, revenant de Y 232 à près de Y 260. Après un redressement de courte durée, il a de nouveau fléchi et se situait, à la mi-août, à un minimum de Y 265. Il s'est ensuite apprécié de 5½% en huit jours, pour retomber au début de novembre à Y 278,10, son cours le plus bas depuis mai 1977, inférieur de près de 17% à son niveau de la mi-mai 1982. Cette faiblesse prononcée, au moment où le taux d'inflation au Japon était plus faible qu'ailleurs et où la balance des paiements courants demeurait excédentaire, s'expliquait par le volume très important des sorties nettes de capitaux à long terme, liées essentiellement au faible niveau des taux d'intérêt internes.

Après le yen, c'est le franc suisse qui s'est avéré être la monnaie la plus faible au cours de cette période. En présence d'un taux d'inflation interne relativement élevé pour la Suisse et de taux d'intérêt comptant parmi les plus bas des pays industrialisés, le cours du franc contre dollar a fléchi de 15,2% entre le début de mai et la deuxième semaine de novembre. De plus, son cours par rapport au deutsche mark, qui était retombé de son maximum de FS 0,785 à la mi-mars à FS 0,837 à la fin d'avril, a encore régressé, pour revenir à FS 0,863 durant la première semaine de novembre. Le deutsche mark s'est affaibli de 12,2% par rapport au dollar au cours de cette période, mais s'est apprécié à l'égard d'autres monnaies, celles en particulier qui participent au mécanisme de change du SME, de sorte que son taux de change effectif est resté très stable. Le cours deutsche mark/dollar n'a pas seulement été affecté par les écarts de taux d'intérêt, mais également par les incertitudes politiques internes et les tensions croissantes sur les marchés des crédits internationaux. Vis-à-vis des autres devises, le deutsche mark a bénéficié d'une nouvelle amélioration de la balance allemande des transactions courantes ainsi que d'un taux d'inflation comparativement faible.

La livre a été la moins affectée par la vigueur du dollar entre la mi-mai et la mi-novembre 1982. Elle a fléchi d'environ 10% par rapport à la monnaie américaine, mais son taux de change effectif est resté stable. Elle a été soutenue par l'excédent persistant de la balance britannique des opérations courantes, par la confiance du marché dans les politiques anti-inflationnistes du gouvernement — qui ont permis de ramener la hausse des prix à moins de 10% — et par le raffermississement temporaire des prix du pétrole provoqué par les événements au Moyen-Orient.

Cependant, à la fin de 1982, l'opinion du marché à l'égard du dollar s'est temporairement modifiée, et le taux de change effectif de la monnaie américaine a régressé de près de 9% entre le début de novembre 1982 et le début de janvier 1983. Cette évolution a été due à divers facteurs. En premier lieu, les indications d'une nette détérioration de la balance américaine des transactions courantes et les prévisions officielles d'un déficit très important en 1983. En second lieu, les baisses successives du taux d'escompte officiel, parallèlement à l'accroissement assez rapide des agrégats monétaires, ont été interprétées par le marché comme le signe d'un assouplissement de la politique monétaire américaine. En troisième lieu, les préoccupations au sujet du système financier international se sont dissipées par suite de l'adoption de diverses mesures pour faire face aux problèmes d'endettement.

Les autres grandes devises se sont appréciées de façon très différente vis-à-vis du dollar au cours de ces deux mois. L'appréciation la plus forte, égale à 22%, a été enregistrée par le yen. Le resserrement de l'écart entre les taux d'intérêt en dollars et en yens et le sentiment du marché que le yen était tombé à un niveau manifestement trop bas ont provoqué une inversion rapide des sorties de capitaux du Japon constatées auparavant. Le deutsche mark et le franc suisse se sont appréciés de 11,3% et 16,3% respectivement au cours de cette période, et les autorités allemandes et suisses ont profité de la plus grande fermeté de leur devise pour assouplir davantage les conditions monétaires internes.

La livre, par contre, a fléchi vis-à-vis du dollar et a donc accusé un recul encore plus important à l'égard des autres grandes monnaies. Cette faiblesse a été due surtout à la perspective d'une baisse des prix du pétrole et aux préoccupations grandissantes suscitées par l'ampleur de son appréciation antérieure. Au début de janvier 1983, la livre avait baissé de 3,5% vis-à-vis du dollar par rapport à son niveau du début de novembre 1982, tandis que son taux de change effectif avait fléchi de 9,5%.

Au début de 1983, les mouvements des taux de change ont été caractérisés dans l'ensemble par un raffermissement du dollar. Les espoirs d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt américains s'étant dissipés devant la poursuite de l'expansion rapide des agrégats monétaires aux Etats-Unis, la plupart des grandes monnaies ont reculé d'environ 6% par rapport au dollar entre le début de janvier et le début de février. L'anticipation d'un réajustement des cours-pivots au sein du SME a provoqué ultérieurement une appréciation du deutsche mark. Bien que cette tendance se soit partiellement inversée après le réaligement, le deutsche mark a regagné en partie le terrain perdu lorsque le reflux des capitaux spéculatifs s'est atténué et, à la mi-mai, la monnaie allemande s'échangeait à environ DM 2,46 pour un dollar, soit quelque 5% en dessous de son cours du début de janvier. Le yen s'est inscrit en recul de 5¼%, en l'espace de deux semaines, par rapport à son maximum du début de janvier 1983. Si, pendant les trois mois suivants, il n'a affiché aucune tendance particulière, au début de mai, il s'est apprécié par rapport au dollar. La livre a continué de s'affaiblir et, à la fin du mois de mars, lorsqu'elle a été soumise à des pressions liées à la baisse du prix officiel du pétrole brut de l'OPEP, elle cotait quelque \$1,46, soit 10,5% de moins que son niveau du début de janvier. Cependant, comme les perspectives d'une poursuite de la baisse des prix du pétrole s'atténaient, la devise britannique s'est fortement redressée à la mi-mai, pour atteindre \$1,56. Ces fluctuations, ainsi que les réaligements intervenus au sein du SME, se sont traduits par une appréciation de 5% du taux de change effectif du dollar EU entre le début de janvier et la mi-mai.

En plus des principaux mouvements des cours de change décrits précédemment, les marchés ont de nouveau été affectés par une grande instabilité des cours d'un jour à l'autre durant la période sous revue. Cela a été particulièrement vrai du cours au comptant yen/dollar, dont les fluctuations moyennes d'un jour à l'autre (plus de 0,6%) en 1982 ont été plus fortes qu'en n'importe quelle autre année depuis le passage au flottement. Dans le cas du deutsche mark et de la livre,

Variabilité quotidienne de certains cours de change au comptant du dollar*

Années ou trimestres	Deutsche mark	Livre sterling	Yen
1973-79 (moyenne)	0,40 (0,36)	0,30 (0,27)	0,29 (0,25)
1980	0,47 (0,42)	0,37 (0,35)	0,52 (0,45)
1981	0,73 (0,67)	0,65 (0,57)	0,55 (0,52)
1982	0,55 (0,53)	0,46 (0,40)	0,64 (0,61)
1982 1 ^{er} trimestre	0,51 (0,40)	0,45 (0,33)	0,65 (0,45)
2 ^{ème} trimestre	0,57 (0,54)	0,44 (0,40)	0,61 (0,56)
3 ^{ème} trimestre	0,63 (0,59)	0,52 (0,47)	0,61 (0,53)
4 ^{ème} trimestre	0,49 (0,39)	0,45 (0,38)	0,68 (0,46)
1983 1 ^{er} trimestre	0,62 (0,59)	0,46 (0,32)	0,62 (0,59)

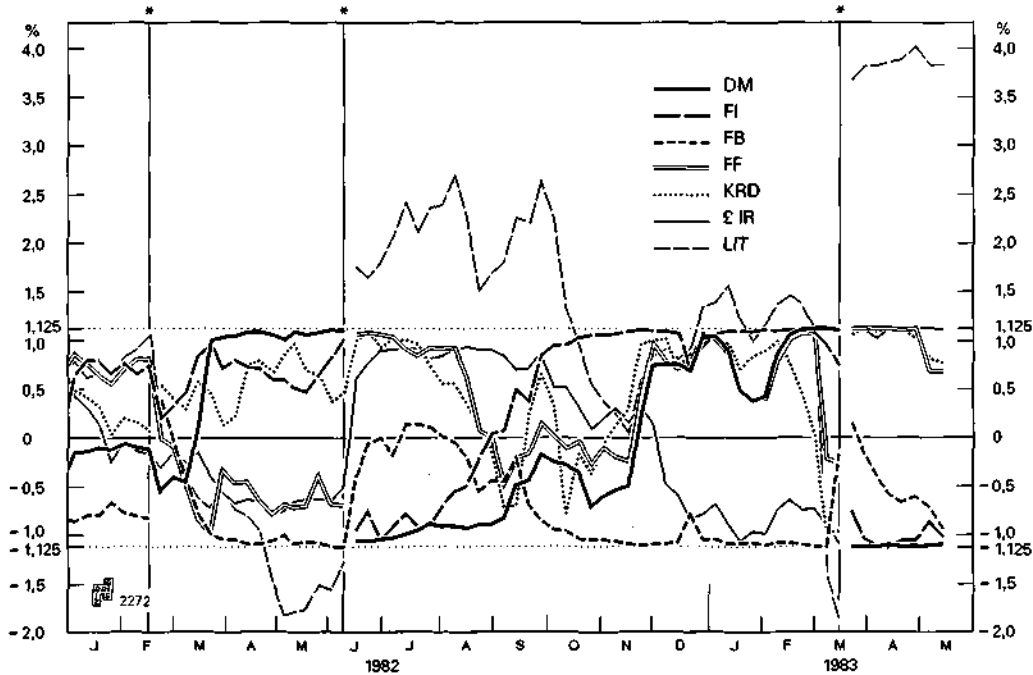
* La variabilité est mesurée par la moyenne en valeur absolue des variations quotidiennes en pourcentage. Les chiffres entre parenthèses sont corrigés du facteur tendanciel au cours de la période considérée et indiquent ainsi le degré des mouvements «excessifs».

L'instabilité des cours de change au comptant en dollars a été nettement moindre l'an dernier qu'en 1981, mais encore bien supérieure à la moyenne des années 1973-79.

Evolution des taux de change au sein du SME. Durant la période sous revue, des tensions répétées se sont produites au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen, par suite de la persistance de divergences dans les résultats économiques des pays participants, ce qui a donné lieu à trois nouveaux réaménagements des parités depuis le début de l'année 1982. A compter du 22 février 1982, le franc belge et la couronne danoise ont été dévalués de 8,5% et 3% respectivement vis-à-vis des autres monnaies participantes. Avec effet au 14 juin 1982, le deutsche mark et le florin néerlandais ont été réévalués de 4¼%, tandis que le franc français et la lire italienne ont été dévalués de 5¾% et 2¾% respectivement vis-à-vis de l'ensemble des autres monnaies participantes. Enfin, à partir du 21 mars 1983, le deutsche mark, le florin néerlandais, la couronne danoise et le franc belge ont été réévalués de 5,5%, 3,5%, 2,5% et 1,5% respectivement, tandis que le franc français et la lire italienne ont été dévalués de 2,5% et la livre irlandaise de 3,5%.

Au début de 1982, le franc belge a été la monnaie la plus faible du système. Néanmoins, sa dévaluation de février n'a pas été la conséquence de pressions immédiates du marché, mais faisait partie d'un programme de stabilisation économique à plus long terme; la dévaluation de la couronne danoise, qui se situait au milieu de la bande avant le réajustement des parités, constituait une mesure préventive. Après un redressement temporaire, le franc belge est toutefois retombé à la mi-mars à sa limite inférieure, où il est resté la plupart du temps jusqu'au réajustement de juin. Le deutsche mark et le florin néerlandais sont redevenus les monnaies les plus fortes, la devise allemande atteignant à plusieurs reprises son point supérieur d'intervention. Le franc français est descendu jusqu'à son point inférieur d'intervention à la mi-mars, puis s'est quelque peu redressé, grâce à un nouveau relèvement des taux d'intérêt internes et à un renforcement du contrôle des changes; au début de juin, il s'est de nouveau trouvé soumis à des pressions et n'a dû qu'à d'importantes interventions officielles de ne pas descendre jusqu'à sa limite inférieure.

Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1982-83
Moyennes hebdomadaires (en %) des monnaies participantes par rapport à leurs points d'intervention.



* Réalignements des cours-pivots avec effet au 22 février 1982, 14 juin 1982 et 21 mars 1983.

Immédiatement après le réalignement de juin, le deutsche mark et le florin néerlandais se sont trouvés relégués au bas de leur bande de fluctuation, tandis que le franc français se situait à son point supérieur d'intervention et le franc belge vers le milieu de la bande. Cette situation n'a cependant pas duré. Dans la deuxième quinzaine d'août, le franc français et le franc belge ont commencé l'un et l'autre à perdre du terrain, étant donné que le deutsche mark se raffermissait temporairement vis-à-vis du dollar EU. L'abaissement des taux d'escompte officiels en Allemagne et aux Pays-Bas n'a entraîné qu'un répit de courte durée, et, dans la seconde moitié de septembre, le franc belge est redevenu la monnaie la plus faible du système, se situant par la suite au voisinage de son point inférieur d'intervention. Le nouvel accès de faiblesse du franc français ne s'est pas pleinement reflété dans ses cotations sur le marché, car il a été maintenu vers le milieu de la bande grâce à de fortes interventions à l'intérieur des marges.

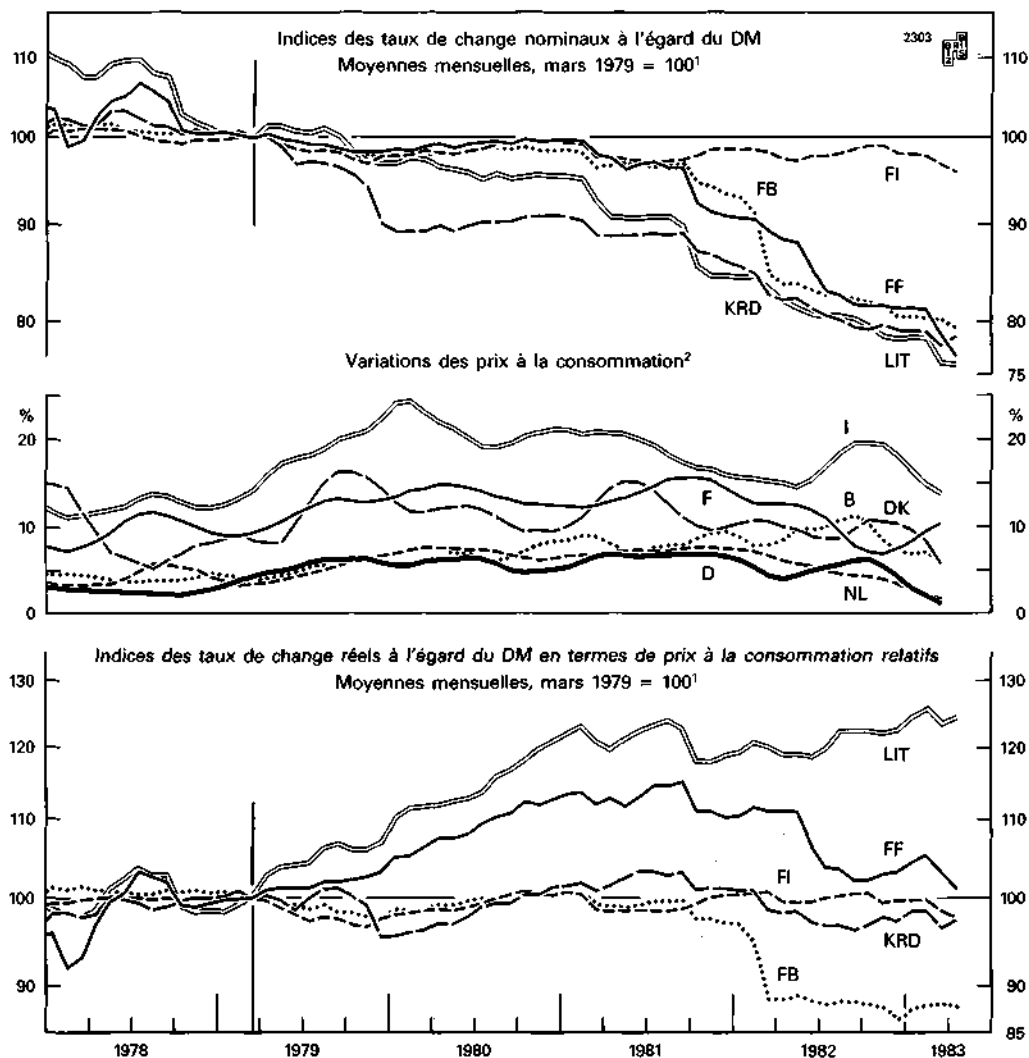
Les tensions au sein du SME se sont sensiblement accrues à la suite du fléchissement du dollar EU à la fin de 1982. Le raffermissement du deutsche mark vis-à-vis du dollar s'est accompagné d'une amélioration rapide de la position de la monnaie allemande au sein de la bande; en décembre, alors que les rumeurs d'un nouveau réalignement commençaient à se répandre, le deutsche mark a rejoint le florin néerlandais au bord supérieur de la bande. Les pressions se sont quelque peu atténuées à partir du début de l'année, au moment où le dollar s'est à nouveau raffermi et où les taux d'intérêt ont encore été abaissés en Allemagne et aux

Pays-Bas. Vers la mi-février, cependant, le deutsche mark était remonté à son point supérieur, et, après les élections allemandes et françaises du début de mars, un nouveau réalignement paraissait inéluctable. Le franc français, qui, grâce à des interventions massives des autorités monétaires, avait suivi une évolution parallèle à celle du deutsche mark depuis décembre 1982, a pu descendre à son point inférieur d'intervention. Malgré une nouvelle réduction des taux d'escompte en Allemagne et aux Pays-Bas, les autres monnaies considérées comme susceptibles d'être dévaluées – franc belge, couronne danoise et livre irlandaise – se sont également trouvées soumises à des pressions.

Les négociations qui ont abouti au réalignement de mars furent longues et difficiles, et, pour la première fois depuis la création du système, les transactions sur les marchés officiels des changes des pays participant au SME ont été suspendues pendant une journée, le 21 mars. Immédiatement après le réalignement, la situation au sein du système s'est radicalement modifiée; les flux financiers spéculatifs se sont inversés. En Allemagne, par exemple, entre la mi-février et la fin de la troisième semaine de mars, les entrées de capitaux spéculatifs avaient atteint environ DM 12 milliards, dont quelque DM 7 milliards avaient quitté le pays avant la fin du mois. Après le réalignement, le deutsche mark est immédiatement descendu au bord inférieur de la nouvelle bande de fluctuation, où il a été ensuite rejoint par le florin. En revanche, le franc français, la couronne danoise et la livre irlandaise sont tous restés à leur point supérieur d'intervention, ou aux environs de celui-ci, tandis que la lire italienne s'est portée dans la moitié supérieure de sa bande de fluctuation élargie. Cependant, au début de mai, lorsque l'inversion des flux de capitaux spéculatifs est allée en s'atténuant, le franc français et la couronne danoise ont commencé à s'éloigner de la limite supérieure de la bande.

Le réalignement de mars 1983 a été le septième au cours des quatre années d'existence du Système monétaire européen. En d'autres termes, à la fin d'avril 1983, la lire italienne, le franc français, le franc belge et la couronne danoise s'échangeaient à un cours inférieur de plus de 20%, et de 16½% environ pour la livre irlandaise, à leurs cours-pivots vis-à-vis du deutsche mark, tels qu'ils avaient été fixés lors de la création du système en mars 1979. Comme indiqué dans la partie supérieure du graphique ci-contre, les modifications des taux de change nominaux au sein du système ont eu lieu principalement au cours d'une période d'un an et demi environ, c'est-à-dire d'octobre 1981 à mars 1983. Cela s'explique notamment par le fait que, durant la majeure partie des deux années et demie qui ont suivi mars 1979, le deutsche mark a été très faible vis-à-vis du dollar. Cet affaiblissement a effectivement réduit l'incidence que le taux d'inflation relativement bas de l'Allemagne aurait eu autrement sur la structure des taux de change nominaux au sein du SME. Entre août 1981 et mars 1983, par contre, le deutsche mark s'est légèrement apprécié au total vis-à-vis du dollar, tandis que la balance des paiements courants de l'Allemagne redevenait excédentaire à la fin de 1981. Dans ces circonstances, le nouvel accès de faiblesse du deutsche mark à l'égard du dollar après novembre 1981 ne suffisait plus à contenir la montée de la monnaie allemande au sein du SME, étant donné la persistance d'évolutions divergentes, sur le plan de la situation économique générale et des politiques économiques, entre l'Allemagne et certains autres pays participant au système.

Evolution des taux de change nominaux et réels des autres monnaies du mécanisme de change du SME par rapport au deutsche mark et variations des prix à la consommation dans les pays participants, 1978–83



¹ Echelle semi-logarithmique. ² Variations en pourcentage sur six mois annualisées de moyennes mobiles de trois mois; données désaisonnalisées.

La fréquence et l'ampleur des réalignements au sein du SME depuis octobre 1981 peuvent donc également être en partie attribuées à la stabilité relative, au cours des années précédentes, des relations des taux de change nominaux entre les monnaies participantes. Cette stabilité s'était accompagnée de modifications des relations entre les taux de change réels, de sorte que, en général, les monnaies des pays à taux d'inflation interne élevé se trouvaient surévaluées. De telles variations des relations entre les taux de change réels ne sont pas nécessairement incompatibles avec une relative stabilité des taux de change nominaux, à condition qu'elles ne soient que temporaires et exercent — de par leur incidence sur la compétitivité

et sur la situation des balances des paiements — une influence «disciplinaire» sur les politiques mises en œuvre dans les pays à taux d'inflation élevé. Cependant, si cette influence n'est pas suffisante, des réalignements des cours-pivots deviennent inévitables. D'autre part, plus ces divergences de taux d'inflation persistent, plus l'ajustement cumulé des taux de change nominaux est nécessaire, ce qui entraîne une érosion progressive de la confiance du marché dans la stabilité du système. Pour être couronnés de succès, les réalignements au sein du SME doivent s'appuyer sur des programmes de stabilisation appropriés dans les pays dont la monnaie est dévaluée. Or, plus ces ajustements sont différés, plus ils sont lourds à supporter.

Bien que le mécanisme de change du Système monétaire européen n'ait permis que dans certaines limites de favoriser la convergence à la baisse des taux d'inflation des pays participants, il a cependant protégé les relations de change entre les monnaies de ces pays de l'instabilité à court terme du type de celle qui a affecté les taux de change par rapport au dollar. Par exemple, au cours des quatre années qui se sont écoulées entre la création du mécanisme de change et mars 1983, la variation moyenne d'un jour à l'autre du cours du deutsche mark vis-à-vis du franc français a été de 0,16%, alors que la variation correspondante a été de 0,53% tant vis-à-vis du dollar EU qu'à l'égard du yen.

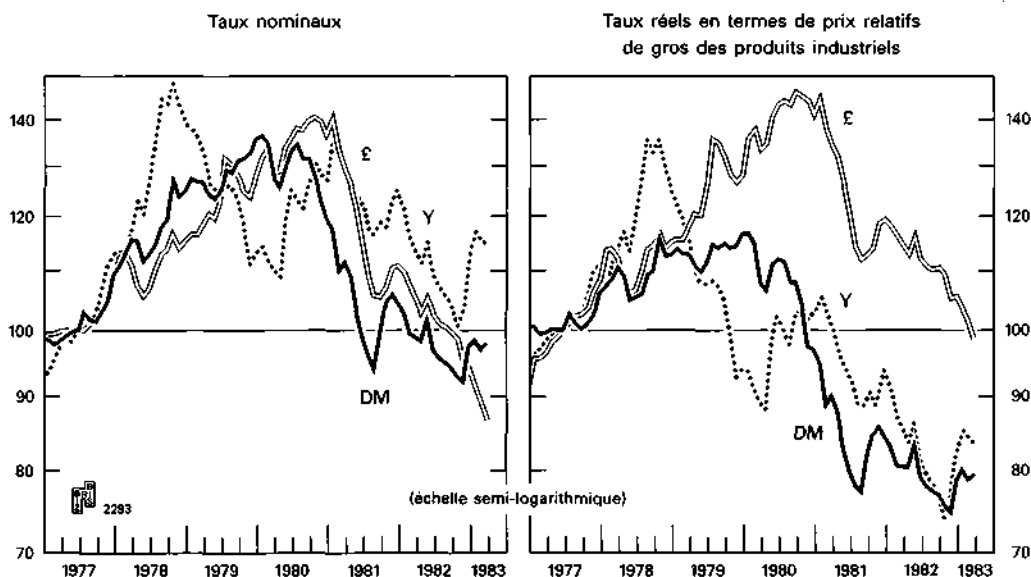
En conclusion, on peut dire que l'existence du mécanisme de change du SME a contribué à accroître la convergence (qui demeure toutefois insuffisante) des politiques économiques et à réduire l'instabilité des taux de change entre les pays participants. Même s'il n'est pas facile d'évaluer les avantages macro- et micro-économiques du système et de les comparer à son coût de fonctionnement, le rapport coûts/bénéfices devrait aller en s'améliorant si des progrès sont accomplis dans le sens d'une meilleure convergence des résultats économiques. Reste à savoir si les récentes corrections de trajectoire de la politique économique de certains pays participants permettront de réaliser cet objectif.

Variations des taux de change: analyse de l'évolution sur le marché du dollar de 1977 à 1983

En mars 1983, dix années s'étaient écoulées depuis la mise en flottement des principales monnaies. L'évolution des marchés des changes au cours de cette décennie se décompose grosso modo en trois phases. La première, qui dura environ deux ans et demi, fut caractérisée par une très grande instabilité des marchés. Elle fut suivie en 1976 et 1977 d'une phase de calme relatif, illustrée notamment par le fait qu'en 1976 le cours de change au comptant deutsche mark/dollar, qui avait fluctué de plus de 1% durant quarante et un jours de bourse en 1973, n'enregistra qu'une seule fois une oscillation d'une telle importance. Une troisième phase débuta au second semestre de 1977, au cours de laquelle l'ampleur et la fréquence des mouvements des taux de change furent encore plus prononcées que durant la première phase qui avait débuté en mars 1973. Quelles ont été les principales caractéristiques de cette recrudescence de l'instabilité des taux de change à partir de 1977, à quoi peut-on principalement l'attribuer et quelles leçons peut-on en tirer pour l'avenir?

Evolution des taux de change nominaux et réels du deutsche mark, du yen et de la livre sterling par rapport au dollar EU, 1977-83

Moyennes mensuelles, indices juin 1977 = 100.



Comme pour les années antérieures, l'instabilité des taux de change depuis 1977 a porté essentiellement sur les relations entre le dollar EU et les autres grandes devises. Sur la base 100 pour le milieu de 1977, le deutsche mark s'est apprécié jusqu'à 137 par rapport au dollar en deux ans et demi, puis est descendu à 94 entre le début de l'année 1980 et l'été de 1981 et a, depuis cette date, oscillé autour de son niveau du milieu de 1977. Dans le cas du yen, l'instabilité a encore été plus prononcée. Toujours sur la base 100 pour le milieu de 1977, le cours en dollars de la devise japonaise est monté en flèche, passant de 93 au début de 1977 à près de 150 en octobre 1978, pour redescendre en dessous de 110 au printemps de 1980, puis se porter à près de 135 au début de 1981 et se replier à un niveau voisin de celui du milieu de 1977 à l'automne de 1982. Jusque vers la fin de l'année 1982, la tenue de la livre a été assez comparable à celle du deutsche mark. Cependant, tandis que le deutsche mark et le yen se sont temporairement appréciés par rapport au dollar EU en décembre 1982 et au début de janvier 1983, la livre a continué de fléchir.

Ces fluctuations des taux de change nominaux n'ont pas été liées systématiquement aux écarts de taux d'inflation, de sorte que les variations des taux de change réels ont été parfois aussi amples, voire davantage, que celles des taux nominaux. Corrigés, par exemple, des écarts bilatéraux de taux d'inflation en termes de prix de gros des produits industriels, les taux de change «réels» du deutsche mark et du yen par rapport au dollar étaient descendus à la fin de 1982 à plus de 75% au-dessous de leur niveau du milieu de 1977. Par rapport à son maximum d'octobre 1978, le taux de change réel du yen à l'égard du dollar avait baissé de 45% à la fin de 1982, ce qui équivalait à une appréciation réelle de 82% du dollar vis-à-vis du yen. En outre, de très fortes variations des relations des

taux de change réels se sont également produites entre les monnaies autres que le dollar.

Quels facteurs ont été responsables de ces mouvements très amples des taux de change nominaux et réels? Pour les besoins de l'analyse, on peut diviser à son tour la période du milieu de 1977 à la fin de 1982 en trois phases principales: la première, qui va jusqu'à l'automne de 1978, a connu une faiblesse caractérisée du dollar; au cours de la deuxième, qui s'étend de la fin de 1978 à l'automne de 1980, le comportement du dollar a été mitigé; la troisième phase a été marquée par deux années de vigueur prononcée de la monnaie américaine.

La faiblesse du dollar en 1977-78 était en partie due à une forte détérioration, essentiellement de nature cyclique, de la balance américaine des opérations courantes. En 1977, l'économie des Etats-Unis était entrée dans sa troisième année de reprise soutenue après la récession de 1974, tandis que, dans la plupart des autres pays industriels, la reprise faisait long feu. La croissance rapide des importations aux Etats-Unis et l'apparition d'un déficit de la balance américaine des transactions courantes furent d'abord favorablement accueillies en tant que facteur de relance de l'économie mondiale. Cependant, les prévisions d'un déficit de \$20 milliards de la balance américaine des paiements courants pour 1977 et la possibilité d'une nouvelle détérioration en 1978 provoquèrent un vif recul du dollar. Cette faiblesse de la monnaie américaine fut accentuée par des sorties massives de capitaux, et le mouvement de baisse eut de plus en plus tendance à s'auto-alimenter. Ses répercussions sur les prix intérieurs américains accentuaient les écarts de taux d'inflation avec les autres pays, et ce fait, conjugué aux sorties de capitaux des Etats-Unis qui étaient perçues par le marché comme l'indication d'une politique monétaire laxiste, contribua à raviver les craintes d'une recrudescence de l'inflation aux Etats-Unis. Les agents économiques ne pouvaient donc pas se faire une opinion ferme ou stable du niveau d'équilibre à plus long terme du dollar et n'étaient pas disposés à prendre des positions en sa faveur, de sorte qu'il n'existait aucune stabilisation automatique susceptible de freiner la baisse du dollar.

Les autorités des autres pays principalement concernés essayaient pratiquement depuis le début d'atténuer la baisse du dollar. Les mesures prises — en particulier les interventions sur les marchés des changes, l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt en faveur du dollar et le contrôle direct des mouvements de capitaux — eurent momentanément quelque succès mais n'inversèrent pas l'évolution tendancielle. Bien au contraire, à l'automne de 1978, malgré des signes d'une amélioration de la balance américaine des paiements courants et d'un durcissement de la politique intérieure, l'opinion du marché à l'égard du dollar se dégrada.

Le 1^{er} novembre, les autorités américaines annoncèrent une nouvelle stratégie d'interventions vigoureuses et coordonnées sur les marchés des changes, soutenue par des facilités de crédit de \$30 milliards en deutsche marks, en francs suisses et en yens. Simultanément, le taux d'escompte officiel aux Etats-Unis fut augmenté d'un point entier et le coefficient des réserves obligatoires des banques fut relevé. Même cette volte-face spectaculaire des autorités américaines en faveur d'une politique plus active de taux de change, à un moment où le dollar était

manifestement sous-évalué, ne produisit pas de résultats rapides. Après un net redressement initial du dollar, des interventions massives durent être effectuées pendant deux mois pour modifier l'opinion du marché.

Le dollar se raffermi le plus rapidement et le plus vigoureusement par rapport au yen, qui était affecté par les nouvelles hausses des prix du pétrole et subissait le contrecoup des problèmes que le Japon avait connus après le premier choc pétrolier en matière de balance des paiements et d'inflation. Le recul du yen qui s'ensuivit fut encore plus spectaculaire que son appréciation antérieure: malgré des interventions substantielles et diverses mesures visant à influencer sur les flux de capitaux, son taux de change réel par rapport au dollar avait baissé, à un certain moment du printemps de 1980, de 35% par rapport à son niveau record de l'automne 1978 et de 12% par rapport à son niveau du milieu de 1977.

Vis-à-vis du deutsche mark et du franc suisse, le redressement du dollar fut beaucoup plus modeste et plus éphémère. Lorsque, vers le milieu de 1979, les écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar commencèrent à diminuer, d'importantes interventions officielles furent de nouveau effectuées sur les marchés des changes. La devise la plus forte au cours de cette seconde phase fut la livre, qui bénéficia de l'augmentation du prix du pétrole et de la hausse des taux d'intérêt internes. Malgré une vive accélération de l'inflation en Grande-Bretagne, l'annonce par le nouveau gouvernement d'un programme de restrictions monétaires et budgétaires au milieu de 1980 fit monter le taux de change de la livre par rapport au dollar à un nouveau record en septembre de cette même année. Un effet secondaire en quelque sorte de ces mouvements fut que le deutsche mark, le franc suisse et la livre s'apprécièrent nettement en 1979 et au début de 1980 vis-à-vis du yen, ce qui eut, par la suite, des conséquences indésirables pour les positions concurrentielles relatives à l'échelle internationale.

Au début d'octobre 1979, la Réserve fédérale, sous l'effet en partie de pressions externes, annonça un profond changement dans la conduite de sa politique monétaire, qui lui permit de contrôler beaucoup plus étroitement l'évolution des agrégats aux Etats-Unis. Ce changement, qui se traduisit par une augmentation brusque de l'instabilité et un relèvement du niveau moyen des taux d'intérêt américains, déboucha sur une nouvelle phase d'instabilité sur les marchés des changes. Une hausse sans précédent des taux d'intérêt américains entraîna un très net raffermissement du dollar, du début de janvier au début de mars 1980, qui régressa cependant de nouveau fortement au printemps, lorsque les taux d'intérêt aux Etats-Unis connurent l'une des baisses les plus fortes jamais enregistrées.

Au second semestre de 1980, la nouvelle et vive hausse des taux d'intérêt américains marqua le début de la troisième phase, durant laquelle le dollar se raffermi de façon plus durable. A ce moment, les effets de la dépréciation antérieure du dollar, conjugués à l'affaiblissement conjoncturel de l'économie américaine, avaient provoqué un important excédent de la balance des paiements courants des Etats-Unis, tandis que les balances des transactions courantes de l'Allemagne et du Japon étaient passées, en 1979, d'une position excédentaire à un solde négatif. De plus, certains événements politiques internationaux rendirent à ce moment les Etats-Unis plus attrayants en tant que refuge pour les capitaux à

plus long terme. Le facteur décisif fut cependant le niveau élevé des taux d'intérêt en dollars, dont l'influence se fit sentir à la fois par les écarts de taux d'intérêt qui en résultèrent en faveur de la monnaie américaine et par le signal ainsi transmis aux marchés de la détermination des autorités américaines de lutter contre l'inflation. Dans les autres pays, les autorités furent alors amenées à intervenir massivement sur le marché des changes et à assujettir en partie leur politique monétaire interne aux impératifs de taux de change. Cependant, dès que le dollar commença de s'apprécier, ce mouvement eut de nouveau tendance à s'auto-alimenter.

Sous l'effet de ces divers facteurs, le dollar connut un redressement spectaculaire qui, en termes réels, compensa, et au-delà, sa faiblesse antérieure. Les premières monnaies à céder du terrain par rapport au dollar — au cours de l'été 1980 — furent le deutsche mark et le franc suisse. En août 1981, le deutsche mark avait fléchi en termes réels de 23% par rapport à son niveau du milieu de 1977. Sa baisse en 1980-81 par rapport au dollar fut également influencée par le dépassement des objectifs internes de masse monétaire fixés par la Bundesbank. Le sentiment d'un contraste entre les politiques monétaires des Etats-Unis et de l'Allemagne conduisit les marchés à reconsidérer fondamentalement leur analyse des perspectives d'évolution du dollar et du deutsche mark.

Pour la livre, le retournement de tendance se produisit au début de 1981. Malgré des signes évidents que la politique des pouvoirs publics avait finalement réussi à freiner l'inflation, et en dépit de l'apparition d'un important excédent de la balance britannique des opérations courantes, la formation d'un écart de taux d'intérêt favorable au dollar suffit à inverser la tendance du marché, étant donné les perspectives réduites d'une appréciation de la livre. En mars 1983, la livre était revenue, en termes réels, en dessous de son niveau du milieu de 1977 à l'égard du dollar et s'était repliée de 32% par rapport à son cours record de 1980.

Le yen commença de s'affaiblir à peu près en même temps que la livre, bien que sa position ait été, à certains égards, très différente. La surévaluation du yen par rapport au dollar n'était pas du tout évidente, étant donné qu'au second semestre de 1980 la monnaie japonaise ne se situait, en termes réels, qu'à quelques points de pourcentage au-dessus de son niveau du milieu de 1977 par rapport à la devise américaine. De plus, le taux d'inflation au Japon était nettement moins élevé qu'aux Etats-Unis et le redressement de la balance japonaise des transactions courantes se trouvait à un stade plus avancé qu'en Allemagne. Malgré ces facteurs positifs, l'influence des écarts de taux d'intérêt défavorables au yen par rapport au dollar prévalut, et le yen commença à fléchir parallèlement aux autres principales devises; à la fin de 1982, il accusait, à un moment, un recul de 25% en termes réels par rapport à son niveau du milieu de 1977.

Pour résumer l'expérience enregistrée depuis 1977, on peut difficilement nier que les mouvements des taux de change réels des quatre principales devises ont été excessifs, dans la mesure où ils ont entraîné des écarts d'une ampleur injustifiée par rapport aux parités de pouvoir d'achat. Etant donné l'importance du taux de change dans la répartition des ressources dans presque toutes les économies, de tels écarts ont nécessairement des conséquences économiques néfastes. Une forte dépréciation du taux de change effectif réel exerce des pressions à la

hausse sur le niveau des prix intérieurs des pays concernés et tend à renforcer les anticipations inflationnistes, quelle que soit l'orientation de la politique intérieure. Afin de contenir cette inflation importée, les pays qui se trouvent dans cette situation — témoin l'Allemagne en 1980-81 — doivent relever leurs taux d'intérêt, afin de soutenir le cours de change de leur monnaie et ce, en présence d'une stagnation de l'activité économique. De même, comme l'a montré l'exemple des Etats-Unis, si l'appréciation du taux de change réel est suffisamment prononcée pour entraîner une détérioration de la position concurrentielle du pays, elle risque de renforcer les pressions protectionnistes. C'est pourquoi les taux de change flottants qui, lors de leur introduction en 1973, étaient censés, selon de nombreux observateurs, accroître la marge de manœuvre des autorités pour poursuivre des politiques monétaires indépendantes tout en contribuant à préserver le libre échange des biens et services, ont eu parfois en pratique l'effet opposé.

Que peut-on faire à l'avenir pour éviter les variations excessives des taux de change réels? Les marchés ne peuvent exercer une action stabilisatrice que si les agents économiques formulent des anticipations raisonnablement fermes sur le niveau d'équilibre à plus long terme des taux de change. Pour diverses raisons, cela a été très difficile ces dernières années. Parmi ces causes, on peut citer les événements extérieurs, tels que les graves chocs pétroliers et les tensions politiques internationales, ainsi que certaines mesures de politique économique et leurs conséquences. L'ampleur de l'appréciation du dollar après 1980 a été dans une large mesure le résultat d'une période prolongée de taux d'intérêt en dollars très élevés. En outre, la fermeté persistante de la monnaie américaine par rapport au deutsche mark, par exemple, traduit certainement le fait que, en présence de taux d'inflation sensiblement identiques aux Etats-Unis et en Allemagne, les taux d'intérêt en dollars sont encore bien supérieurs aux taux en deutsche marks correspondants.

Les autorités ne peuvent guère empêcher les taux de change de s'écarter de façon significative des parités de pouvoir d'achat lors de chocs extérieurs majeurs, étant donné qu'il est difficile d'évaluer l'effet à plus long terme de ces perturbations sur les taux de change d'équilibre. La situation est différente si ce sont les politiques elles-mêmes qui sont la cause de l'incertitude au sujet des taux d'équilibre. Les autorités des principaux pays concernés peuvent essayer d'éviter de prendre des mesures conduisant à des variations excessives des taux de change; elles peuvent également agir parfois directement sur les taux de change par des interventions sur le marché, étant donné qu'elles ont une meilleure connaissance que le marché de leur propre politique. D'une manière générale, pour que les interventions officielles aient une influence stabilisatrice sur les marchés des changes, elles doivent être avant tout convaincantes. Pour cela, il faut qu'elles soient d'abord compatibles avec les autres composantes de la politique économique ou qu'elles bénéficient de leur soutien. L'expérience des Etats-Unis en 1978-79 est instructive à cet égard. Les diverses mesures prises en novembre 1978 n'ont produit leurs effets qu'avec un certain retard, et ces effets ont été de courte durée, car l'intervention concertée des autorités sur les marchés des changes n'a pas reçu un appui suffisant sous forme de mesures complémentaires.

Si la politique monétaire plus rigoureuse mise en œuvre par les Etats-Unis à la fin de l'année 1979 avait été adoptée plus tôt, le redressement durable du dollar aurait également débuté plus tôt. De plus, la vigueur actuelle de la devise américaine sur les marchés des changes ne pourrait pas être réduite par les seules interventions, étant donné qu'elle résulte dans une large mesure du niveau toujours élevé des taux d'intérêt en dollars, lui-même lié au dosage des politiques budgétaire et monétaire américaines. En deuxième lieu, les interventions ne devraient pas avoir pour but de geler les taux de change à des niveaux irréalistes, mais devraient chercher à éviter qu'ils ne s'écartent d'une zone raisonnable d'équilibre. Il faut, enfin, un certain degré de coordination des politiques de taux de change au niveau international.

La condition préliminaire pour maîtriser dans une certaine mesure des mouvements de taux de change excessifs, mais évitables, est que l'ensemble des principaux pays montrent clairement qu'ils s'intéressent activement à l'évolution des taux de change de leurs monnaies. Pour cela, il faut un minimum de coordination entre les politiques de taux de change, y compris les politiques d'intervention. Il n'est pas facile pour les autorités des pays concernés de se mettre d'accord sur une approche coordonnée des politiques qui sont souvent à la base des variations des taux de change. Tout d'abord, il n'est pas aisé de parvenir à s'entendre sur l'orientation des politiques monétaires, même si la récente convergence à la baisse des taux d'inflation dans un certain nombre de grands pays industriels devait contribuer à un tel résultat. En outre, les différences entre les méthodes de régulation de la politique monétaire peuvent donner lieu à des écarts de taux d'intérêt ne reflétant pas fidèlement l'orientation relative des politiques des différents pays. Il n'est pas facile non plus, étant donné le désintérêt assez considérable des autorités à l'égard des taux de change depuis mars 1973, d'agir directement sur les marchés des changes, bien que l'expérience d'interventions coordonnées après novembre 1978 montre qu'une telle tâche n'est pas impossible. Malgré tout, la coordination des politiques de taux de change vaut la peine d'être tentée, afin d'éliminer au moins en partie les incertitudes qui ont contribué à l'instabilité de ces taux durant ces dernières années.

Production d'or et marché de l'or en 1982

La période sous revue a été marquée par deux faits principaux: un net accroissement de la production d'or des pays occidentaux — lié à la hausse très sensible du cours de l'or à la fin des années soixante-dix — et un renversement partiel du mouvement de baisse de grande envergure qui avait débuté en 1980 et s'est poursuivi jusqu'au milieu de 1982. A partir de l'été dernier, la demande d'or sur le marché a été soutenue par la baisse des taux d'intérêt à court terme en dollars et par les perturbations qui ont affecté le système financier international. On a constaté, en outre, une plus grande instabilité à court terme du prix de l'or, en liaison probablement avec l'ouverture de nouveaux marchés physiques et l'importance croissante des marchés des options à terme.

La production d'or dans le monde (à l'exclusion de celle de l'URSS, des autres pays de l'Europe de l'Est, de la Chine et de la Corée du Nord) s'est accrue

Production d'or dans le monde (estimations)

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1979	1980	1981	1982
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	705,4	675,1	656,9	664,2
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	51,1	50,6	52,0	62,5
Etats-Unis	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	29,8	30,2	42,9	43,5
Brésil	3,3	4,7	4,4	3,8	9,0	25,0	35,0	35,0	34,8
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	18,3	17,0	18,4	27,4
Philippines	5,1	34,9	-	14,9	18,7	16,7	20,4	23,4	25,4
Chili	0,8	10,4	7,2	4,1	1,6	4,3	6,5	12,2	18,9
Papouasie-Nouvelle-Guinée					0,7	19,7	14,3	17,2	17,8
Colombie	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	10,0	17,0	17,7	15,5
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,8	11,3	11,3	13,0
République Dominicaine					-	11,0	11,5	12,8	11,8
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	11,1	11,0	10,4	10,3
Pérou	3,8	8,7	4,9	4,4	3,3	4,7	5,0	7,2	7,2
Mexique	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,3	5,9	5,2	5,2
Total	522,7	964,4	612,4	685,7	1.232,2	925,2	910,8	922,6	957,5
Autres pays	47,3	200,6	53,6	68,3	38,8	31,3	37,2	43,4	52,5
Production mondiale (estimations)*	570,0	1.165,0	666,0	754,0	1.271,0	956,5	948,0	966,0	1.010,0

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

de 44 tonnes en 1982, pour s'établir à 1.010 tonnes métriques, son plus haut niveau depuis huit ans. La production d'or de l'Afrique du Sud, après onze années de baisse quasi ininterrompue, a augmenté d'environ 7 tonnes, pour passer à 664 tonnes. La production s'est également accrue de quelque 10 tonnes tant au Canada qu'en Australie.

Les ventes d'or (estimées) des pays communistes ont baissé de 300 tonnes en 1981 à 200 tonnes en 1982. Les effets de cette contraction sur l'offre du marché ont cependant été compensés globalement par le fait que les réserves d'or totales déclarées au Fonds monétaire international (à l'exclusion des réserves d'or de l'Afrique du Sud, dont les variations refléteraient essentiellement des opérations de swap avec les banques commerciales) ont fléchi de 105 tonnes en 1982, alors qu'elles avaient augmenté de 65 tonnes en 1981. Parmi les réductions identifiées des réserves d'or l'an dernier, les plus importantes se sont produites en Amérique latine (80 tonnes, dont 64 tonnes pour le Brésil) et en Hongrie (32 tonnes). L'accroissement des réserves d'or déclarées des pays de l'OPEP est revenu de 50 tonnes à 10 tonnes entre 1981 et 1982. Par suite de ces diverses fluctuations de la production, des ventes des pays communistes et de l'encaisse officielle, le montant total d'or disponible à des fins non monétaires s'est accru l'an dernier, selon les estimations, de quelque 115 tonnes, pour s'établir à 1.315 tonnes.

Au cours de la période sous revue, le mouvement de baisse sensible du cours de l'or amorcé en 1980 s'est interrompu; le fixing sur le marché de Londres a atteint environ \$440 l'once à la mi-mai 1983, après être brièvement descendu en dessous de \$300 l'once au milieu de 1982. Le premier semestre de 1982 a vu se poursuivre la baisse des cours de l'or enregistrée en 1981, l'once de métal

Origine et utilisation de l'or (estimations)

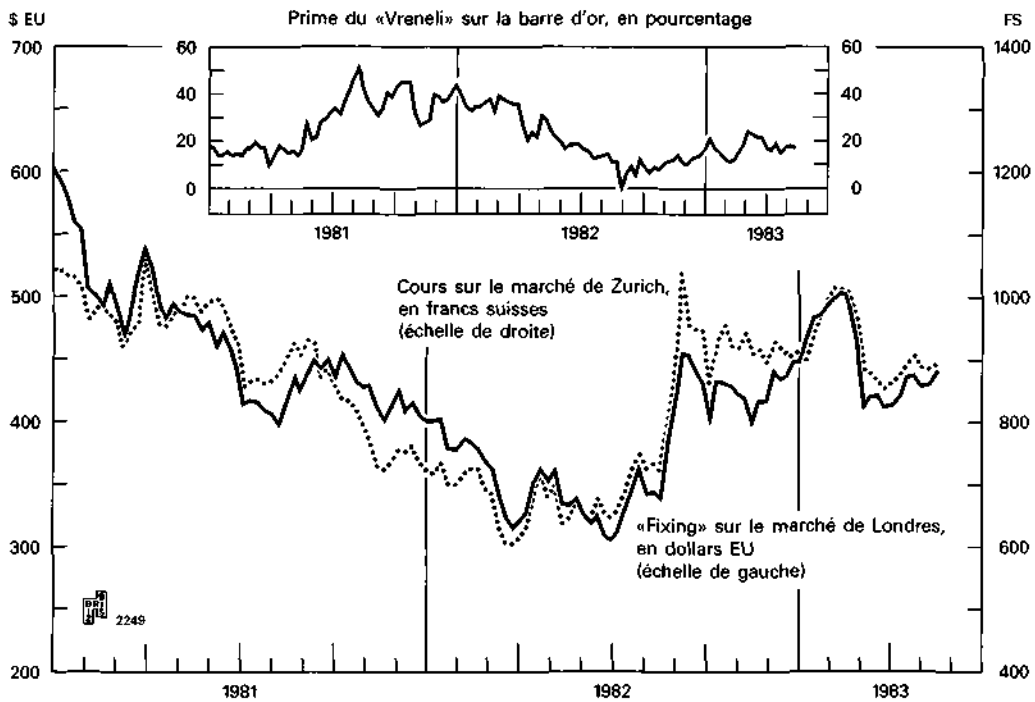
Rubriques	1979	1980	1981	1982
	en tonnes métriques			
Production	955	950	965	1.010
Ventes des pays communistes (estimations)	290	90	300	200
Variations de l'encaisse officielle du monde occidental résultant de transactions sur le marché* (estimations) (= accroissement)	620	- 55	- 65	105
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.865	985	1.200	1.315

* Les variations des réserves d'or de l'Afrique du Sud ont été exclues des mouvements de l'encaisse officielle pour toutes les années indiquées dans le tableau; 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.

revenant de \$399 au début de l'année à \$297 le 21 juin, soit le niveau le plus bas depuis août 1979. Cette nouvelle diminution des cours de l'or a été due essentiellement à la persistance de taux d'intérêt en dollars élevés et à la vigueur corrélative de la monnaie américaine sur les marchés des changes. Le très net recul des taux d'intérêt à court terme en dollars qui s'ensuivit en juillet et en août, conjugué à la crise financière du Mexique et aux inquiétudes au sujet du système bancaire international, ont conduit à une vive reprise des cours. Le fixing sur le marché de Londres a atteint \$488,50 le 7 septembre; deux jours plus tard, l'or était coté à plus de \$513 l'once en Extrême-Orient.

Cours de l'or sur le marché en dollars EU et en francs suisses, 1981-83

Chiffres du vendredi, par once d'or fin



En octobre, sous l'effet des ventes massives opérées par les producteurs sur le marché et des mesures prises par les autorités pour faire face aux problèmes d'endettement international, le cours de l'or s'est fortement replié, à \$387 l'once; il s'est ensuite apprécié à près de \$450 l'once au milieu du mois, avant de fléchir de nouveau juste en dessous de \$400 l'once, la deuxième semaine de novembre. L'assouplissement de l'orientation de la politique monétaire américaine a provoqué un nouvel accroissement de la demande d'or en décembre. Le 15 février 1983, l'or a atteint \$511,50 l'once, pour retomber à moins de \$410 l'once à la fin du mois, en raison de la faiblesse du prix du pétrole. A la fin d'avril, le cours est remonté à \$440 l'once.

Réserves et liquidités internationales

Evolution de la situation en 1982. L'évolution des réserves globales en 1982 a été, à divers égards, semblable à celle de l'année précédente. En dollars courants, les réserves globales des divers pays (à l'exclusion de l'encaisse-or) ont continué de fléchir, à raison de \$26,3 milliards, avec une contraction de \$21,7 milliards des avoirs en devises; quant à l'encaisse-or, elle a également continué de baisser, à concurrence de 4,8 millions d'onces. Comme en 1981, la contraction des réserves globales (à l'exclusion des encaisses-or) doit être appréciée à la lumière des variations de leur pouvoir d'achat. Le fléchissement de 6,6%, l'an dernier, des réserves officielles, mesurées en dollars courants, doit être rapproché du recul de 4% de la valeur unitaire en dollars des exportations dans le monde. De plus, l'appréciation continue du dollar sur l'ensemble de l'année 1982 par rapport aux autres composantes des réserves non métalliques (à l'exclusion des montants libellés en Ecus) signifie que, comme en 1981, la baisse des avoirs officiels autres que l'or — soit environ \$8,5 milliards — a été due en partie à une diminution de la valeur en dollars de ces autres réserves. D'autre part, l'augmentation de 12% du cours de l'or sur le marché l'an dernier fait que le total des réserves d'or indiquées dans le tableau de la page suivante a augmenté de \$43,6 milliards en valeur marchande, après avoir nettement fléchi (\$180,8 milliards) en 1981.

Les variations des réserves globales doivent également être analysées dans le contexte de l'endettement extérieur croissant de nombreux pays au cours de l'an dernier. Si l'on considère à la fois les réserves et l'endettement, il ne fait pas de doute que, malgré l'arrêt de la baisse des cours de l'or et le fait que la reprise qui s'ensuivit a compensé en partie le recul antérieur, la situation globale de la liquidité internationale s'est de nouveau détériorée l'an dernier.

Si l'on examine les diverses catégories d'actifs de réserve, on constate que la diminution du montant total des réserves non métalliques, l'an dernier, a surtout affecté les réserves en devises, qui ont fléchi au total de \$21,7 milliards. On peut estimer que ce fléchissement résulte, à raison d'environ 30%, de l'appréciation du dollar à l'égard des autres monnaies de réserve. La contraction des réserves globales de change a affecté en mesure à peu près égale l'ensemble des pays du Groupe des Dix et Suisse (— \$10,8 milliards) et les pays de l'OPEP (— \$11,1 milliards). Les réserves de change globales des pays en développement non membres de l'OPEP, malgré les pertes importantes enregistrées par certains d'entre eux,

Variations des réserves globales, 1980-82

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 ¹					
Ensemble Groupe des Dix et Suisse							
1980	- 1,1	47,9	9,8	3,1	- 0,9	20,7	32,7
1981	- 0,5	-140,4	- 11,1	2,3	2,3	- 13,6	- 20,1
1982	- 0,3	35,3	- 10,8	3,3	1,8	- 8,4	- 14,1
Montants à fin 1982	739,2	331,1	96,6	17,7	14,3	41,0	169,6
Autres pays développés							
1980	2,8	7,9	3,4	0,6	- 0,1	- 0,1	3,8
1981	- 3,1	- 19,9	- 2,6	- 0,2	0,4	- 0,2	- 2,6
1982	- 2,8	3,3	0,7	- 0,5	- 0,2	-	-
Montants à fin 1982	92,4	41,4	37,3	1,2	1,4	0,4	40,3
Pays en développement non membres de l'OPEP²							
1980	2,9	6,2	- 0,9	1,0	- 0,6	-	- 0,5
1981	1,1	- 13,4	1,0	- 0,3	0,8	-	1,5
1982	- 2,0	2,8	- 0,5	- 0,2	- 1,3	-	- 2,0
Montants à fin 1982	72,6	32,6	70,5	1,7	1,5	-	73,7
Ensemble des pays importateurs de pétrole							
1980	4,6	62,0	12,3	4,7	- 1,6	20,6	36,0
1981	- 2,5	-173,7	- 12,7	1,8	3,5	- 13,8	- 21,2
1982	- 5,1	41,4	- 10,6	2,6	0,3	- 8,4	- 16,1
Montants à fin 1982	904,2	405,1	204,4	20,6	17,2	41,4	283,6
Pays de l'OPEP³							
1980	3,4	4,5	19,5	1,3	0,2	-	21,0
1981	1,6	- 7,1	- 0,2	1,5	0,5	-	1,8
1982	0,3	2,2	- 11,1	0,7	0,2	-	- 10,2
Montants à fin 1982	42,6	19,1	78,7	7,5	2,4	-	88,6
Ensemble des pays							
1980	8,0	68,5	31,8	6,0	- 1,4	20,6	57,0
1981	- 0,9	-180,8	- 12,9	3,3	4,0	- 13,8	- 19,4
1982	- 4,8	43,6	- 21,7	3,3	0,5	- 8,4	- 26,3
Montants à fin 1982	946,8	424,2	283,1	28,1	19,6	41,4	372,2

¹ Encaisses-or évaluées aux prix du marché. ² Y compris (à la différence du Chapitre V) la Chine, Israël et (à la différence du Chapitre VI) les centres offshore. ³ Y compris Bahreïn, Brunei, Oman et Trinidad et Tobago.

n'ont que légèrement diminué cependant sur l'ensemble de l'année, en raison principalement du gonflement substantiel des avoirs en devises de la Chine.

En plus de la diminution des avoirs en devises, il y a eu une contraction de \$8,4 milliards des montants en Ecus des pays membres du SME. Cette baisse résulte essentiellement d'une réduction du prix auquel l'or des réserves officielles de ces pays a fait l'objet de swaps contre Ecus.

D'autre part, le total des avoirs en DTS des pays et leurs positions créditrices envers le FMI ont augmenté en 1982 de \$0,5 milliard et \$3,3 milliards respectivement. L'accroissement des positions créditrices envers le Fonds, mesuré en droits de tirage spéciaux, a atteint DTS 4,1 milliards, dont la plus grande partie a été le fait des Etats-Unis et de l'Arabie Saoudite. Cet accroissement est nettement inférieur au montant total des nouveaux tirages nets des pays membres sur le Fonds, soit DTS 7 milliards, étant donné que DTS 2,1 milliards ont été

effectués en droits de tirage spéciaux plutôt que dans les monnaies des pays membres. Sur le montant total des tirages nets effectués sur le FMI en 1982, DTS 4,8 milliards ont été opérés par les pays en développement non membres de l'OPEP. L'Inde a obtenu DTS 1,5 milliard, le Brésil DTS 0,5 milliard, le Mexique, le Maroc et le Pakistan DTS 0,4 milliard chacun, et le Pérou DTS 0,3 milliard. Les tirages nets des pays développés ont atteint DTS 1,9 milliard au total, l'Afrique du Sud recevant DTS 0,9 milliard, la Yougoslavie DTS 0,5 milliard, la Hongrie, la Roumanie et l'Australie DTS 0,3 milliard chacune.

Parallèlement au gonflement substantiel des tirages effectués l'an dernier par les pays membres, les engagements de prêts convenus avec le Fonds en 1982 ont progressé, passant au total de DTS 15,2 milliards à DTS 17,5 milliards; à la fin de mars 1983, ils avaient encore augmenté, pour ressortir à DTS 24,8 milliards. A cette date, les soldes non tirés au titre de ces facilités de crédit atteignaient DTS 16 milliards. Les nouveaux crédits les plus importants ont bénéficié au Mexique (DTS 3,4 milliards), au Brésil (DTS 4,2 milliards), et à l'Argentine (DTS 1,5 milliard).

En raison de l'accroissement de la demande de ressources auprès du Fonds, la huitième révision générale des quotes-parts a été achevée plus tôt que prévu initialement. Lors d'une réunion en février 1983, le Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds a décidé une augmentation globale d'environ 47% des quotes-parts, portées ainsi de DTS 61 milliards à DTS 90 milliards. Ce relèvement général des quotes-parts devrait prendre effet avant la fin de 1983, et, parallèlement, les pays participant aux Accords généraux d'emprunt ont décidé d'accroître leurs engagements globaux de prêt au titre des AGE de DTS 6,4 milliards à DTS 17 milliards; il a été convenu, en outre, que ces ressources ne seront pas seulement mises à la disposition des pays participant aux AGE, mais également de n'importe quel pays membre du FMI pour des tirages conditionnels sur le Fonds, lorsque ce dernier se trouve confronté à une insuffisance de liquidités résultant de circonstances exceptionnelles ou liée à des demandes de crédit de pays aux prises avec des problèmes de balance des paiements d'une nature ou d'une ampleur globale susceptible de menacer la stabilité du système monétaire international.

Si l'on examine la répartition par groupe de pays des fluctuations des réserves non métalliques au cours de l'an dernier, on constate que le fléchissement de \$10,2 milliards des réserves de cette nature des pays de l'OPEP est lié au fait que les balances des paiements courants de certains pays de ce groupe sont devenues déficitaires. Le Nigeria a enregistré des pertes de réserves de \$2,3 milliards, l'Indonésie et la Libye de \$1,9 milliard chacune, le Venezuela de \$1,6 milliard et l'Algérie de \$1,3 milliard. Les réserves non métalliques déclarées de l'Arabie Saoudite se sont également contractées, à raison de \$2,7 milliards, bien que la balance des transactions courantes de ce pays soit certainement restée excédentaire. Le Koweït est le seul pays producteur de pétrole dont les réserves non métalliques se soient sensiblement accrues au cours de l'année dernière, avec un gain de \$1,8 milliard.

Pour l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, le fléchissement de \$14,1 milliards des réserves non métalliques en 1982 se décompose en une contraction de

\$25,1 milliards au cours des neuf premiers mois de l'année, suivie d'un gonflement de \$11 milliards au quatrième trimestre. Les pertes de réserves les plus importantes, l'an dernier, ont été le fait de l'Italie (\$6 milliards), de la France (\$5,7 milliards), du Japon (\$4,9 milliards) et du Royaume-Uni (\$2,8 milliards). Les autorités monétaires de ces pays ont parfois procédé à des interventions substantielles sur les marchés pour soutenir le cours de change de leur monnaie.

Parmi les autres pays développés, dont les réserves non métalliques sont globalement restées inchangées, l'Australie a enregistré une augmentation de \$4,7 milliards et l'Espagne une régression de \$3,2 milliards. Tout en étant moins importantes, les pertes subies par la Yougoslavie, la Hongrie et la Turquie ont été, cependant, sensibles, avec des reculs respectifs de \$0,8 milliard, \$0,5 milliard et \$0,4 milliard.

Le fléchissement global de \$2 milliards seulement des réserves non métalliques des pays en développement non membres de l'OPEP a été très modeste, compte tenu de la situation de nombre de ces pays en matière de balance des paiements et de leur accès limité au marché bancaire international. En Amérique latine, les réserves de l'espèce ont globalement baissé d'environ \$9 milliards. Cette réduction comprend les pertes identifiées du Mexique (\$2,9 milliards), du Brésil (\$2,7 milliards), du Chili (\$1,4 milliard), de la Colombie (\$0,9 milliard) et de l'Argentine (\$0,8 milliard). D'autre part, les réserves de la Chine autres que l'or se sont accrues l'an dernier de \$6,3 milliards, sur une augmentation totale de \$6,7 milliards des réserves non métalliques des pays d'Asie en développement non membres de l'OPEP.

L'un des traits marquants de l'évolution des réserves en devises en 1982 a été la contraction persistante et croissante des avoirs officiels identifiés en devises en dehors des Etats-Unis, accompagnée d'un nouveau gonflement du volume des réserves en dollars détenues aux Etats-Unis. Le tableau suivant fait apparaître une diminution de \$127 milliards à la fin de 1981 à \$95,2 milliards à la fin de 1982 des dépôts officiels auprès des banques situées dans les pays couverts par les enquêtes statistiques trimestrielles de la BRI. La majeure partie de ce recul de \$31,8 milliards concerne les dépôts officiels sur les euro-marchés. Les placements officiels en euro-dollars se sont contractés de \$14,3 milliards et l'on a également noté des reculs des dépôts officiels dans les autres euro-monnaies, mesurés en dollars courants, notamment les dépôts en euro-deutsche marks, qui ont baissé de \$6,9 milliards. Le fléchissement (estimé à \$2,5 milliards) des dépôts en euro-monnaies autres que les euro-dollars est attribuable en partie à l'appréciation de la monnaie américaine vis-à-vis des autres monnaies de réserve; il s'explique principalement par les pertes de réserves subies par les pays hors du Groupe des Dix qui placent une bonne part de leurs réserves sur les euro-marchés, ainsi que par les transferts de réserves du marché bancaire international vers les Etats-Unis — par suite à la fois de l'évolution de la situation politique mondiale et des préoccupations suscitées en cours d'année par le système bancaire international.

Ces déplacements de réserves vers les Etats-Unis ne se reflètent pas intégralement dans l'augmentation de \$2,8 milliards des avoirs en devises détenus aux

Structure des placements des réserves en devises, 1979-82

Rubriques	Fin 1979	Fin 1980	Fin 1981	Fin 1982
	montants, en milliards de dollars EU			
1. Dépôts auprès de banques situées dans des pays européens¹, au Canada et au Japon:				
a) sur les marchés nationaux	8,8	17,6	16,2	12,8
Deutsche marks	3,4	4,8	3,2	2,4
Francs suisses	0,6	1,6	2,7	1,4
Yens	0,9	4,6	5,4	5,0
Livres sterling	1,9	3,0	2,2	2,4
Francs français	0,8	1,5	0,7	0,5
Autres monnaies	1,2	2,1	2,0	1,1
b) sur l'euro-marché	115,8	123,3	105,8	79,2
Dollars	74,1	80,3	71,6	57,3
Deutsche marks	24,1	24,5	19,1	12,2
Francs suisses	6,0	8,0	6,9	3,9
Yens	4,2	2,2	2,2	1,4
Livres sterling	1,5	2,2	1,1	0,5
Francs français	1,2	2,6	1,8	0,4
Autres monnaies	4,7	3,5	3,1	3,5
2. Dépôts auprès de certaines succursales offshore des banques américaines²	6,4	5,6	5,0	3,2
Total 1 + 2	131,0	146,5	127,0	95,2
<i>dont: en dollars</i>	79,8	85,3	76,1	60,1
<i>en autres monnaies</i>	51,2	61,2	50,9	35,1
3. Réserves en devises identifiées comme étant détenues aux Etats-Unis (= engagements déclarés des Etats-Unis envers les autorités monétaires étrangères), à l'exclusion des dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap contre Ecus	134,8	149,7	154,4	157,2
4. Divers	20,1	21,5	23,4	30,7
Total des réserves en devises	285,9	317,7	304,8	283,1

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

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

² Sises aux Bahamas, aux Iles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour.

Etats-Unis l'an dernier, étant donné que ce chiffre comprend également l'incidence de la contraction de \$11,2 milliards des avoirs en devises des autres pays de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, due pour l'essentiel à des retraits effectués sur les réserves en dollars détenues aux Etats-Unis. Il y a donc eu probablement un gonflement de plus de \$10 milliards des avoirs en devises aux Etats-Unis des pays non membres du Groupe des Dix. C'est ainsi que le Venezuela a transféré un volume substantiel de réserves en dollars du Royaume-Uni aux Etats-Unis au second trimestre de l'an dernier, pendant lequel les dépôts en euro-monnaies détenus au Royaume-Uni par les pays exportateurs de pétrole se sont contractés de \$5,4 milliards.

Perspectives à plus long terme. De prime abord, les années soixante-dix ont été caractérisées par un gonflement phénoménal de la liquidité internationale. De la fin de 1969 à la fin de 1978, les réserves non métalliques officielles des pays

importateurs de pétrole ont septuplé. Cette expansion s'est poursuivie à un rythme beaucoup moins soutenu cependant, en 1979-80, après les nouvelles augmentations du prix du pétrole. De plus, cet accroissement des réserves a eu lieu au moment où le passage aux taux de change flottants aurait dû théoriquement réduire le besoin de réserves internationales. D'un autre côté, la liquidité internationale a pour fonction principale de permettre aux pays de combler des déficits temporaires des paiements extérieurs, sans soumettre leur économie à des politiques de stabilisation excessivement coûteuses. Sous cet angle, l'augmentation rapide des réserves au cours des années soixante-dix ne semblerait pas avoir provoqué une surabondance de liquidités. Au contraire, un nombre croissant de pays ont récemment connu de sévères difficultés de paiements extérieurs, qui freinent dans l'ensemble la reprise de l'économie mondiale.

Ce paradoxe apparent s'explique par diverses raisons. En premier lieu, bien que les réserves constituent un élément très important de la position de liquidité internationale de chaque pays et certainement celui qui se prête le mieux à une évaluation quantitative, il en existe d'autres dont l'importance s'est singulièrement accrue au cours de ces quelque dix dernières années: l'ampleur de la dette extérieure, sa structure par échéance, le montant des facilités de crédit non utilisées et surtout les capacités d'emprunt du pays considéré sur les marchés internationaux. En deuxième lieu, le montant total des réserves globales n'a qu'une signification limitée; ce qui revêt autant – voire plus – d'importance pour évaluer l'aisance générale en matière de liquidité, c'est la répartition par pays de ces réserves. De plus, les résultats de toute étude de l'évolution des réserves peuvent être fortement influencés par le choix de la période de référence, et la situation apparaît très différente si l'on prend pour base la fin de 1973. Enfin, l'expansion des réserves doit être analysée en fonction des besoins de réserves; au cours des années soixante-dix, il y a eu une énorme augmentation, particulièrement en termes nominaux, des échanges internationaux de biens et services, ainsi qu'un gonflement du volume et une augmentation de l'instabilité des flux de capitaux internationaux.

Pour illustrer la répartition des réserves internationales, le tableau de la page 182 distingue cinq groupes de pays. En premier lieu, les Etats-Unis, dont la balance des paiements a une grande influence sur la création de réserves mais qui, au niveau des paiements extérieurs, sont moins dépendants des réserves internationales, étant donné que le dollar est le principal actif de réserve. En deuxième lieu, un petit nombre de pays – l'Allemagne, le Japon et la Suisse – qui, au cours des années soixante-dix, ont parfois fortement accru leurs réserves par le biais d'interventions sur le marché, destinées à modérer l'appréciation de leur monnaie. En troisième lieu, le groupe plutôt hétérogène des autres pays développés, où le niveau adéquat des réserves a très souvent constitué pour les autorités une préoccupation majeure. En quatrième lieu, les pays en développement non membres de l'OPEP, qui dépendent d'un approvisionnement adéquat en liquidités internationales pour assurer leur développement économique. Enfin, les pays de l'OPEP qui, par suite des augmentations des prix du pétrole, ont enregistré une vive expansion de leurs avoirs extérieurs. Pour certains de ces pays, la démarcation entre les actifs possédés essentiellement à des fins de rémunération

et les réserves détenues principalement à titre de précaution est plutôt floue et arbitraire.

En raison des situations particulières de ces pays, l'analyse qui suit ne traitera guère de la position des Etats-Unis et des pays de l'OPEP en matière de liquidité internationale, et portera avant tout sur l'évolution de la situation relative aux trois autres groupes de pays.

Dans son Rapport annuel de 1969, le Fonds monétaire international estimait que «si toute évaluation de la situation des réserves à un moment donné est une question sur laquelle on peut raisonnablement avoir des jugements différents, on peut cependant avancer qu'en 1968 l'aisance globale au niveau des réserves s'était non seulement réduite depuis quelques années, mais qu'elle était en outre devenue moins qu'adéquate». L'année 1969 a elle-même été caractérisée par une croissance lente des réserves, et les craintes suscitées par l'insuffisance de l'approvisionnement en liquidités internationales à l'avenir ont été à l'origine de la décision prise cette année-là de mettre en vigueur les DTS nouvellement créés et de procéder à une augmentation importante des quotes-parts au sein du FMI. L'impression de pénurie relative des réserves à la fin des années soixante est confirmée par l'examen des ratios réserves/importations. Ces ratios ont été calculés en excluant les réserves d'or, étant donné qu'à la fin de 1969 les possibilités de mobilisation de ces avoirs de réserve étaient fort réduites. Bien que le Trésor américain soit resté l'acheteur en dernier ressort d'or monétaire, sa réticence à en vendre aux autres autorités monétaires et le fait que le prix d'achat de l'or était inférieur au cours du marché ont eu pour conséquence de limiter considérablement les transactions officielles en or.

Les réserves non métalliques de l'Allemagne, du Japon et de la Suisse représentaient à peine plus de deux mois d'importations; dans le cas des autres pays développés, elles n'excédaient pas 1,3 mois d'importations. Dans les pays en développement non membres de l'OPEP, les réserves globales atteignaient l'équivalent de trois mois d'importations environ. Cependant, comme les exportations étaient beaucoup moins diversifiées et les prix à l'exportation très sensibles aux influences conjoncturelles, ces pays pouvaient beaucoup moins compter que les pays industriels sur un flux régulier de recettes d'exportation.

La situation de pénurie relative des réserves qui a caractérisé l'année 1969 s'est inversée de manière spectaculaire au cours des années suivantes, lorsqu'une forte détérioration de la balance américaine des transactions courantes, conjuguée à des sorties de capitaux des Etats-Unis — y compris des transferts substantiels de réserves de change des Etats-Unis vers le marché bancaire international — entraînent un accroissement énorme des liquidités dans le reste du monde. En raison essentiellement de cette évolution, les réserves globales non métalliques ont plus que triplé en l'espace de quatre ans seulement, passant d'environ \$40 milliards à \$142 milliards. Les gains de réserves ont été dans une large mesure concentrés sur les pays industriels. L'Allemagne, le Japon et la Suisse à eux seuls ont augmenté leurs réserves autres que l'or de \$36,5 milliards; leurs avoirs non métalliques cumulés se sont ainsi accrus de 450% et leur ratio réserves/importations a plus que doublé, pour passer de 18% à 42,5%. Les autres pays développés ont

également enregistré une forte augmentation, de 290%, de leurs avoirs de réserve non métalliques; dans ce cas cependant, l'accroissement des réserves était dans une large mesure une nécessité, de sorte que le ratio global réserves/importations, qui atteignait 20,9% pour ces pays à la fin de 1973, ne pouvait pas être considéré comme exagérément élevé. L'augmentation des réserves autres que l'or des pays en développement non membres de l'OPEP au cours de cette période a été bien plus modeste et a traduit l'accroissement des emprunts auprès du secteur bancaire international. Les réserves non métalliques cumulées de ces pays se sont accrues de \$17 milliards, soit de 177%, s'élevant à un montant total de \$26,6 milliards; leur ratio global réserves/importations est monté à 34,5%. En même temps, cependant, le total des engagements de ces pays vis-à-vis des banques de la zone déclarante de la BRI avait atteint \$35 milliards, selon les estimations, à la fin de 1973.

Réserves non métalliques globales¹, ratios réserves/importations et engagements envers les banques déclarantes de la BRI, fin 1969 à fin 1982

Zones et rubriques	Fin 1969	Fin 1973	Fin 1975	Fin 1978	Fin 1980	Fin 1982
	montants, en milliards de dollars EU; ratios réserves/importations (en %)					
Etats-Unis:						
réserves non métalliques . . .	5,1	2,7	4,6	7,0	15,6	22,8
Japon, Allemagne fédérale et Suisse:						
réserves non métalliques . . .	8,1	44,6	45,2	98,6	76,1	71,8
ratio réserves/importations . .	18,0	42,5	30,9	43,7	20,8	22,8
Autres pays du Groupe des Dix et autres pays développés:						
réserves non métalliques . . .	14,0	54,7	54,3	89,9	105,3	83,6
ratio réserves/importations . .	11,1	20,9	14,3	16,8	12,6	11,4*
engagements envers des banques étrangères ² . . . . .	.	25,0*	33,1	71,3/68,9	77,6	157,7
Pays en développement non membres de l'OPEP:						
réserves non métalliques . . .	9,6	26,6	26,8	64,6	74,2	73,7
ratio réserves/importations . .	24,2	34,5	20,6	33,7	23,1	23,2*
engagements envers des banques étrangères ² . . . . .	.	35,0*	82,5	148,1/147,3	215,2	265,7
Ensemble des pays importateurs de pétrole:						
réserves non métalliques . . .	36,8	128,6	130,9	260,1	271,2	251,9
ratio réserves/importations . .	14,7	24,8	17,2	22,9	15,2	15,6*
Pays de l'OPEP:						
réserves non métalliques . . .	3,0	13,4	56,5	61,5	96,9	88,6
ratio réserves/importations . .	31,3	61,5	102,0	60,9	68,7	53,5*
engagements envers des banques étrangères ² . . . . .	.	6,5*	14,5	57,2/56,4	69,9	78,6
Ensemble des pays:						
réserves non métalliques . . .	39,8	142,0	187,4	321,6	368,1	340,5
ratio réserves/importations . .	15,3	26,3	22,9	26,0	19,2	19,1*

¹ Pour fin 1980 et fin 1982, les données sur les réserves non métalliques ont été corrigées de manière à inclure les dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap contre Ecus. ² Pour les pays déclarants de la BRI, les engagements envers des banques sises dans d'autres pays déclarants sont ajustés en fonction des créances correspondantes; pour tous les autres pays, à l'exception des centres offshore, ces engagements sont donnés en chiffres bruts, c'est-à-dire qu'ils représentent le montant global des créances brutes des banques déclarantes envers les groupes de pays concernés. Dans le cas des centres offshore, les engagements sont calculés sur une base nette.

* = estimations.

Les inquiétudes suscitées par la croissance des réserves de 1969 à 1973 concernaient moins les niveaux atteints que le mécanisme de leur accroissement et le rythme quasiment incontrôlable de ce phénomène. Il ne fait guère de doute que cette croissance rapide des réserves a sensiblement contribué à l'inflation mondiale au cours de cette période et à l'effondrement du système de Bretton Woods au début de 1973.

Vers la fin de 1973, le premier choc pétrolier a brusquement modifié la situation. La croissance des réserves des pays importateurs de pétrole s'est arrêtée, et les amples gains de réserves qu'ils avaient réalisés au cours des années précédentes ont permis d'atténuer les contraintes imposées à leurs économies par la détérioration de leurs balances des transactions courantes. Grâce au secteur bancaire international, la plupart des pays importateurs de pétrole, qui ont utilisé les réserves existantes comme une sorte de gage de caractère informel, ont réussi à éviter de grosses pertes de réserves. Il n'en reste pas moins qu'en termes réels leur situation en matière de liquidités internationales s'est sérieusement dégradée au cours des deux premières années qui ont suivi les augmentations du prix du pétrole. La combinaison d'un montant de réserves non métalliques à peu près constant en dollars courants et de l'alourdissement rapide de la facture des importations a entraîné une baisse du ratio réserves/importations. Cette baisse a été particulièrement prononcée dans le cas des pays en développement, pour lesquels ce ratio est revenu à 20,6%, soit bien en dessous de son niveau de fin 1969. De plus, ces pays n'ont pu éviter des pertes de réserves qu'au prix d'un accroissement considérable de leur endettement à l'égard des banques étrangères. A la fin de 1975, les engagements des pays en développement non membres de l'OPEP envers le secteur bancaire international représentaient trois fois le montant de leurs réserves non métalliques. Une évolution semblable, à une échelle plus modeste toutefois, s'est produite dans de nombreux pays industriels.

De 1976 à 1978, la situation s'est de nouveau modifiée. L'effort de stabilisation résolu et efficace entrepris par les pays débiteurs, notamment les pays en voie de développement, favorisé il est vrai par la reprise soutenue de l'activité économique aux Etats-Unis, a provoqué une amélioration substantielle du climat sur la scène bancaire internationale, qui s'était temporairement détérioré à la suite de l'étranglement du crédit aux Etats-Unis et de la crise provoquée par la faillite de la banque Herstatt en 1974. Les banques se sont montrées plus optimistes et plus entreprenantes dans leurs politiques de prêts internationaux, et, malgré une contraction temporaire des déficits des paiements courants des pays importateurs de pétrole, le volume des prêts bancaires internationaux a continué d'enregistrer une forte expansion. Tandis que les sorties de capitaux des Etats-Unis remplaçaient progressivement les excédents des pays de l'OPEP en tant que source principale de nouveaux crédits bancaires internationaux et que la balance américaine des paiements courants devenait fortement déficitaire, les réserves des pays importateurs de pétrole se renforçaient considérablement. Comme auparavant, ces augmentations ont été particulièrement prononcées en Allemagne, au Japon et en Suisse, pays qui ont connu à certains moments de fortes entrées de capitaux spéculatifs et dont le ratio réserves/importations en 1978 dépassait même ses niveaux élevés de fin 1973.

Les autres pays importateurs de pétrole ont enregistré eux aussi d'importants gains de réserves et une amélioration subséquente de leur ratio réserves/importations. Cela a été le cas particulièrement des pays en développement non membres de l'OPEP, pour lesquels ce ratio est quasiment remonté à son niveau de 1973. L'expansion des réserves des pays en développement non membres de l'OPEP entre 1976 et 1978 a été, d'un point de vue très important, fondamentalement différente des accroissements constatés entre 1970 et 1973: en effet, cette augmentation de \$38 milliards a été nettement inférieure au gonflement simultané de \$66 milliards de l'endettement de ces pays vis-à-vis du secteur bancaire international, contracté pour une large part à court terme. Cet état de choses ne semble cependant pas avoir exercé une contrainte majeure sur les politiques économiques internes de ces pays. En raison de la facilité d'accès au crédit bancaire international assorti de taux d'intérêt réels très bas, le rôle des avoirs de réserve effectifs en tant que soutien de la capacité de paiement envers l'étranger s'était trouvé largement réduit dans le cas de ces pays, pour ne plus constituer qu'une simple garantie de leurs emprunts extérieurs. Les engagements extérieurs ne semblaient pas revêtir une grande importance tant que de nouveaux crédits étaient aisément disponibles à des conditions avantageuses. Il en était de même pour bon nombre de pays industriels.

Au lendemain des relèvements des prix du pétrole de 1978 et 1979, une telle attitude semblait toujours viable dans un premier temps. Grâce aux emprunts bancaires internationaux, et malgré le fort accroissement des déficits des paiements courants, la plupart des groupes de pays importateurs de pétrole ont encore accru leurs gains de réserves en 1980. Seuls les pays du monde industriel enregistrant traditionnellement des excédents ont subi quelques pertes de réserves, en raison de la détérioration sensible, pendant un certain temps, de leur balance des transactions courantes, et, comme leur ratio réserves/importations avait retrouvé un niveau plus normal, ils ont peut-être estimé que les gains substantiels de réserves qu'ils avaient réalisés auparavant n'étaient pas, en définitive, si inutiles qu'il leur avait paru à ce moment-là. Malgré tout, même dans les autres pays importateurs de pétrole, la progression des réserves induite par les emprunts extérieurs n'a pu empêcher une chute très nette des ratios réserves/importations qui sont revenus à leurs niveaux de 1969, ou même au-dessous. De plus, ces ratios n'ont pas reflété fidèlement l'ampleur de la dégradation de la situation de ces pays en matière de liquidité internationale, étant donné que l'accroissement considérable de l'endettement auprès des banques et la hausse sans précédent des taux d'intérêt aux Etats-Unis avaient, à la fin de 1980, fortement alourdi le service de leur dette extérieure (voir Chapitres V et VI).

La situation est devenue beaucoup plus sérieuse au cours des deux années suivantes, lorsque l'économie mondiale est entrée dans une période de récession. De nombreux pays se sont trouvés confrontés à une contraction du volume de leurs ventes à l'étranger, à une baisse des prix à l'exportation et à un endettement extérieur en augmentation rapide et assorti de taux d'intérêt réels élevés, cependant que leurs réserves ne s'accroissaient plus ou s'inscrivaient même en baisse. Le point crucial se situe au second semestre de 1982 lorsque, dans le sillage de la crise financière du Mexique, de nombreux pays débiteurs se sont vu bloquer

l'accès à de nouveaux crédits bancaires internationaux ou ont même dû subir des retraits de fonds bancaires à court terme. Le concept de liquidité internationale sur lequel ces pays avaient fondé leurs politiques depuis le milieu des années soixante-dix s'est avéré inapplicable, et leurs liquidités internationales ont dû être ramenées au niveau de leurs réserves internationales. Dans de nombreux cas, ces réserves ne représentaient qu'une fraction de leur endettement extérieur ou même simplement de leurs dettes bancaires internationales à court terme. Les possibilités pour ces pays de reporter les échéances de remboursement, sans parler de leur capacité d'attirer de nouvelles ressources bancaires nettes, se sont trouvées gravement compromises.

Par suite de cette évolution, la position actuelle en matière de liquidité internationale peut se résumer comme suit: d'un côté, il existe un assez grand nombre de pays lourdement endettés, notamment dans le Tiers monde, dont l'accès à de nouveaux crédits bancaires internationaux est devenu difficile et qui manquent cruellement de réserves; de l'autre, quelques pays dont les comptes extérieurs sont traditionnellement excédentaires, tels l'Allemagne, le Japon et la Suisse, qui possèdent d'importantes réserves et n'auront pas de problèmes de liquidités internationales dans un avenir prévisible; entre ces deux groupes se trouvent de nombreux pays, développés pour la plupart, dont les réserves sont tout juste suffisantes mais qui continuent d'avoir accès aux crédits bancaires internationaux.

Il serait donc actuellement inapproprié de parler d'une pénurie des liquidités globales, et un tel problème ne risque guère de se poser dans un futur plus ou moins proche. Etant donné le déficit important de la balance américaine des paiements courants, et vu que les banques des Etats-Unis demeurent apparemment désireuses d'accorder des crédits aux pays de l'OCDE, il est peu vraisemblable que les pays industriels dans leur ensemble soient confrontés à une pénurie de dollars dans un avenir proche. Cependant, même s'il devait y avoir d'importantes sorties de capitaux des Etats-Unis au titre de la balance des paiements, il est fort improbable que cette fois le crédit bancaire international soit en mesure d'étendre les gains de réserves qui en résulteraient aux pays lourdement endettés du Tiers monde. Donc, plus encore que dans les années soixante-dix, le problème de la croissance globale des réserves au cours de ces toutes prochaines années sera éclipsé par celui de la répartition mondiale des déséquilibres des paiements courants et par la nécessité d'un dosage adéquat des mesures d'ajustement et de financement.

VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

1. Assistance financière aux banques centrales

Au cours de l'exercice sous revue, la BRI a, selon une approche assez nouvelle, accordé une assistance financière d'une ampleur sans précédent aux banques centrales.

Pendant de nombreuses années, en fait pratiquement depuis son origine, la Banque a fourni des concours à court terme aux banques centrales confrontées à des besoins urgents de liquidités. A diverses reprises, en particulier lorsque les montants en jeu étaient assez substantiels, mais également dans les cas où les intérêts plus larges de la communauté des banques centrales risquaient de se trouver affectés, les opérations de la Banque en faveur d'institutions individuelles furent mises sur pied avec la coopération et l'appui financier d'autres banques centrales. La plupart du temps, ces opérations n'ont guère reçu de publicité, encore que, dans certaines circonstances, il ait pu être jugé souhaitable d'y recourir, lorsque l'on voulait souligner publiquement le soutien apporté par la BRI et les banques centrales à un emprunteur important.

Le Chapitre VI de ce Rapport décrit l'évolution des marchés financiers internationaux et les difficultés rencontrées par quelques grands débiteurs pour faire face aux obligations de paiement résultant d'emprunts massifs contractés antérieurement. La Banque a joué un rôle dans certaines opérations de sauvetage financier qui étaient destinées à empêcher une détérioration générale de la confiance du marché. Dans de nombreux cas, les facilités mises à disposition ont procuré aux emprunteurs les ressources dont ils avaient un besoin impérieux, dans l'attente de la mise au point de programmes de stabilisation avec le Fonds monétaire international. On trouvera ci-après une description chronologique des crédits-relais qui, annoncés publiquement, ont été accordés au cours de l'exercice sous revue et ont impliqué la coopération d'un certain nombre de banques centrales.

Le premier cas est celui de l'aide octroyée par la Banque à la Banque Nationale de Hongrie — une banque centrale membre depuis les premiers jours de la BRI, et avec laquelle des relations d'affaires existent depuis fort longtemps. A la suite des difficultés politiques et financières qui ont touché si durement la Pologne vers la fin de 1981, la Hongrie s'est trouvée confrontée à des retraits massifs de fonds à court terme sur lesquels elle avait compté pour assurer une part substantielle de son financement extérieur. La nature imprévisible de ces retraits et leur rapidité ont amené la Banque Nationale de Hongrie à solliciter une aide de la BRI en mars 1982. La Hongrie avait alors engagé une procédure d'adhésion au FMI, et la perspective de son admission était considérée comme un élément décisif pour pouvoir accéder à nouveau aux marchés internationaux des capitaux, malgré la nervosité générale de ces derniers à l'égard de tous les risques sur les pays de l'Europe de l'Est. Avec l'appui de quelques banques centrales, la BRI a offert à la Banque Nationale de Hongrie une facilité de \$EU 100 millions. Cette

opération relativement modeste s'est avérée insuffisante, en raison de l'évolution de la situation sur le marché, et, en mai, quand la Hongrie devint effectivement membre du FMI, un cercle beaucoup plus large de banques centrales est venu apporter son soutien à une facilité additionnelle de \$EU 110 millions; ces deux concours ont été remboursés avant la fin de l'exercice de la Banque. En septembre 1982, cependant, les conditions du marché restant défavorables aux emprunteurs hongrois, malgré l'adoption d'un sévère programme de stabilisation interne, une nouvelle assistance BRI/banques centrales fut jugée souhaitable et une facilité nouvelle de \$EU 300 millions fut mise à disposition, qui a également été remboursée depuis lors.

Dans l'intervalle, la position extérieure du Mexique s'était très rapidement détériorée durant l'été de 1982, ce qui risquait de compromettre la confiance des marchés. Au début d'août, les autorités des Etats-Unis avaient entrepris unilatéralement une action d'urgence et fourni les ressources nécessaires pour éviter une cessation des paiements du Mexique. L'assistance d'autres banques centrales fut alors sollicitée par le biais de la BRI, et, en très peu de temps, il fut possible de mettre sur pied une facilité de \$EU 925 millions en faveur de la Banque du Mexique, parallèlement à un crédit de même montant octroyé directement par les autorités monétaires américaines. Ces facilités furent mises à disposition en trois tranches — la première lors de la conclusion des accords à la fin du mois d'août, la deuxième à partir de la mi-novembre 1982, lorsqu'il apparut clairement que le processus d'élaboration du programme de stabilisation par les autorités mexicaines en liaison avec le FMI se trouvait à un stade déjà avancé, et la tranche finale à partir du milieu de décembre 1982, après l'approbation par le FMI de son prêt au Mexique.

Les efforts entrepris par les banques centrales et le FMI pour conjurer la crise engendrée par les problèmes du Mexique ont certes procuré un répit salutaire, mais ils n'ont pas empêché les marchés de montrer de plus en plus d'inquiétude au sujet des autres pays d'Amérique latine lourdement endettés sur le plan international. L'attention s'est alors concentrée sur le Brésil, dont les besoins de liquidités devenaient de plus en plus difficiles à satisfaire dans les conditions de nervosité qui prévalaient après le choc mexicain. Les autorités brésiliennes estimèrent qu'il était indispensable d'élaborer un programme avec l'appui du FMI et entamèrent à l'automne des négociations avec cet organisme. En novembre 1982, la situation s'était sensiblement dégradée, et, de nouveau, les autorités américaines intervinrent pour parer au plus pressé. Dans le même temps, la BRI fut sollicitée pour le préfinancement de certains des tirages que le Brésil devait en principe effectuer sur le FMI en 1983. En liaison avec un groupe important de banques centrales, comprenant cette fois les autorités monétaires américaines, une facilité de relais d'un montant initial de \$EU 1.200 millions, portée peu après à \$EU 1.450 millions, fut accordée à la banque centrale du Brésil. Les premiers remboursements furent effectués avant la fin de l'exercice de la Banque.

Les problèmes de liquidité de l'Argentine ne se sont pas manifestés d'une manière aussi soudaine que ceux du Mexique ou du Brésil, mais ils n'en ont pas

moins suscité une inquiétude considérable sur les marchés et, partant, auprès du FMI et des banques centrales. Avec le soutien d'un certain nombre de banques centrales, en particulier de la Réserve fédérale des Etats-Unis, une facilité stand-by de \$EU 500 millions fut mise sur pied par la BRI en décembre. Il a été convenu que tout tirage au titre de cette facilité (qui venait à expiration le 31 mai 1983) serait remboursé à l'aide du produit des prêts du FMI.

Comme dernier exemple de coopération financière des banques centrales par l'intermédiaire de la BRI, il convient de mentionner ici la facilité de \$EU 500 millions en faveur de la Banque Nationale de Yougoslavie, négociée vers la fin de l'exercice sous revue. La position extérieure de la Yougoslavie était allée depuis quelque temps déjà en se détériorant, et il lui devenait pratiquement impossible de se procurer de nouvelles ressources auprès d'un marché rendu très méfiant après les événements d'Europe de l'Est et d'Amérique latine. Le problème financier de la Yougoslavie apparaissait en tout état de cause ressortir plus du moyen terme que du très court terme. Des contacts réguliers existaient déjà entre les autorités yougoslaves et le FMI, et un accord stand-by avait en fait été conclu, mais la mise en œuvre du programme de stabilisation s'était heurtée à de graves difficultés. Une action concertée fut alors entreprise au niveau des gouvernements pour fournir une assistance à moyen terme à la Yougoslavie. Parallèlement, la Banque Nationale de Yougoslavie avait approché la BRI, afin d'obtenir un financement de relais dans l'attente de versements futurs du FMI et de l'octroi de certains crédits financiers inclus dans le programme d'assistance intergouvernemental. La facilité, de \$EU 500 millions, est couverte, pour partie, par une garantie d'un groupe de banques centrales, dont les autorités monétaires américaines, et, pour partie, par un dépôt d'or de la Banque Nationale de Yougoslavie auprès de la BRI.

* * *

Les montants en cours au titre de ces facilités figurent au bilan sous le poste «Dépôts à terme et avances». Ils ne sont pas indiqués séparément, et il n'est pas prévu non plus qu'ils le soient à l'avenir.

2. 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 a continué, conformément au mandat qui

lui a été confié en 1980 par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix, de surveiller régulièrement l'évolution bancaire internationale. Au cours de l'année passée, l'importance des réunions du Comité a été mise en relief par les sérieux problèmes d'endettement extérieur qu'ont connus divers grands pays emprunteurs: en effet, l'incidence de ces problèmes sur le fonctionnement du système bancaire international a fait apparaître de manière plus pressante la nécessité d'une surveillance officielle. La Banque a également poursuivi la collecte, le contrôle et la diffusion de données statistiques sur l'évolution bancaire internationale et assuré le secrétariat du 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 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.

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 (SME), ou il s'étend à d'autres pays industrialisés, tels que le Canada, les États-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 1982, les pratiques actuelles dans les pays de la CEE en matière d'objectifs monétaires quantitatifs.

Comme au cours des années précédentes, ces comités et groupes se sont réunis à de nombreuses reprises en 1982-83, 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; ces documents 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 1982-83, 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 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.

En outre, 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 a suivi de près les politiques menées dans ces domaines par certains pays tiers.

Au cours de l'année écoulée, le Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse, dont la Banque assure le secrétariat depuis l'origine, a organisé ses travaux autour de trois axes. Tout d'abord, il a procédé à un inventaire des applications que ses membres ont menées à bien ou projettent de réaliser ainsi que des moyens matériels et logiciels dont ils disposent. Ensuite, il a entrepris l'examen de l'évolution de l'informatique durant les quatre à sept ans à venir, en vue de fournir aux banques centrales des informations sur les changements que cette évolution est susceptible d'entraîner. Enfin, le Groupe a achevé la révision du livre sur la sécurité et la fiabilité des systèmes électroniques de paiement et a entamé une étude sur les réseaux nationaux de télétransmission effectuant des opérations financières, en accordant une attention particulière aux questions de sécurité.

La Banque a continué d'assurer le secrétariat du Groupe d'experts sur les systèmes de paiement qui, à l'automne de 1982, avait achevé le mandat qui lui avait été confié initialement, à savoir rendre compte des répercussions que les technologies nouvelles appliquées aux paiements nationaux et internationaux risquent d'avoir sur la structure des systèmes bancaires et sur les banques centrales elles-mêmes. Le mandat du Groupe a été renouvelé récemment et porte désormais sur l'examen et la surveillance de l'évolution future dans le domaine des paiements.

La mise au point de la banque de données de la BRI s'est poursuivie au cours de l'année passée. Toutes les banques centrales participantes des pays du Groupe des Dix et de Suisse ont pris à présent les mesures nécessaires pour établir des liaisons par télécommunications avec le centre informatique de la BRI. Le moment venu, il sera ainsi possible de procéder dans les meilleurs délais à des échanges de données monétaires et économiques entre les banques centrales et la

BRI, échanges qui constituent l'un des principaux objectifs du projet de banque de données. La plupart des banques centrales ont accru le volume de leurs déclarations de séries statistiques, et certaines d'entre elles se préparent à transmettre des données sur les euro-monnaies par télécommunications. 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 assure le secrétariat, des plans ont également été élaborés pour améliorer les répertoires de données, les autres aides destinées à l'utilisateur et les possibilités d'accès, en attendant que la banque de données devienne pleinement opérationnelle.

3. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1983, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.*

* *
 *

Au 31 mars 1983, le total du bilan atteint	F or 20.357.855.817
Il s'élevait, au 31 mars 1982, à	F or 19.056.758.395
La progression est ainsi de	<u>F or 1.301.097.422</u>

et intervient après deux baisses successives du total du bilan, en particulier en 1980-81. Cette progression aurait été quelque peu plus prononcée sans la dépréciation de valeur, exprimée en franc or, de la plupart des monnaies autres que le dollar EU qui constituent une partie des ressources.

Une analyse de l'évolution du total du bilan au cours de l'exercice écoulé montre qu'il a progressivement baissé au cours des six premiers mois pour atteindre son chiffre le plus bas, soit F or 18.497 millions à fin septembre, à la suite de fluctuations mensuelles de faible ampleur.

Ce mouvement a été accentué par la dépréciation de valeur des monnaies autres que le dollar EU. En effet, à fin septembre, leur valeur avoisinait le niveau le plus bas observé au cours de cet exercice, lequel a effectivement été atteint en octobre.

Au cours du deuxième semestre, en revanche, le mouvement s'est renversé. Le total de la situation mensuelle atteignait ainsi son chiffre le plus élevé de cet exercice, soit F or 20.781 millions à fin décembre, en raison de la réception de fonds importants passant la fin de l'année.

* Le franc or (en abrégé F 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.

BRI: évolution du total du bilan au cours des quatre derniers exercices

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs or		en pourcentage
1980	24.409	+ 5.308	+ 28
1981	19.726	- 4.683	- 19
1982	19.057	- 669	- 3
1983	20.358	+ 1.301	+ 7

Ne sont pas inclus dans le bilan:

- les effets et autres titres détenus sous dossier 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);
- les écritures découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent du Fonds européen de coopération monétaire, telles que décrites ci-après à la Section 6;
- l'or sous dossier, conservé par la Banque pour le compte de déposants, qui s'inscrivait à 1.290 millions de francs or au 31 mars 1982 et atteignait à la fin de cet exercice 1.641 millions de francs or, montrant une progression relativement importante de 351 millions.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

**BRI: évolution de la composition des ressources
au cours des quatre 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 or			
1980	887	23.239	283	24.409
1981	937	18.539	250	19.726
1982	987	17.778	292	19.057
1983	1.037	18.987	334	20.358

A. Capital, réserves et passifs divers

a) Capital libéré F or 295.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé à 1.500 millions de francs or; 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 or 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 1982-83 F or 457.152.793

contre 437,2 millions de francs or; un transfert de 20 millions est en effet 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*

demeure inchangé à F or 21.530.055

montant déjà constitué à la fin de l'exercice précédent.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1982-83 F or 232.730.236

contre 202,7 millions de francs or. Il a été recommandé d'affecter une somme de 30 millions à ce fonds par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves, après répartition du bénéfice net 1982-83, s'élève ainsi à F or 741.483.397 contre 691,5 millions de francs or au début de l'exercice, soit une augmentation de 50 millions. A la clôture de l'exercice précédent, un montant identique avait été imputé sur le bénéfice.

c) Le poste «Divers» s'établit à F or 317.761.879

contre 274,6 millions de francs or, soit une augmentation de 43,1 millions.

d) Compte de profits et pertes *avant* répartition F or 65.826.173

correspondant au bénéfice net de l'exercice 1982-83.

Les détails de la répartition proposée, effectuée conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts, sont donnés dans la Section 4 ci-après. Une somme de 15.826.173 francs or, contre 16.938.821 francs or pour l'exercice précédent, est prélevée sur le bénéfice net au titre du dividende de 135 francs suisses par action payable le 1er juillet 1983; elle figure au passif du bilan. 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
	1982	1983	
en millions de francs or			
Dépôts des banques centrales	17.396	18.474	+ 1.078
Dépôts des autres déposants	382	513	+ 131
Total	17.778	18.987	+ 1.209

L'augmentation du total du bilan résulte en particulier des nouveaux dépôts reçus tant de banques centrales que d'autres déposants.

On peut dire que ce mouvement est entièrement dû aux apports en dollars EU compensés, pour une faible part, par une réduction globale des ressources en d'autres monnaies, en particulier en deutsche marks, et en or.

En ce qui concerne les «Dépôts des autres déposants», il faut souligner que cette rubrique comprend non seulement les dépôts du type courant, tels ceux reçus d'organisations internationales, mais également les emprunts à court terme effectués sur le marché. La part des dépôts de banques centrales comparée à l'ensemble des fonds empruntés diminue légèrement et passe de 97,9% à 97,3%.

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
	1982	1983		1982	1983		1982	1983	
en millions de francs or									
A vue	4.662	4.355	- 307	362	1.096	+ 734	5.024	5.451	+ 427
A 3 mois au maximum	29	145	+ 116	11.122	12.049	+ 927	11.151	12.194	+1.043
A plus de 3 mois	-	-	-	1.603	1.342	- 261	1.603	1.342	- 261
Total	4.691	4.500	- 191	13.087	14.487	+1.400	17.778	18.987	+1.209

Comme le montre le tableau ci-dessus, les dépôts en or sont en baisse alors que les dépôts en monnaies progressent. La part des dépôts en or par rapport au total des fonds empruntés passe ainsi de 26,4% à 23,7%, alors que le pourcentage des dépôts en monnaies atteint 76,3% contre 73,6%.

Si l'on considère l'ensemble des dépôts reçus, la part des dépôts à vue s'accroît légèrement et représente maintenant 28,7% contre 28,3%, celle des dépôts à terme tombe à 71,3% contre 71,7%.

a) Dépôts en or

F or 4.500.209.288

La baisse des dépôts à vue est nettement supérieure à la hausse des dépôts à terme fixe. Il en résulte une régression du volume de l'ensemble de ces dépôts.

b) Dépôts en monnaies

F or 14.486.871.955

Ce poste augmente de 10,7%, alors qu'on avait observé une réduction de 5,6% à la fin de l'exercice précédent. En examinant la durée des dépôts, on remarque une tendance à la réduction de celle-ci. En effet, les dépôts à vue et à trois mois au maximum progressent, alors que le montant des fonds reçus à plus de trois mois se contracte assez sensiblement: il ne représente plus que 9,3%, contre 12,2%, de l'ensemble des dépôts en monnaies.

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	
	1982		1983			
	en millions de francs or					
Avoirs à vue						
Or	5.479		5.184		-	295
Monnaies	11	5.490	17	5.201	+	6 - 289
Bons du Trésor						
Monnaies		417		474		+ 57
Dépôts à terme et avances						
Or	58		21		-	37
Monnaies	11.561	11.619	12.751	12.772	+	1.190 + 1.153
Titres à terme						
Monnaies		1.471		1.884		+ 413
Total						
Or	5.537		5.205		-	332
Monnaies	13.460	18.997	15.126	20.331	+	1.666 + 1.334

a) Or

F or 5.184.447.789

contre 5.479 millions de francs or au 31 mars 1982, soit une diminution de 295 millions de francs or ou 5,4%. Ce mouvement est dû à des retraits nets d'or ainsi qu'à des remboursements, à leurs échéances, à diverses banques centrales de certaines quantités de métal qui, dans le cadre de swaps contre monnaies, leur avaient été préalablement achetées au comptant. Ces sorties d'or sont cependant partiellement compensées par l'échéance de divers placements à terme fixe (voir sous d)).

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue

F or 16.549.485

contre 11 millions de francs or.

c) Bons du Trésor

F or 473.813.075

contre 417 millions de francs or, soit une hausse de 57 millions ou 13,7%. En 1981-82, ce poste avait progressé de 191 millions de francs or, par suite d'opérations de pension conclues avec une banque centrale. Au 31 mars 1983, le volume

de ce type d'opération est supérieur au volume en cours à la fin de l'exercice précédent. Il a été procédé, en outre, à des achats de papiers à court terme émis par le gouvernement allemand, dont la liquidité est assurée par une option de revente en faveur de la Banque. L'augmentation du poste «Bons du Trésor» résulte de ces deux mouvements et d'une légère diminution du portefeuille de bons du Trésor des Etats-Unis.

d) Dépôts à terme et avances F or 12.772.419.034

contre 11.619 millions de francs or, soit une augmentation de 1.153 millions ou 9,9%, représentant toutefois la différence entre l'accroissement des placements en monnaies et la réduction des placements en or sous forme de dépôts à terme fixe.

Comme cela a été constaté pour l'évolution des dépôts reçus en monnaies, la part du dollar EU reste prépondérante dans les placements effectués. Parallèlement, on relève une réduction des placements en deutsche marks. Au cours de cet exercice, il a été procédé pour la première fois à des placements exprimés en DTS (droits de tirage spéciaux) sous forme d'unités de compte.

Le volume des facilités mises à la disposition des banques centrales est en forte progression, comme cela a déjà été indiqué au début de ce chapitre.

e) Titres à terme F or 1.884.131.957

contre 1.471 millions de francs or, soit une progression de 413 millions. A la fin de l'exercice, ce poste représentait en effet un volume plus important de certificats de dépôt émis par des banques sises aux Etats-Unis, d'obligations du Trésor américain et d'obligations du secteur public.

La répartition des placements en dépôts à terme et avances, ainsi qu'en titres à terme, d'après leur durée restant à courir, est montrée par le tableau ci-dessous:

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

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1982	1983	
	en millions de francs or		
A 3 mois au maximum	8.988	11.275	+ 2.287
A plus de 3 mois	4.102	3.381	- 721
Total	13.090	14.656	+ 1.566

Ce tableau montre une réduction générale de la durée des placements. En effet, l'accroissement des fonds investis à trois mois au maximum est beaucoup plus important que la totalité des nouveaux placements effectués. Il indique également un transfert de fonds placés à plus de trois mois vers des placements à plus court terme.

A noter cependant que la réduction des fonds investis à plus de trois mois a porté entièrement sur les dépôts à terme et avances.

Alors que les opérations du premier groupe – à trois mois au maximum – représentaient 68,7% à fin mars 1982, elles en constituent maintenant 76,9%, celles du deuxième groupe étant passées de 31,3% à 23,1%.

f) Divers F or 26.494.476
contre 60 millions de francs or, soit une réduction de près de 34 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 or 42.871.313
contre un solde négatif de 184 millions en début d'exercice.

La différence de 141 millions est due, en particulier, à l'échéance d'opérations sous forme de swaps or (reçu au comptant) conclues avec des banques centrales.

* *
 * *

4. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-troisième exercice clos le 31 mars 1983 font apparaître un excédent net d'exploitation de 66.643.810 francs or, contre 67.796.486 francs or au titre du précédent exercice. Malgré l'accroissement du volume des ressources disponibles pour la Banque aux fins d'investissement, tant la rémunération sur ses propres fonds détenus en monnaies que les marges obtenues sur ses ressources empruntées ont diminué, par rapport à 1981-82, par suite de la baisse des taux d'intérêt sur la plupart des marchés.

L'excédent net d'exploitation est indiqué après déduction de 15.869.433 francs or au titre des frais d'administration, dont l'augmentation relativement faible par rapport au chiffre de l'exercice précédent (15.751.675 francs or) reflète 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 augmenté de quelque 7%.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 817.637 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels. A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 65.826.173 francs or, contre 66.938.821 francs or 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 65.826.173 francs or de la manière suivante:

- i) une somme de 15.826.173 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 135 francs suisses par action;

- ii) un montant de 20.000.000 de francs or est transféré au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 30.000.000 de francs or, 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 1983 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1983.

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 1983 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

5. 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

A l'exception d'un seul, tous les 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, se trouvaient remboursés au 1^{er} avril 1983.

Au cours de l'exercice 1982-83, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 26.000 francs or au titre des intérêts et d'environ 293.000 francs or au titre de l'amortissement. Le montant dû au titre du seul emprunt en cours, à savoir l'emprunt garanti de FLUX 100.000.000 à 5¼% (15ème série) 1961-86, s'est trouvé ramené, à la fin de l'exercice, à l'équivalent d'environ 231.000 francs or.

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.

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

La Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du Fonds européen de coopération monétaire qu'elle remplit depuis le 1er juin 1973. Cet 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 SME; 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. Durant la période du 1er avril 1982 au 31 mars 1983, ces interventions ont atteint un volume global d'environ 5,5 milliards d'Ecus;
- 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 ne participe pas au SME), 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'Ecu. Au 31 mars 1983, le volume global des Ecus ainsi émis par le Fonds s'élevait à environ 47 milliards d'Ecus, soit un peu plus de 43 milliards de dollars EU au taux de change en vigueur à cette date;
- 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, par les transactions volontaires entre les banques centrales participant au Système et par le paiement des intérêts qui sont calculés sur les positions nettes en Ecus des banques centrales. Ces transferts ont porté, au cours de la période sous revue, sur un chiffre brut d'environ 10,7 milliards d'Ecus;

- 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.

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 1982-83, la Banque, en sa qualité d'Agent du Fonds, a exécuté les paiements des intérêts dus et de commissions, ainsi que divers remboursements s'élevant au total à \$EU 630 millions et DM 500 millions. Par suite de ces remboursements et de ceux qui ont été effectués au cours des années précédentes, la plus grande partie des emprunts contractés par la Communauté économique européenne entre 1976 et 1977 a été amortie. En effet, par rapport à un ensemble initial qui portait sur \$EU 1,6 milliard et DM 0,5 milliard, le solde ne s'élève plus qu'à \$EU 300 millions. Ce montant correspond à la seconde tranche d'un emprunt de \$EU 500 millions contracté en 1976 et dont le produit a été prêté à l'Italie. Cette tranche est assortie d'un taux d'intérêt fixe de 7,75% et viendra à échéance le 1er juin 1984.

7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

M. Lars Wohlin a quitté son poste de Gouverneur de la Banque de Suède en octobre 1982 et a en même temps cessé de siéger au Conseil d'administration de la BRI. Au cours de la séance du Conseil du 9 novembre 1982, le Président a remercié M. Wohlin pour les précieux services qu'il a rendus à la Banque au cours d'un mandat de près de trois ans.

Au cours de la même séance, M. Bengt Dennis, nouveau Gouverneur de la Banque de Suède, a été élu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, membre du Conseil pour une période expirant le 31 mars 1984.

Lors de la séance de novembre également, M. Bernard Clappier, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 27 novembre 1982, a été nommé de nouveau à ce poste par M. Renaud de la Genière, Gouverneur de la Banque de France, pour une période de trois ans, conformément à l'article 27(2) des Statuts.

Le Dr Fritz Leutwiler, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 31 mars 1983, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, à la séance du Conseil du 8 mars 1983, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 mars 1986.

CONCLUSION

Le monde se trouve directement confronté aujourd'hui à deux défis majeurs sur le plan de la politique économique: permettre à la reprise naissante dans les pays industrialisés occidentaux de se développer normalement et garder le contrôle de la situation financière internationale. Au-delà de chacun de ces problèmes pressants se posent également des questions tout aussi importantes à long terme: en premier lieu, comment conduire les politiques pour que la reprise débouche sur une période de croissance durable et non inflationniste; en second lieu, comment aborder les problèmes véritablement «systémiques» mis en évidence par l'évolution récente sur les marchés financiers internationaux.

Il est indéniable que le monde industrialisé occidental a besoin d'un redressement durable et généralisé de l'activité économique. Le chômage atteint presque partout des niveaux inacceptables et, compte tenu de l'évolution prévisible de l'offre de travail et de la productivité, seul un redémarrage de la croissance peut empêcher une nouvelle détérioration dans ce domaine — encore que cet objectif modeste ne puisse être atteint qu'après une ou deux années d'expansion. Malgré certains signes d'amélioration de la situation des entreprises, les structures financières demeurent encore fragiles à l'intérieur de la plupart des pays industrialisés. Enfin, en l'absence de perspectives de croissance, et tant que les taux d'intérêt réels resteront relativement élevés, il est possible que les entreprises industrielles et commerciales préfèrent affecter leurs ressources accrues d'autofinancement à la réduction de leur endettement plutôt qu'à des investissements.

Mais il convient également de souligner l'interdépendance étroite entre la situation économique du monde industrialisé occidental et les difficultés rencontrées par un grand nombre de pays débiteurs dans le service de leur dette extérieure. Certes, dès 1978, certains pays d'Europe de l'Est et d'Amérique latine avaient commencé à accumuler des dettes extérieures à un rythme qui se serait révélé insoutenable en toutes circonstances, à moins d'une conjoncture mondiale exceptionnellement favorable. Mais ces problèmes n'auraient pas pris de telles proportions ni affecté autant de pays si les ratios de service de la dette ne s'étaient pas gonflés de manière spectaculaire par suite de la détérioration des termes de l'échange, de la contraction des marchés d'exportation et, surtout, de la montée en flèche des taux d'intérêt. D'un autre côté, si la persistance pendant plusieurs années d'une quasi-stagnation dans les pays industrialisés ne peut en aucune façon être imputée à un fléchissement de la demande en provenance du reste du monde, la diminution plus récente des commandes émanant d'Europe de l'Est et des pays en voie de développement a certainement contribué à retarder la reprise tant attendue. Et, si l'on regarde plus avant, on a de la peine à imaginer qu'un redressement durable et généralisé puisse s'opérer dans le monde occidental tant qu'on n'aura pas fondamentalement apaisé les craintes au sujet des conséquences financières potentielles d'une crise d'endettement mondiale.

Il y a également une interdépendance temporelle entre ces défis, qui ne facilite guère la tâche des responsables de la politique économique. La manière de traiter aujourd'hui les problèmes d'endettement pourrait influencer les possibilités

de financement futur des balances de paiements. Des politiques qui seraient mises en œuvre actuellement pour accélérer la reprise conjoncturelle pourraient hypothéquer l'avenir, en compromettant la réalisation de l'objectif à long terme d'une croissance régulière et non inflationniste. Les autorités devront donc déjouer un double piège: le premier consisterait à adopter des mesures dictées par la nécessité de faire face à une situation d'urgence, mais en négligeant leur incidence à plus long terme; l'autre serait de mettre par trop l'accent sur les objectifs à long terme, en reléguant simplement au second plan les impératifs de ce qui *demeure* une situation d'urgence – à savoir la persistance de la fragilité financière internationale.

Compte tenu de ces considérations générales, quelles recommandations peut formuler la BRI à l'intention des autorités?

La reprise économique ne pourrait, et ne devrait, se développer que dans les pays qui ont déjà réussi à maîtriser en grande partie l'inflation et disposent d'une certaine liberté d'action en matière de balance des paiements. Or, et c'est là indiscutablement une bonne nouvelle, quatre des principaux pays industrialisés – Etats-Unis, Japon, Allemagne et Royaume-Uni, dont le PNB global atteint \$5.300 milliards (c'est-à-dire près de la moitié du produit mondial) – se trouvent dans cette situation. Les Etats-Unis comme le Royaume-Uni sont parvenus à réduire de façon spectaculaire leur rythme d'inflation; le Japon est sur le point d'atteindre une stabilité absolue des prix, et l'Allemagne, qui de toute façon a démontré tout au long de son histoire récente son attachement à l'objectif de stabilité des prix, a commencé également à s'orienter dans la même direction. La situation des paiements courants du Japon, de l'Allemagne et du Royaume-Uni est pour le moins confortable. Ce n'est pas le cas des Etats-Unis, mais, étant donné le contexte politique mondial, et même si les écarts actuels des taux d'intérêt en faveur du dollar pouvaient être réduits – ce qui serait un objectif souhaitable – les Etats-Unis devraient pouvoir supporter pendant un certain temps un déficit important de leurs paiements courants. La récente baisse du prix du pétrole ne peut qu'améliorer les résultats de ces quatre pays sur le plan de l'inflation, ainsi que la position en compte courant de trois d'entre eux.

Le redémarrage économique dont ces pays ont besoin doit venir d'une expansion de la demande interne. Les autres pays enregistrent actuellement, à quelques rares exceptions près, des déficits en compte courant et ne sont manifestement pas en mesure de contribuer, à ce stade, au développement du commerce mondial. Au contraire, un certain nombre de pays fortement endettés se voient contraints, par la force des choses, d'appliquer dans le même temps des politiques de stabilisation – qui ne pourront porter leurs fruits sans un essor de la demande étrangère de leurs produits d'exportation. Il est de l'intérêt de tous que, en contrepartie de ces efforts d'ajustement des pays débiteurs, une reprise se produise dans les quatre grands pays industrialisés. Sinon, l'élimination de l'excédent de l'OPEP risque de n'apporter qu'un maigre répit aux pays qui en ont le plus besoin. Un monde lourdement endetté et accablé par la fragilité financière requiert non seulement des «prêteurs en dernier ressort», mais également des «acheteurs en dernier ressort» – ce qui impose aux pays qui peuvent se le permettre de faire passer au second plan, pour l'instant, toute préoccupation qu'ils pourraient avoir au

sujet de leurs préférences, à plus long terme, en matière de balance des paiements.

Au moment de la mise au point finale de ce Rapport, des signes d'une expansion de la dépense intérieure se manifestent aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ainsi que, à un degré moindre, dans les deux autres pays. Le comportement futur des ménages et des entreprises dépend de bien des facteurs, mais l'obstacle le plus sérieux à une reprise conjoncturelle durable est le haut niveau des taux d'intérêt aux Etats-Unis — qui demeurent particulièrement élevés par référence au faible taux d'inflation courant. Aux Etats-Unis, de tels taux pourraient freiner les achats de biens de consommation durables, ralentir la reprise de la construction de logements et empêcher un développement vigoureux des dépenses d'investissements productifs. Sur le plan international, leur influence est également nocive. Ils continuent à maintenir les taux d'intérêt dans d'autres pays industrialisés à des niveaux excessifs pour l'équilibre interne — surtout dans le compartiment à long terme — entravant ainsi la croissance dans ces pays. Ils entretiennent la surévaluation du dollar (et, partant, la sous-évaluation d'autres monnaies), créant ainsi une structure des comptes courants qui pourrait s'avérer insoutenable à plus long terme, et engendrent simultanément des pressions protectionnistes aux Etats-Unis. Enfin et surtout, ils continuent à imposer une charge d'intérêts excessive à tous les pays dont l'endettement extérieur est principalement libellé en dollars. Quel que soit l'angle sous lequel on se place, l'objectif le plus important et le plus urgent de la politique économique est d'exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt américains.

Cette tâche incombe, à l'évidence, aux autorités des Etats-Unis et — c'est l'opinion de ce Rapport — aux responsables de la politique budgétaire. Cette opinion se fonde sur deux considérations. En premier lieu, il apparaît de plus en plus clairement que c'est le dosage actuel des politiques monétaire et budgétaire aux Etats-Unis qui est principalement à l'origine du niveau élevé des taux d'intérêt: il y a incompatibilité entre la perspective d'un déficit structurel élevé et croissant du secteur public et une politique monétaire conçue pour stabiliser l'expansion des agrégats monétaires. En deuxième lieu, il serait dangereux, dans une optique à plus long terme, de vouloir modifier ce dosage en commençant par assouplir brusquement l'orientation de la politique monétaire. Même en tenant compte du fait qu'il est extrêmement difficile d'interpréter la forte progression de la demande d'actifs financiers, l'adoption d'une politique monétaire «accommodante», dans un contexte de besoins d'emprunt croissants du secteur public, pourrait fort bien donner l'impression que les autorités américaines se désintéressent de l'évolution future de l'inflation — ce qui serait le plus sûr moyen de raviver les anticipations inflationnistes. En l'absence d'une modification de l'orientation de la politique budgétaire, la Réserve fédérale pourrait certainement faire baisser les taux d'intérêt à court terme, mais il est hautement improbable qu'elle puisse les maintenir à un bas niveau. Et son influence sur les taux à long terme serait des plus limitées. Pour ne pas hypothéquer l'avenir, et créer les conditions d'une reprise durable, les initiatives doivent porter essentiellement sur la politique budgétaire et se concrétiser de préférence dans le domaine des dépenses — mais également, si nécessaire, sur le plan fiscal — en vue d'éliminer le risque

d'un accroissement sensible de l'élément «structurel» des besoins de financement du secteur public.

Une initiative américaine de cette nature pourrait accroître la marge de manœuvre des autorités dans les trois autres pays, au cas où l'essor de leur économie interne viendrait à s'essouffler. Toute action devrait évidemment prendre en compte la situation propre à chacun de ces pays. Tous trois présentent cependant certaines caractéristiques communes qui font que leur situation est actuellement différente de celle des Etats-Unis. De plus, leur marge de manœuvre pourrait se trouver sensiblement élargie par une modification préalable de l'orientation de la politique budgétaire américaine. Aucun de ces pays n'a un déficit budgétaire structurel comparable à celui qui est prévu aux Etats-Unis; en fait, on pourrait même avancer que le Royaume-Uni dispose maintenant d'un excédent structurel. A des degrés divers, cette situation pourrait permettre d'injecter des doses modestes de stimulants budgétaires dans le domaine des dépenses d'investissement du secteur privé, en veillant bien à ce que ces stimulants ne deviennent pas un élément permanent des finances publiques. De même, une accélération des dépenses d'investissement du secteur public, fort modestes à présent, ne serait pas une mauvaise chose, à condition qu'on parvienne à réduire d'autres types de dépenses publiques, notamment les paiements de transfert. Sur le plan de la politique monétaire également, ces pays semblent bénéficier d'une certaine souplesse opérationnelle que n'a pas encore le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale des Etats-Unis. Pendant des années, l'Allemagne a obtenu de meilleurs résultats que les Etats-Unis dans la lutte contre l'inflation; et il en a été de même plus récemment pour le Japon. Aucun de ces pays n'a adopté une politique de respect rigoureux d'objectifs monétaires à court terme, et leurs marchés financiers n'ont pas commis l'erreur de croire que l'observation à court terme d'un chiffre de masse monétaire donné est ce qui importe réellement. En ce qui concerne le Royaume-Uni, les autorités monétaires disposent d'une certaine liberté d'action, en raison précisément de l'orientation nettement restrictive de la politique budgétaire.

Il ne fait guère de doute que le développement d'une reprise à partir des quatre grands pays industrialisés apporterait un grand réconfort aux économies lourdement endettées du reste du monde. Des signes de plus en plus nombreux indiquent, au demeurant, qu'une telle reprise est en cours actuellement. Enfin, en raison du recul plus rapide que prévu des taux d'inflation et de la baisse récente des prix du pétrole, jamais l'espoir n'a été aussi grand depuis le premier choc pétrolier de voir cette reprise déboucher sur une expansion durable, non inflationniste. Mais sera-t-elle suffisamment rapide, vigoureuse et généralisée pour contribuer à l'amélioration des comptes extérieurs des pays déficitaires au cours des prochains mois? C'est loin d'être certain; d'ailleurs, dans l'intérêt plus général de la réussite des politiques de stabilisation mises en œuvre, il est même souhaitable que la reprise conjoncturelle soit graduelle et, par conséquent, durable.

Si le scénario d'une reprise lente est à la fois le plus vraisemblable et le plus souhaitable, il s'ensuit qu'une lourde tâche incombe à l'échelle internationale aux responsables de la politique économique ainsi qu'aux banques. En effet, si une

crise financière internationale a été évitée jusqu'à présent — en ce sens que les problèmes de service de la dette ont été suffisamment maîtrisés pour ne pas exercer une influence globalement paralysante sur les prêts bancaires internationaux et le commerce mondial — le système financier mondial demeure fondamentalement fragile. A cet égard, un répit salutaire a été obtenu grâce aux actions de première urgence menées de concert par les gouvernements prêteurs et les banques centrales, les organisations internationales, les banques créancières et les pays débiteurs eux-mêmes. La première tâche, et la plus urgente, est de préserver maintenant cet acquis jusqu'à ce que la reprise conjoncturelle dans le monde industrialisé occidental procure un soulagement de nature plus fondamentale aux pays débiteurs. La seconde, moins immédiate mais sans doute encore plus considérable, est de voir plus loin que les six à douze mois à venir et d'essayer de résoudre les problèmes systémiques soulevés par les événements récents.

Avant d'évoquer les mesures permettant de s'attaquer à la première de ces tâches, il peut être utile de répondre brièvement aux doutes émis récemment à propos du bien-fondé des programmes de sauvetage mis sur pied en 1982 et au début de 1983. La philosophie qui inspire ces doutes peut se résumer comme suit: il aurait été (ou il serait toujours) plus sage, pour ne pas compromettre le fonctionnement normal des marchés, que les pays ayant peu de chances de rembourser les intérêts et le principal soient déclarés en défaut de paiement et de faire supporter aux prêteurs imprudents les pertes en résultant. De cette façon, les emprunteurs comme les prêteurs y regarderaient à deux fois avant de se lancer de nouveau dans des opérations financières aussi hasardeuses.

Ce raisonnement, qui peut sembler attrayant de prime abord, néglige en fait certaines considérations essentielles. Par analogie, il applique en effet à l'échelle mondiale un principe qui peut valoir (dans certaines limites) pour les emprunteurs et prêteurs privés opérant dans le cadre d'une économie de marché et à l'intérieur d'un pays souverain. La première de ces considérations est que, lorsqu'un continent tout entier se trouve confronté à des difficultés de service de dette, un problème de dimension mondiale se pose. Des défauts de paiement de grande envergure pourraient causer des dommages imprévisibles, non seulement au système financier dans son ensemble, mais également aux économies des pays prêteurs et des autres pays emprunteurs. Le facteur dimension limite d'ailleurs aussi la validité du «principe de défaut de paiement» au sein d'une économie nationale, mais, dans ce cas tout au moins, on peut attendre de ses autorités qu'elles prennent des dispositions pour limiter l'étendue des dommages. Or, il n'y a pas de gouvernement mondial. En deuxième lieu, lorsque les difficultés de service de dette résultent à la fois d'erreurs de gestion interne, d'une profonde récession mondiale, de taux d'intérêt élevés et de politiques de prêts bancaires contaminées par le «syndrome de la régionalisation», il est pratiquement impossible de savoir lequel des pays concernés risque de ne pas être en mesure ultérieurement d'assurer le service de sa dette. Cette capacité ne dépend pas nécessairement de la gravité des erreurs qui ont entaché sa gestion antérieure, mais beaucoup plus des politiques futures — sur lesquelles la communauté internationale peut exercer une influence par l'intermédiaire du FMI. En troisième lieu, un pays souverain n'est pas une entreprise privée. Même lorsqu'il se trouve en défaut de

paiement, on ne peut procéder à sa liquidation comme on le ferait d'une entité privée en faillite: il va continuer à exister; ses actifs nationaux ne peuvent pas être récupérés par les créanciers ni cédés avec bénéfice à un autre pays; en d'autres termes, il ne peut pas être démantelé, «réorganisé», «restructuré».

Pour ces diverses raisons, les mesures conservatoires ont un rôle à jouer pour essayer de surmonter les difficultés rencontrées actuellement tant par les débiteurs que par les créanciers. Le succès durable de ces opérations dépend de l'action concertée de l'ensemble des principaux acteurs de la scène monétaire internationale.

Le Fonds monétaire international doit être à même de poursuivre à l'égard des pays déficitaires sa politique d'octroi de prêts substantiels, assortis toutefois de conditions strictes — l'accent étant mis autant sur leur caractère «substantiel» que sur les «conditions strictes». Des montants élevés sont nécessaires pour deux raisons. Tout d'abord, le temps est révolu où l'on pouvait s'attendre que de faibles décaissements de la part du Fonds déclenchent immédiatement une réaction favorable du marché. Aujourd'hui, le Fonds exerce un effet d'entraînement beaucoup plus faible, en ce sens que l'aide financière accordée doit être plus importante pour induire des flux supplémentaires de financement privé. Ensuite, les efforts d'ajustement qui incombent à la plupart des pays déficitaires sont vraiment considérables, car ils résultent à la fois d'erreurs antérieures de gestion et du climat économique mondial défavorable. Pour amener les gouvernements à imposer les réductions indispensables du niveau de vie, il faut leur «tendre une carotte» pour qu'ils acceptent de subir l'opprobre politique de mesures impopulaires. La seule «carotte» dont dispose le Fonds (outre ses conseils techniques, assurément valables, mais qui n'ont guère de pouvoir persuasif sur le plan politique) est l'octroi d'un financement suffisamment important pour sortir un pays de ses difficultés courantes. En même temps, une stricte conditionnalité est nécessaire pour faire prendre conscience aux pays débiteurs a) qu'une partie — dont l'importance peut varier — de ces difficultés est due à leurs propres erreurs de gestion et b) que, de toute façon, le monde a peu de chances de retrouver des taux de croissance élevés, et encore moins des taux d'intérêt réels négatifs.

Pour que le Fonds puisse mener à bien une telle politique, deux conditions doivent être satisfaites. La plus évidente est qu'il dispose d'un montant total de ressources lui permettant de faire face à l'ensemble de ses besoins. Si les relèvements de quotes-parts convenus peuvent être appliqués rapidement, et si la facilité élargie prévue au titre des AGE est effectivement ratifiée, il est probable qu'à court terme cette condition puisse être remplie. Ces deux «si» dépendent pour beaucoup de l'attitude de l'Administration américaine et de celle du Congrès des États-Unis. Mais on peut faire valoir que, même si ces obstacles étaient surmontés, le Fonds risquerait d'être confronté à un problème de liquidité, à court terme ou même à plus long terme. Il faudrait lui donner les moyens de résoudre ce problème potentiel, de préférence sous forme d'emprunts auprès de bailleurs de fonds officiels. La seconde condition est que le Fonds soit en mesure de faire face aux besoins d'emprunt des divers pays. Cette condition serait difficile à remplir si l'accroissement des facilités d'emprunt des pays résultant de la révision des

quotes-parts devait être entièrement neutralisé par une réduction des possibilités de tirage, représentant plusieurs fois la quote-part, accordées au titre de la Facilité élargie du Fonds.

Pour ce qui est des pays éprouvant des besoins de financement extérieur, leur meilleure contribution au fonctionnement ordonné des marchés financiers consiste à accepter un processus d'ajustement interne. C'est la contrepartie exacte et indispensable de la poursuite, par le Fonds, d'une politique de prêts substantiels mais conditionnels. Pour un certain nombre de pays déficitaires – et peut-être la majorité d'entre eux – la stabilisation interne serait de toute façon devenue inévitable, même en présence de conditions économiques favorables à l'échelle mondiale. Mais les pays dont la contrepartie de la dette extérieure est constituée par des investissements supplémentaires – même dans les activités exportatrices – plutôt que par des dépenses de consommation, devront admettre, eux aussi, que les pays industriels ne sont pas en mesure d'atteindre, dans un proche avenir, des taux de croissance suffisants pour valider, dans tous les cas, leurs propres programmes d'investissement. Une réduction de la demande interne devrait donc être acceptée même par ces pays. Sur le plan pratique, rien ne pourrait compromettre plus rapidement l'efficacité des mesures conservatoires prises de concert à l'échelle internationale que le non-respect, par les pays emprunteurs, des prescriptions qu'ils se sont engagés à observer sur le plan interne lors de leurs négociations avec le Fonds. Pareil échec pourrait mettre gravement en danger les programmes de financement multilatéraux mis sur pied, souvent au terme de longues négociations, sous les auspices du Fonds.

La situation financière internationale ne peut être maîtrisée sans la participation efficace des banques – troisième pôle de la scène financière internationale. Une telle participation devrait s'inspirer de trois principes. Dans le cas de pays véritablement «à problèmes», les banques devraient continuer à conserver leur sang-froid – comme elles l'ont fait en général jusqu'à présent – malgré les multiples suspensions de paiements, moratoires unilatéraux et négociations prolongées sur les rééchelonnements ou les «restructurations». En deuxième lieu, elles devraient se garder de succomber au syndrome de la régionalisation – domaine dans lequel elles ont beaucoup moins bien réussi. Ni les pays d'Amérique latine, ni ceux d'Europe de l'Est ne méritent d'être tous logés à la même enseigne. En troisième lieu, elles ne devraient pas arrêter uniformément, et à l'échelle mondiale, l'octroi de nouveaux prêts internationaux, car une telle attitude pourrait aisément se traduire par un allongement de la liste des pays à problèmes et aller à l'encontre de leurs propres intérêts. Pour la communauté bancaire occidentale, accoutumée à une concurrence sévère et – peut-être à cause de cela – à un certain grégarisme, les deuxième et troisième recommandations constituent un défi très sérieux. Il est à espérer qu'elle saura le relever avec la même efficacité et le même souci objectif de ses propres intérêts qu'elle a démontrés pour traiter les cas concrets des pays à problèmes.

Les autres principaux responsables de la stratégie coordonnée mise en œuvre pour éviter une crise financière internationale ont été les autorités monétaires d'un certain nombre de pays, qui ont essentiellement opéré par l'intermédiaire de

la BRI. Des crédits de première urgence ont été octroyés par les banques centrales, l'an passé, à l'Argentine, au Brésil, à la Hongrie, au Mexique et à la Yougoslavie; il s'agit en fait de crédits-relais destinés à procurer un répit aux pays qui, confrontés à de graves difficultés externes de trésorerie, négociaient sérieusement avec le FMI l'octroi d'un financement à plus long terme, accompagné d'une politique d'ajustement appropriée. Sur cette base, et dans la limite de ses ressources disponibles, la communauté des banques centrales des pays industrialisés occidentaux a manifesté collectivement, et de la manière la plus claire possible, sa détermination et sa capacité de s'opposer rapidement à tout ce qui risquait de mettre en danger le fonctionnement du système financier international.

Malgré les nombreuses difficultés, on peut raisonnablement supposer que, grâce à une gestion financière avisée et à la coopération efficace de ces quatre grands pôles de la scène financière internationale, le statu quo puisse effectivement être maintenu jusqu'à ce que la reprise dans les pays industriels occidentaux entraîne une amélioration de la situation économique fondamentale. Mais au-delà de cet objectif, il faut encore s'attaquer à quelques problèmes véritablement systémiques qui ont été mis en lumière, voire créés, par l'évolution récente sur les marchés financiers internationaux. Trois d'entre eux — fortement interdépendants — méritent d'être soulignés: la complexité des relations entre les autorités et les banques; l'échéancier de l'encours de la dette bancaire internationale; enfin et surtout, la disponibilité de flux internationaux de capitaux pour le financement des futurs déficits des paiements courants. Malgré l'importance évidente de ces problèmes, la manière de les aborder dépend tellement de l'évolution en cours qu'il paraîtrait prématuré, à ce stade, de formuler des recommandations en bonne et due forme en vue de leur solution. Il est cependant vital que les responsables de la politique les gardent présents à l'esprit dans la gestion quotidienne des affaires courantes.

Le premier de ces problèmes concerne l'impact potentiel des opérations de sauvetage financier sur les relations futures entre les organisations internationales, les banques centrales, les pays emprunteurs et les banques. L'efficacité de ces actions d'urgence dépendait dans le passé, et dépendra probablement à l'avenir, de l'étroite coopération entre les principaux acteurs de la scène financière internationale. A l'instar de toute coopération, celle-ci a aussi accru leur interdépendance avec, comme conséquence, une certaine réduction de leur liberté d'action. Cela a été vrai en particulier pour les banques qui ont accepté, dans un certain nombre de cas, de maintenir, voire d'accroître, leur engagement envers quelques-uns des pays à problèmes. Elles ont estimé, à juste titre, que c'était là leur meilleure chance d'améliorer, à plus long terme, la qualité des créances douteuses qu'elles détenaient. Il faut certes souligner le rôle actif joué par le FMI et certaines autorités nationales pour sensibiliser les banques aux implications macro-économiques et macro-financières de leurs actions. Dans le même temps, il doit être clairement affirmé que les banques demeurent, comme elles l'ont toujours été, pleinement responsables de leurs décisions en matière de prêts. S'il convient de ne pas perdre de vue ce principe, on peut néanmoins penser qu'il sera peut-être nécessaire, pour assurer le fonctionnement ordonné des marchés financiers internationaux, de continuer à rechercher de nouveaux types de coopération entre les agents économiques. Il y a

un grand besoin d'idées novatrices dans ce domaine – et il n'est pas nécessaire qu'elles s'inspirent des diverses formes de coopération mises en œuvre dans le cadre des actions exceptionnelles de première urgence entreprises récemment. De toute façon, il ne faudrait pas que ces initiatives constituent des précédents pour le fonctionnement des marchés dans des circonstances plus normales.

Le deuxième domaine préoccupant est celui de l'échéancier de l'encours de la dette bancaire extérieure. A fin juin 1982, sur l'ensemble de l'endettement bancaire extérieur (\$EU 390 milliards) des vingt-quatre principaux pays débiteurs situés hors de la zone déclarante de la BRI, un montant équivalant à 44%, c'est-à-dire \$EU 171 milliards, venait à échéance au cours des douze mois suivants. Lorsque la BRI a commencé à publier – en 1978 – des statistiques sur la ventilation par échéance, certains prêteurs et emprunteurs ont mis en doute l'utilité de ces chiffres, faisant valoir qu'une grande partie des créances à court terme se trouvent renouvelées par le simple fait qu'elles sont essentiellement liées aux échanges commerciaux. Il n'est pas besoin aujourd'hui de montrer le caractère instable d'une part considérable des créances bancaires à court terme. Tant que l'échéancier demeurera nettement axé sur le court terme, tout choc extérieur susceptible de se produire à l'avenir – et il s'en produira inévitablement – pourra fort bien exercer une influence déstabilisatrice sur le système financier mondial. Divers plans de consolidation sont avancés actuellement, qui prévoient pour la plupart un certain partage du fardeau entre les débiteurs, les créanciers et, souvent, le FMI ou les gouvernements des pays occidentaux. Quand on essaie d'évaluer le bien-fondé de ces propositions, la considération essentielle qu'il convient de garder présente à l'esprit – indépendamment des possibilités techniques ou politiques de les mettre en application – est de voir dans quelle mesure elles risquent, si elles sont acceptées, de modifier le mécanisme du marché, c'est-à-dire le comportement futur des emprunteurs et des prêteurs, dans un sens qui rendrait la solution des problèmes futurs de «flux» encore plus complexe.

Car, en troisième lieu, se pose un problème de «flux», c'est-à-dire celui du financement des futurs déficits de paiements courants. Une expansion de la demande interne dans les pays industrialisés peut réduire pendant quelque temps les déficits extérieurs dans le reste du monde; avec de la chance et une bonne gestion, nous pouvons éviter un troisième choc pétrolier et, partant, la réapparition de déficits pétroliers considérables; mais, du fait de son degré d'intégration élevé, l'économie mondiale ne peut fonctionner à partir de l'hypothèse de déséquilibres négligeables des paiements courants. Ces déséquilibres persisteront ou réapparaîtront forcément, en raison non seulement du déphasage conjoncturel ou des différences dans l'orientation des politiques suivies ou par suite de chocs externes, mais aussi parce qu'il ne peut y avoir de transfert de ressources réelles vers les pays en développement sans que ces derniers – considérés en tant que groupe – n'enregistrent des déficits persistants des paiements courants. Si l'on peut envisager d'imposer aux pays en développement, en cas de crise et pour deux ou trois ans, des politiques de stabilisation interne devant entraîner l'apparition d'un large excédent commercial, la situation est tout à fait différente, et serait totalement inacceptable, si ce groupe de pays était contraint de vivre pendant longtemps avec un important excédent commercial. Une telle situation irait à

l'encontre du principe fondamental de la répartition optimale des ressources; et, politiquement, elle serait extrêmement explosive. La question est donc de savoir quels flux de capitaux pourraient financer le déficit durable des paiements courants des pays en développement.

C'est ce problème systémique qu'il convient d'examiner avec la plus grande attention à la lumière de l'expérience récente. Comme l'a montré le Chapitre VI, l'un des traits les plus frappants de la scène financière internationale entre le premier choc pétrolier et le milieu de 1982 a été la participation active des banques commerciales des pays industrialisés au financement des balances des paiements. Le montant total (estimé à \$EU 294 milliards) des déficits des paiements courants des PVD non membres de l'OPEP au cours de cette période a été financé, à raison de 45%, par des apports nets de fonds bancaires (\$EU 132 milliards). En ce qui concerne les pays industriels extérieurs au Groupe des Dix, ils ont bénéficié de \$EU 60 milliards de crédits bancaires nets, ce qui représente quelque 40% de leur déficit global en compte courant (\$EU 153 milliards). On peut admettre que des déficits de cet ordre étaient, au total, excessifs et inacceptables à long terme et qu'ils ne devraient donc pas garder à l'avenir les mêmes proportions. Ces chiffres indiquent cependant que, si les banques réduisaient de manière brutale leur participation au financement des balances des paiements de ces pays, et si a fortiori elles gelaient le montant global de leurs créances, le financement des paiements courants se heurterait vraisemblablement à de sérieux problèmes dans les années à venir.

Il est difficile, et sans doute guère utile, de se livrer à ce stade à des spéculations sur les politiques à plus long terme des banques en matière de prêts internationaux. A cet égard, l'évolution de la situation sur la scène financière internationale au cours des douze mois à venir sera certainement déterminante. Mais quelques considérations de principe méritent d'être avancées.

La première se fonde sur l'observation de l'évolution déjà en cours. Dans la mesure où les banques continuent d'accorder de nouveaux prêts nets aux pays extérieurs à la zone OCDE, une proportion croissante de ces concours revêt la forme de crédits liés aux échanges commerciaux, au détriment des prêts véritablement «financiers», c'est-à-dire destinés au financement des balances des paiements. On se trouve ainsi ramené à la situation qui prévalait avant le premier choc pétrolier. Cette évolution peut comporter certains avantages, non pas tellement pour le pays créancier considéré dans son ensemble, puisque la preuve a été faite qu'en cas de crise de balances des paiements *tous* les crédits sont menacés, mais pour les banques elles-mêmes, la qualité de leurs créances étant renforcée par la signature des exportateurs ou par la garantie des pouvoirs publics. En outre, lorsque ces crédits sont destinés au financement de projets d'investissements, il y a présomption (mais seulement présomption) que le pays emprunteur augmente sa formation de capital interne au même rythme que sa dette extérieure. Mais cette évolution comporte aussi des dangers auxquels il conviendrait d'être attentifs: des distorsions dans les échanges commerciaux et les prix accompagnent souvent les opérations financières bilatérales, qui constituent ainsi un excellent instrument de propagation des pressions protectionnistes, toujours très vivaces dans une économie mondiale déprimée.

La deuxième considération concerne la manière dont les banques pourraient jouer un rôle actif dans le financement futur des balances des paiements, en plus des moyens qu'elles mettent à disposition sous la forme de crédits liés aux échanges commerciaux ou à la réalisation de certains projets. Il est indéniable que la contribution des banques au financement extérieur est vitale pour assurer le bon fonctionnement du système des paiements internationaux au cours des quelques années à venir. Quant à savoir si elles doivent continuer à accorder, à plus long terme, de véritables prêts de financement des balances des paiements, c'est là une toute autre question, qui mérite d'être examinée avec une attention particulière tant par les autorités que par les banques elles-mêmes. D'une part, les chiffres indiqués précédemment donnent à penser que, si les banques cessaient d'apporter une contribution, au moins modeste, au financement des balances des paiements, il pourrait en résulter une rupture sérieuse dans les flux financiers futurs. D'autre part, sur la base de l'expérience antérieure, on voit difficilement, compte tenu de la concurrence, comment les banques pourraient un jour se discipliner et assortir l'octroi de leurs prêts aux pays emprunteurs de conditions d'ajustement, afin que le FMI ne se trouve pas de nouveau «évincé» de son activité de prêts conditionnels. Une conditionnalité graduelle, tenant dûment compte de chaque cas particulier, constituerait un progrès sensible par rapport au comportement adopté par les banques durant ces toutes dernières années, où la politique de générosité excessive en matière de prêts inconditionnels a soudainement été suivie d'un arrêt complet de l'octroi de prêts, voire de retraits de fonds. Mais est-il réaliste d'escompter une telle évolution? On ne peut guère attendre beaucoup d'une amélioration des informations destinées aux prêteurs. Comme le montre le Chapitre VI, l'apparition de difficultés de service de la dette avait été précédée, dans tous les cas importants, d'une accumulation de l'endettement bancaire extérieur durant des périodes relativement longues ou de modifications dans l'échéancier de cette dette, sur lesquelles des données étaient publiées. Peut-être pourrait-on imaginer des plans de coopération entre le FMI et les prêteurs privés, tout comme il est souhaitable d'accroître le cofinancement entre la Banque mondiale et le système bancaire.

Cela nous amène à la troisième considération, la plus importante, qui concerne le rôle futur du FMI et de la Banque mondiale. Il est quasiment impossible d'imaginer un scénario à plus long terme qui ne mettrait pas en évidence la nécessité d'augmenter sensiblement les ressources des *deux* institutions, au-delà de ce qui peut en tout cas s'avérer nécessaire à court terme. La question de l'extension du rôle du FMI est bien connue maintenant et n'appelle donc pas d'autres commentaires. Le rôle de la Banque mondiale, et peut-être des banques régionales de développement, mérite d'être quelque peu explicité. Le FMI — avec l'aide, il faut l'espérer, des banques — pourrait prendre en charge les déficits en compte courant qui, parce qu'ils sont insoutenables, devraient être résorbés, à court et à moyen terme, par l'application d'une politique appropriée de stabilisation interne, qu'ils soient le fait de pays industriels ou de pays en développement. Les déficits extérieurs correspondant à des besoins de développement sont de nature différente. Ils sont censés persister durant de nombreuses années et traduire un effort d'investissement interne. Certains de ces besoins de financement pourraient

être couverts, le cas échéant, par des crédits fournisseurs pour des importations de biens d'équipement. D'autres peuvent être satisfaits par les flux d'investissements directs, mais ce serait faire preuve d'un excès d'optimisme, ou manquer de clairvoyance, que de croire que, en présence d'une situation politique comme celle que le monde connaît actuellement, les investissements directs pourraient jouer un rôle important dans le financement du développement. De surcroît, ni les importations de biens d'équipement ni les flux d'investissements directs ne répondent à la nécessité de certaines catégories de formation de capital indispensables au développement. Certes, l'aide ou les prêts bilatéraux peuvent et doivent contribuer à satisfaire ces besoins. Mais, tout comme les crédits fournisseurs, ces concours risquent de renforcer dans le monde les tendances actuelles au protectionnisme et à la fragmentation de l'économie mondiale. Pour toutes ces raisons, la Banque mondiale mérite l'appui de tous ceux qui apprécient son caractère multilatéral et mondial. Elle devrait devenir le principal véhicule par lequel les mouvements de capitaux à long terme opèrent le transfert des ressources réelles.

Les principales observations présentées dans ce Rapport peuvent être résumées très brièvement. La forte décélération de l'inflation, la disparition de l'excédent de l'OPEP et la lente apparition de la reprise dans les principaux pays industriels laissent enfin entrevoir de meilleures perspectives pour l'économie mondiale. La fragilité financière est en voie d'atténuation au sein des pays industrialisés. Grâce à l'efficacité de la coopération des gouvernements, du FMI, des banques centrales et des banques commerciales, une déstabilisation du système international du crédit et des paiements a pu être évitée. Ce n'est peut-être pas se montrer exagérément optimiste que d'espérer que tous les principaux acteurs de la scène internationale sauront faire preuve de créativité, d'un sens des responsabilités et d'un désir de coopération pour relever les défis fondamentaux qui leur sont posés à plus long terme, comme ils ont su le faire en présence d'une situation manifestement critique.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES
AU 31 MARS 1983

ACTIF

BILAN AU
(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
Or	5.184.447.789
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	16.549.485
Bons du Trésor	473.813.075
Dépôts à terme et avances	
Or	
A 3 mois au maximum	20.756.401
Monnaies	
A 3 mois au maximum	10.302.505.225
A plus de 3 mois	<u>2.449.157.408</u>
	12.772.419.034
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	951.806.104
A plus de 3 mois	<u>932.325.853</u>
	1.884.131.957
Divers	26.494.476
Terrain, immeubles et installations	<u>1</u>
	<u><u>20.357.855.817</u></u>
<p>Note 1: Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – Article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif 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.</p> <p>Note 2: Au 31 mars 1983, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 42.871.313 francs or.</p>	

31 MARS 1983

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

	<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
	<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
Capital		
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	<u>1.500.000.000</u>	
Emis: 473.125 actions	<u>1.182.812.500</u>	
libérées de 25%	295.703.125	295.703.125
Réserves		
Fonds de réserve légale	30.070.313	30.070.313
Fonds de réserve générale	437.152.793	457.152.793
Fonds spécial de réserve de dividendes	21.530.055	21.530.055
Fonds de réserve libre	<u>202.730.236</u>	<u>232.730.236</u>
	691.483.397	741.483.397
Dépôts (or)		
Banques centrales		
A vue	4.321.577.045	
A 3 mois au maximum	145.549.558	
Autres déposants		
A vue	<u>33.082.685</u>	
	4.500.209.288	4.500.209.288
Dépôts (monnaies)		
Banques centrales		
A vue	1.084.632.764	
A 3 mois au maximum	11.687.042.967	
A plus de 3 mois	1.234.977.718	
Autres déposants		
A vue	11.768.817	
A 3 mois au maximum	361.393.556	
A plus de 3 mois	<u>107.056.133</u>	
	14.486.871.955	14.486.871.955
Divers	317.761.879	317.761.879
Compte de profits et pertes	65.826.173	—
<i>Dividende payable le 1er juillet 1983</i>	—	15.826.173
	<u>20.357.855.817</u>	<u>20.357.855.817</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 1983 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 29 avril 1983

PRICE WATERHOUSE & CO

COMPTE DE PROFITS ET PERTES pour l'exercice social clos le 31 mars 1983

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	82.513.243
 Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	195.483
Direction et personnel	11.459.937
Frais de bureau et divers	<u>4.214.013</u>
15.869.433	
Excédent net d'exploitation	66.643.810
 Moins: Montant transféré à la Provision pour frais d'administration exceptionnels	
817.637	
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1983	65.826.173
 Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:	
Dividende: 135 francs suisses par action sur 473.125 actions	15.826.173
	<u>50.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale	20.000.000
	<u>30.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre	30.000.000
	<u> </u>
	<u> </u>

ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA BANQUE au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1983

en francs or

I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1982-83

	<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 1982, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1981-82	30.070.313	437.152.793	21.530.055	202.730.236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1982-83	—	20.000.000	—	30.000.000
Soldes au 31 mars 1983 tels qu'ils apparaissent au bilan	<u>30.070.313</u>	<u>457.152.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>232.730.236</u>

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1983 (après répartition) représentés par des

	<u>Capital libéré</u>	<u>Réserves</u>	<u>Total</u>
Avoir nets en			
Or	295.703.125	366.420.464	662.123.589
Monnaies	—	375.062.933	375.062.933
	<u>295.703.125</u>	<u>741.483.397</u>	<u>1.037.186.522</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	
Bengt Dennis, Stockholm	
Dr W.F. Duisenberg, Amsterdam	
Jean Godeaux, Bruxelles	
Renaud de la Genière, Paris	
Karl Otto Pöhl, Francfort-sur-le-Main	
The Rt.Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londres	
Dr Johann Schöllhorn, Kiel	
Baron de Strycker, Bruxelles	

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